

บทที่ 2

ทฤษฎี กรอบแนวคิด และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎี Cointegration and error correction mechanism

เนื่องจากการศึกษาในครั้งนี้ ข้อมูลทางเศรษฐกิจที่นำมาใช้เป็นข้อมูลอนุกรมเวลา (time series data) ซึ่งหากนำมาวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ของข้อมูลโดยตรง โดยที่ไม่มีการตรวจสอบก่อน มักเกิดปัญหา ความไม่นิ่ง-ของข้อมูล (non-stationary) กล่าวคือ ค่าเฉลี่ย (mean) และค่าความแปรปรวน (variances) จะมีค่าไม่คงที่เปลี่ยนแปลงไปตามกาลเวลา ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของสมการมีความสัมพันธ์ไม่แท้จริง (spurious regression) โดยสังเกตได้จากค่าสถิติบางอย่าง อาทิ ค่า t-statistic จะไม่เป็นการแจกแจงที่เป็นมาตรฐาน และค่า R^2 ที่สูง ในขณะที่ค่า Durbin-Watson (DW) statistic อยู่ในระดับต่ำ แสดงให้เห็นถึงค่าความคลาดเคลื่อนมีปัญห autocorrelation ในระดับสูง จึงเป็นการยากที่จะยอมรับได้ในทางเศรษฐศาสตร์

หากข้อมูลที่นำมาวิเคราะห์ในที่นี้เกิดปัญหาความไม่นิ่งของข้อมูลจริง และทราบอันดับความสัมพันธ์ของข้อมูล (order of integration) แล้วต้องทำการ differencing ตัวแปร ก่อนที่จะนำตัวแปรดังกล่าวมาทำการหาความสัมพันธ์กัน เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง แต่มีวิธีการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว (cointegrating relationship) คือ วิธี cointegration และ error correction mechanism โดยวิธีนี้ไม่ต้องทำการ different ข้อมูล

2.1.1 การทดสอบ Unit Root Test โดยวิธี Augmented Dickey-Fuller Test (ADF)

การทดสอบ unit root ถือเป็นขั้นตอนแรกในการศึกษาภายใต้วิธี cointegration and error correction mechanism ขั้นตอนนี้จะเป็นการทดสอบตัวแปรทางเศรษฐกิจต่างๆ ที่จะใช้ในสมการเพื่อดูความเป็น stationary (ข้อมูลที่มีลักษณะนิ่ง) การศึกษาส่วนใหญ่ที่ผ่านมาจะนิยมการทดสอบ unit root ที่เสนอโดย David Dickey และ Wayne Fuller คือวิธี Augmented Dickey-Fuller Test (ADF) เป็นการทดสอบ unit root อีกวิธีหนึ่งที่พัฒนามาจาก DF Test เนื่องจากวิธี DF ไม่สามารถทำการทดสอบตัวแปรในกรณีที่เป็น serial correlation ในค่า error term (ε_t) ที่มีลักษณะความสัมพันธ์กันเองในระดับสูง ซึ่งประกอบด้วยสามสมการ ดังนี้

$$X_t = \rho X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2.1)$$

$$X_t = \alpha_0 + \rho X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2.2)$$

$$X_t = \alpha_0 + \alpha_2 t + \rho X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2.3)$$

เมื่อมีการเพิ่ม lagged change $\sum_{j=1}^p \lambda_j \Delta X_{t-j}$ เข้าไปในสมการทางด้านขวามือ จะได้ว่า

$$\Delta X_t = X_t - X_{t-1} = \gamma X_{t-1} + \sum_{j=1}^p \lambda_j \Delta X_{t-j} + \varepsilon_t \quad (2.4)$$

$$\Delta X_t = X_t - X_{t-1} = \alpha_0 + \gamma X_{t-1} + \sum_{j=1}^p \lambda_j \Delta X_{t-j} + \varepsilon_t \quad (2.5)$$

$$\Delta X_t = X_t - X_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_2 t + \gamma X_{t-1} + \sum_{j=1}^p \lambda_j \Delta X_{t-j} + \varepsilon_t \quad (2.6)$$

โดยที่

X_t คือ ตัวแปรที่ทำการศึกษา

α_0, ρ คือ ค่าคงที่

t คือ แนวโน้มเวลา

ε_t คือ ตัวแปรสุ่ม

ซึ่งพจน์ที่ใส่เข้าไปนั้น จำนวน lagged term (p) ก็ขึ้นอยู่กับความเหมาะสมของแต่ละงานวิจัย หรือสามารถใส่จำนวน lag ไปกระทั่งไม่เกิดปัญหา autocorrelation ในส่วนของ error term (พิเชษฐ์ พรหมศุย, 2540)

โดยในการทดสอบสมมติฐานทั้งวิธี Dickey-Fuller test และวิธี Augmented Dickey-Fuller test ทดสอบว่าตัวแปรที่เราสนใจ (X_t) นั้นมี unit root หรือไม่ สามารถพิจารณาได้จากค่า γ ถ้าค่า γ มีค่าเท่ากับ 0 แสดงว่า X_t นั้นมี unit root หรือ X_t มีลักษณะไม่นิ่ง ซึ่งสามารถเขียนสมมติฐานในการทดสอบได้ดังนี้

$$H_0 : \gamma = 0$$

$$H_1 : \gamma < 0$$

2.1.2 การทดสอบ cointegration and error correction mechanism

การศึกษานี้เป็นการทดสอบตัวแปรต่างๆ ที่นำมาใช้ ว่ามีความสัมพันธ์ในระยะยาวตามที่ระบุไว้ในทฤษฎีหรือไม่ซึ่งพบว่ามีอยู่ 2 วิธีที่นิยมใช้ในการทดสอบตัวแปร คือ วิธีของ Johansen and Juselius (1990) และวิธี two-step approach ของ Engle and Granger (1987)

การทดสอบคุณลักษณะระยะยาวนั้น วิธีของ Johansen-Juselius และวิธีของ Engle-Granger มีแนวการทดสอบที่แตกต่างกัน กล่าวคือตามกระบวนการของ Engle-Granger จะทำการทดสอบคุณลักษณะระยะยาวจากค่า error term ว่ามีลักษณะนิ่งหรือไม่ ขณะที่การทดสอบของ Johansen จะพิจารณาจากค่า rank แม้ว่าวิธีการของ Engle-Granger จะเป็นที่นิยม แต่ยังไม่มีความเหมาะสมในกรณีที่ตัวแปรมากกว่า 2 ตัวแปรขึ้นไป ขณะที่วิธีของ Johansen มีพื้นฐานการวิเคราะห์รูปแบบของ vector autoregressive model (VAR) ซึ่งเป็นกระบวนการทดสอบ cointegration ที่มีตัวแปรหลายตัว และเหมาะสำหรับใช้กับข้อมูลอนุกรมเวลาในการหาคุณลักษณะระยะยาวจากข้อมูล

ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้จึงเป็นการทดสอบโดยวิธีของ Johansen ซึ่งเหมาะสำหรับใช้กับข้อมูลอนุกรมเวลาในการหาคุณลักษณะระยะยาวจากข้อมูล เพื่อแก้ปัญหาข้อมูลอนุกรมเวลาที่มีลักษณะไม่นิ่ง ซึ่งมีขั้นตอนดังต่อไปนี้

1. ทดสอบลักษณะของตัวแปรที่นำมาทำการศึกษาโดยวิธี Augmented Dickey-Fuller Test (ADF) ว่ามีลักษณะนิ่งหรือไม่
2. นำตัวแปรที่ทำการทดสอบ โดยวิธี ADF แล้ว มาพิจารณาคูสมการในระยะยาว ตามแนวทางของ Johansen ดังนี้
 - (1) พิจารณาความยาวของ lag (lag length)

โดยเริ่มต้นจากการทดสอบหา order of integration ของตัวแปรทุกตัวและหากพบว่าตัวแปรแต่ละตัวมี order of integration ต่างกัน Johansen จะไม่รวมตัวแปรเหล่านั้นไว้ด้วยกันหลังจากนั้นทำการทดสอบหาความยาวของ lag ของตัวแปร ซึ่งมี 3 วิธีที่นิยมนำมาพิจารณา ได้แก่ Akaike information criterion (AIC) Likelihood ratio test (LR) และ Schwartz Bayesian criterion (SBC) (Enders, 1995) สามารถคำนวณได้ดังต่อไปนี้

$$AIC = T \log|\Sigma| + 2N \quad (2.7)$$

$$LR = (T - c) \left(\log|\Sigma_r| - \log|\Sigma_u| \right) \quad (2.8)$$

$$SBC = T \log|\Sigma| + N \log(T) \quad (2.9)$$

โดยที่ T = number of observations

c	=	number of parameters in the unrestricted system
$ \Sigma $	=	determinant of variance/covariance matrices of the residuals
$ \Sigma_r $	=	determinant of variance/covariance matrices of the restricted system
$ \Sigma_u $	=	determinant of variance/covariance matrices of the unrestricted system
N	=	total number of parameters estimated in all equations

อย่างไรก็ดีความยาวของ lag length เปลี่ยนแปลงได้ ขึ้นอยู่กับความเหมาะสม เนื่องจากการเพิ่มหรือลดความยาวของ lag length อาจจะมีผลกระทบต่อเครื่องหมายของตัวแปรต่างๆ (เปลี่ยนจากเครื่องหมายบวก เป็นเครื่องหมายลบ หรือในทางกลับกันเปลี่ยนจากเครื่องหมายลบ เป็นเครื่องหมายบวก) ซึ่งส่งผลกระทบต่ออธิบายตามหลักการทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์

(2) เลือกรูปแบบแบบจำลองที่เหมาะสม ซึ่งสามารถพิจารณาได้จาก 5 รูปแบบดังนี้

รูปแบบที่ 1 VAR model ไม่ปรากฏทั้งค่าคงที่และแนวโน้มเวลา

$$X_t = \sum_{i=1}^p A_i X_{t-i} + \varepsilon_t$$

$$\text{ดังนั้น} \quad \Delta X_t = \pi X_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \pi_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2.10)$$

โดยที่มีค่า π , π_i ดังนี้

$$\pi = \sum_{i=1}^p A_i - I$$

$$\pi_i = \sum_{j=i+1}^p A_j$$

X_t = the (n x 1) vectors of variables $(x_{1t}, x_{2t}, \dots, x_{nt})'$

A_i = the (n x n) matrix of parameters

I = the (n x n) identity matrix

ε_t = the (n x 1) vectors of error term with multivariate white noise

รูปแบบที่ 2 VAR model ไม่มีแนวโน้มเวลา แต่จำกัดค่าคงที่ใน cointegrating

vector

$$\Delta X_t = \pi^* X_{t-1}^* + \sum_{i=1}^{p-1} \pi_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2.11)$$

$$\text{โดยที่ } \pi^* = \begin{pmatrix} \pi_{11} & \pi_{12} & \dots & \pi_{1n} & a_{01} \\ \pi_{21} & \pi_{22} & \dots & \pi_{2n} & a_{02} \\ \vdots & \vdots & & \vdots & \vdots \\ \pi_{n1} & \pi_{n2} & \dots & \pi_{nn} & a_{0n} \end{pmatrix}$$

$$X_{t-1}^* = (X_{1t-1}, X_{2t-1}, \dots, X_{nt-1}, 1)$$

รูปแบบที่ 3 VAR model มีเฉพาะค่าคงที่

$$X_t = A_0 + \sum_{i=1}^p A_i X_{t-i} + \varepsilon_t$$

$$\text{ดังนั้น } \Delta X_t = A_0 + \pi X_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \pi_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2.12)$$

$$\text{โดยที่ } A_0 = \text{the } (n \times 1) \text{ vectors of constants } (a_{01}, a_{02}, \dots, a_{0n})'$$

รูปแบบที่ 4 VAR model มีค่าคงที่ และจำกัดแนวโน้มเวลาใน cointegrating vector

$$\Delta X_t = A_0 + \pi^{**} X_{t-1}^{**} + \sum_{i=1}^{p-1} \pi_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t$$

(2.13)

$$\text{โดยที่ } \pi^{**} = \begin{pmatrix} \pi_{11} & \pi_{12} & \dots & \pi_{1n} & t_{01} \\ \pi_{21} & \pi_{22} & \dots & \pi_{2n} & t_{02} \\ \vdots & \vdots & & \vdots & \vdots \\ \pi_{n1} & \pi_{n2} & \dots & \pi_{nn} & t_{0n} \end{pmatrix}$$

$$X_{t-1}^{**} = (X_{1t-1}, X_{2t-1}, \dots, X_{nt-1}, T)$$

$$T = 1, 2, 3, \dots, n$$

รูปแบบที่ 5 VAR model ประกอบไปด้วย ค่าคงที่และแนวโน้มเวลา

$$\Delta X_t = A_0 + A_1 T + \pi X_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \pi_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2.14)$$

โดยที่ A_1 = the $(n \times 1)$ vectors of time trend coefficient $(t_{01}, t_{02}, \dots, t_{0n})'$

(3) กำหนดหาจำนวน cointegrating vectors โดยวิธี maximal eigenvalue statistic หรือ วิธี eigenvalue trace statistic

วิธีการของ trace statistic เริ่มต้นจากการทำการทดสอบสมมติฐานหลัก (H_0) โดยเปรียบเทียบค่า λ_{trace} ที่คำนวณได้ ว่ามากกว่าค่าวิกฤตหรือไม่ เปรียบเทียบค่าสถิติในตาราง distribution of λ_{max} and λ_{trace} statistics (Enders, 1995) ถ้าค่าที่คำนวณได้มากกว่าก็จะปฏิเสธ H_0 โดยเริ่มจาก $H_0: r=0$ และ $H_1: r>0$ ถ้าปฏิเสธ H_0 ก็ทำการเพิ่มค่า r ในสมมติฐานครั้งละ 1 ไปเรื่อยๆ จนกระทั่งยอมรับ H_0 ส่วนวิธี max statistic นั้นจะทำการทดสอบโดยเริ่มจาก $H_0: r=0$ และ $H_1: r=1$ ถ้าปฏิเสธ H_0 ก็แสดงว่า $r=1$ และทำการทดสอบต่อไปโดยให้ $H_0: r=1$ และ $H_1: r=2$ ไปเรื่อยๆ จนกว่าจะพบว่าไม่สามารถปฏิเสธ H_0 ได้

ค่า r ที่ได้ก็คือจำนวน cointegrating vector โดยพิจารณาได้ 2 กรณี คือ กรณีที่ $r=0$ จะได้ว่าสมการที่นำมาทดสอบนั้นเป็น VAR ในรูป first difference คือตัวแปรที่นำมาทดสอบไม่มีความสัมพันธ์ระยะยาวกัน และกรณี $0 < r \leq n$ แสดงว่ามีจำนวน cointegrating vectors เท่ากับ r (Enders, 1995)

3. เมื่อพบว่าแบบจำลองมีความสัมพันธ์ในระยะยาวแล้ว ใช้วิธีการ error correction mechanism (ECM) กำหนดหาลักษณะการปรับตัวในระยะสั้น

โดยการทำ normalized cointegrating vector(s) และ speed of adjustment coefficients (ค่าความเร็วในการปรับตัว) จากนั้นจึงทดสอบความถูกต้องของสมการว่าควรจะมีค่าคงที่และเครื่องหมายของสัมประสิทธิ์ตรงตามทฤษฎีหรือไม่ โดย cointegrating vectors จะมีคุณสมบัติในการปรับค่าข้อมูลที่ลักษณะไม่นิ่ง ให้เป็นข้อมูลที่มีลักษณะนิ่งได้ โดยค่าความเร็วในการปรับตัว หรือ speed of adjustment coefficient นั้น ควรมีค่าอยู่ระหว่าง 0 และ -1 จากการศึกษาโดยอาศัยวิธี

Joahansen พบว่าผลของค่าความเร็วในการปรับตัวนั้นไม่ได้อยู่ในช่วงดังที่กล่าวมา โดยบางส่วนนั้นมีค่าติดลบที่มากกว่า -1 และบางส่วนก็พบว่าสามารถเป็นค่าที่มากกว่าศูนย์ได้

2.2 กรอบแนวความคิดเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กรอบแนวความคิดเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อ้างอิงมาจากหนังสือ “ก้าวแรกสู่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์” เป็นข้อมูลพื้นฐานที่นำมาใช้ในการพิจารณาเพื่อตัดสินใจในการซื้อขายหลักทรัพย์ ประกอบด้วยปัจจัยดังต่อไปนี้คือ

1. ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นปัจจัยตัวหนึ่งที่น่าไปใช้ในการพิจารณาควบคู่ไปกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแสดงให้เห็นให้ผู้ลงทุนได้ทราบว่า ตลาดหลักทรัพย์มีการซื้อขายหนาแน่นหรือคึกคักเพียงใด ในทางตรงกันข้าม หากภาวะตลาดซบเซา ผู้ลงทุนก็จะเข้ามาซื้อขายกันน้อยลง ดังนั้นปริมาณการซื้อขายจึงเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีความสำคัญต่อการพิจารณาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ในการศึกษาครั้งนี้ทำการศึกษา มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิของผู้ลงทุนต่างประเทศเป็นปัจจัยที่กำหนดดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะเห็นได้ว่าปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นองค์ประกอบหนึ่งของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิของผู้ลงทุนต่างประเทศ ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่ามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิของผู้ลงทุนต่างประเทศควรมีความสัมพันธ์กับตลาดหลักทรัพย์เช่นเดียวกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์

2. ค่าเงินบาท เป็นปัจจัยทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน เป็นสาเหตุสำคัญที่สร้างความหวั่นไหวให้กับผู้ลงทุนมากประการหนึ่ง โดยเฉพาะหากเกิดขึ้นกับอุตสาหกรรมที่ต้องพึ่งพาวัตถุดิบจากต่างประเทศ เนื่องจากหากค่าของเงินอ่อนลง ย่อมทำให้ค่าใช้จ่ายในการสั่งซื้อสินค้าเข้ามาผลิตหรือจำหน่ายสูงขึ้นตามไปด้วย แต่สำหรับกิจการที่ส่งสินค้าหรือบริการที่รับเงินกลับเข้ามาในประเทศ อาจได้รับผลดี และจะเห็นได้ยิ่งกว่าหากเงินบาทแข็งตัวขึ้น จะไม่ก่อให้เกิดความงุนงงในการซื้อหลักทรัพย์ เพราะมีราคาแพง หากค่าเงินบาทแข็งอ่อนตัวลงจะสร้างแรงจูงใจและดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศให้เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น

3. ผลกระทบต่อมวลรวมประชาชาติมีอิทธิพลต่อกิจการและตลาดหลักทรัพย์ กล่าวคือจากการศึกษาวิจัยผลการดำเนินงานของกิจการของ Brown and Ball (1976) ปรากฏเป็นที่แน่ชัดว่าภาวะเศรษฐกิจที่วัดจากมูลค่าของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ มีอิทธิพลในระดับสูงต่อผลการประกอบการของธุรกิจ จากการศึกษาแสดงให้เห็นว่าประมาณร้อยละ 30-40 ของการผันแปรของกำไรรายปีของกิจการ สามารถอธิบายได้ด้วยอิทธิพลของภาวะเศรษฐกิจ การเปลี่ยนแปลงสถานะอุตสาหกรรมส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของกำไรของกิจการประมาณร้อยละ 10-15 ความผันแปรที่

เหลือราวครึ่งหนึ่งเป็นผลจากความผันแปรของปัจจัยภายในกิจการเอง แม้ความสามารถในการหากำไรของกิจการจะเป็นปัจจัยสำคัญที่เป็นตัวกำหนดราคาหลักทรัพย์ แต่ปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการหากำไรได้แก่ ภาวะเศรษฐกิจ ปัจจัยทางภาวะเศรษฐกิจ เช่น ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ ซึ่งสังเกตจากในช่วงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ การลงทุน การจ้างงาน การใช้จ่ายทั้งภาครัฐและภาคเอกชนลดลง ทำให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติลดลง ส่งผลให้ยอดขายและกำไรของกิจการลดลง ในยามที่เศรษฐกิจตกต่ำกิจการต่างดำเนินงานในระดับต่ำกว่ากำลังความสามารถของเครื่องจักร กิจการต่าง ๆ จะลดจำนวนคนงานลง ลดการสั่งซื้อวัตถุดิบ และชะลอหรือระงับค่าใช้จ่ายในการขยายหรือปรับปรุงกิจการ แต่ทางด้านเครื่องจักรหรือโรงงานซึ่งเป็นทรัพย์สินถาวรนั้น กิจการจะไม่ลดขนาดลงโดยการขายไปทันที หากแต่ผลิตไม่เต็มกำลังการผลิตได้กล่าวแล้วเมื่อผลผลิตลดลงในขณะที่ค่าใช้จ่ายคงที่ไม่ลดลงทำให้กำไรของกิจการลดลง ผู้ลงทุนจึงคาดว่าจะได้รับผลประโยชน์จากการลงทุนน้อยลง และเห็นว่าการลงทุนมีความเสี่ยงสูงขึ้น การตกต่ำของภาวะเศรษฐกิจจึงส่งผลให้การดำเนินงานของกิจการและราคาหุ้นตกต่ำลง ในทางตรงกันข้ามในช่วงภาวะเศรษฐกิจเจริญรุ่งเรือง ธุรกิจต่าง ๆ จะลงทุนเพิ่มขึ้น ผลิตเต็มหรือเกือบเต็มกำลังเครื่องจักร การจ้างงานมีมากขึ้น ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติสูงขึ้น รายได้ประชาชาติสูงขึ้น ส่งผลให้ยอดขายและกำไรของกิจการสูงขึ้น ผู้ลงทุนคาดการณ์กระแสเงินสดรับจากการลงทุนว่าจะมีมากขึ้น จึงทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น

2.3 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยเกี่ยวกับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีหลายแนวทางด้วยกัน และมีการวิเคราะห์ที่แตกต่างกันไป ได้แก่ การศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนรายย่อยในจังหวัดเชียงใหม่ การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ กับเครื่องชี้เศรษฐกิจมหภาค ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์ การศึกษาการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาเปรียบเทียบตลาดตราสารหนี้ไทยกับต่างประเทศ การศึกษาปัจจัยเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนรายย่อยในจังหวัดเชียงใหม่ การศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการศึกษาปัจจัยกำหนดการลงทุนในหลักทรัพย์และแนวทางการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในอนาคต สามารถสรุปผลการศึกษาเป็นสังเขป ได้ดังนี้

นินนาท เจริญเลิศ (2532) ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดการลงทุนในหลักทรัพย์และแนวทางการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในอนาคต โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ทราบถึงความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย โครงสร้างการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นปัจจัยทางเศรษฐกิจและการเงินและบทบาทของทางการและตลาดหลักทรัพย์ในการส่งเสริมและควบคุมดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ตั้งแต่ในอดีตจนถึงปัจจุบัน

ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยต่าง ๆ ที่มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ รายได้ประชาชาติ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากสุทธิเฉลี่ย อัตราผู้ยืมระหว่างธนาคาร ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝาก และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะจะเป็น และได้ศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับวิวัฒนาการของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย ตลอดจนมาตรการต่าง ๆ ที่รัฐบาลและตลาดหลักทรัพย์ใช้ในการควบคุมและส่งเสริมการลงทุนในหลักทรัพย์

ธนศักดิ์ ตันดินาคม (2539) ทำการศึกษาปัจจัยเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ ศึกษาถึงผลกระทบของปัจจัยต่าง ๆ เชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีอิทธิพลต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ในการศึกษาเป็นข้อมูลรายวันภายในระยะเวลา 2 ปี ตั้งแต่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2537 ถึง 28 มิถุนายน พ.ศ. 2539 รวมทั้งสิ้น 490 วันทำการ

ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารประเภทข้ามคืน อัตราเงินเฟ้อ ค่าเงินบาท มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิของผู้ลงทุนต่างประเทศ อัตราส่วนมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดต่อกำไรสุทธิรวม ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ ได้แก่ ดัชนี Dow Jones ดัชนี Hang Seng ดัชนี Straits Time และ ดัชนี Composite ยกเว้น ดัชนี Nikkei ล้วนให้เครื่องหมายถูกต้องตามที่ตั้งสมมติฐานไว้ โดยตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ได้แก่ อัตราส่วนมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามราคาตลาดต่อกำไรสุทธิรวม ดัชนี Straits Time ประเทศสิงคโปร์ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิของผู้ลงทุนต่างประเทศ และค่าเงินบาท

ธีระ เศรษฐเสถียร (2539) ทำการศึกษาการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนรายย่อยในจังหวัดเชียงใหม่ จากการศึกษาทำให้พบข้อได้เปรียบและเสียเปรียบของนักลงทุนรายย่อย ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการตัดสินใจ ของนักลงทุนรายย่อยในการลงทุนซื้อขายหุ้น และทำให้ทราบถึงผลการลงทุน ในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนรายย่อยว่า มีผลกำไรหรือขาดทุนอย่างไร จากนักลงทุนในจังหวัดเชียงใหม่ คิดเป็นร้อยละ 10 จากผู้ลงทุนทั้งหมด

เบญจวรรณ ไชยยันต์ (2539) ทำการศึกษาการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในจังหวัดเชียงใหม่ จากผลการศึกษาพบถึงลักษณะและพฤติกรรมการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนในจังหวัดเชียงใหม่ และปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนในจังหวัดเชียงใหม่ ปัจจัยที่มีผลมากที่สุด ได้แก่ สถานการณ์การเมือง และภาวะเศรษฐกิจ ปัจจัยที่มีผลน้อยได้แก่ กลุ่มเพื่อน และทีมงานผู้บริหารของบริษัท และปัจจัยที่มีผลน้อยที่สุด ได้แก่ เงินปันผล และลูกหุ้น

พิงพิศ แก้วเพชร (2539) ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ของนักลงทุนในจังหวัดเชียงใหม่ เป็นการศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุน ทำการวิเคราะห์ตามทฤษฎีการวิเคราะห์หลักทรัพย์ โดยแบ่งปัจจัยหลักที่นักลงทุนใช้ประกอบการพิจารณาเป็น 2 ปัจจัย คือ ปัจจัยทางด้านพื้นฐาน ซึ่งจะครอบคลุมไปถึงการวิเคราะห์แนวโน้มเศรษฐกิจและตลาดหุ้น การวิเคราะห์อุตสาหกรรม และการวิเคราะห์ในรายบริษัท และปัจจัยหลักที่สำคัญอีกประการหนึ่ง คือ การวิเคราะห์ข้อมูลการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในอดีต

ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยทางด้านพื้นฐานนักลงทุนในจังหวัดเชียงใหม่ให้ความสำคัญกับการวิเคราะห์แนวโน้มภาวะเศรษฐกิจของประเทศและภาวะตลาดหุ้นมากที่สุด รองลงไปที่การวิเคราะห์ภาคอุตสาหกรรม จากนั้นจึงเลือกพิจารณาในรายบริษัท และศึกษาข้อมูลในอดีตโดยใช้ทฤษฎี Moving Average และ Moving Average convergence divergence

เรืองฤดี อุดมอนุสรณ์ (2539) ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนในจังหวัดเชียงใหม่ โดยใช้แนวความคิดสมมุติฐานของ Milton Friedman และ L. J. Savage (Friedman – Savage Hypothesis) ที่เชื่อว่าบุคคลมีพฤติกรรมในการเลือกถือสินทรัพย์แตกต่างกันไปตามกลุ่มเศรษฐกิจ สังคม ผลการศึกษาพฤติกรรมการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนทั้งหมดพบว่า เมื่อรายได้เพิ่มขึ้น ความต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ก็เพิ่มขึ้น และเมื่อราคาหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น ความต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ก็เพิ่มขึ้นด้วย

พิเชษฐ์ ลิทธิสมบัติ (2540) ทำการศึกษาการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบไปด้วย การศึกษาโครงสร้างเงินลงทุนนำเข้าจากต่างประเทศ การศึกษาความสัมพันธ์ของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับปริมาณเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศสุทธิและดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ และศึกษาความสัมพันธ์ของปริมาณเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศสุทธิต่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝากตัวสัญญาใช้เงิน อัตราเงินปันผลตอบแทนเฉลี่ยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอัตราแลกเปลี่ยนต่อดอลลาร์

ผลการศึกษาพบว่าการศึกษาโครงสร้างเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศนั้นสัดส่วนเงินทุนระยะสั้นในรูปเงินลงทุนในหลักทรัพย์และบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศได้เพิ่มสูงขึ้น การที่กฎระเบียบในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับการผ่อนคลายทำให้ชาวต่างประเทศมีความสะดวกในการลงทุนมากขึ้น เป็นผลให้มูลค่าการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศเพิ่มมากขึ้นเป็นลำดับ จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับปริมาณเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศสุทธิและดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ พบว่ามีเพียง 4 ปัจจัยคือปริมาณเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศสุทธิ ดัชนีสเตรตไทม์ ดัชนีดาวโจนส์ และดัชนีนิคเกอิ ที่มีอิทธิพลต่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ

และการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศสุทธิต่ออัตราการดอกเบี้ยเงินฝาก ตัวสัญญาใช้เงิน อัตราเงินปันผลตอบแทนเฉลี่ยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์ พบว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดที่นำมาศึกษาไม่มีอิทธิพลต่อปริมาณเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศสุทธิ

ภัทรภา โทเจริญ (2540) ทำการศึกษาเปรียบเทียบตลาดตราสารหนี้ไทยกับต่างประเทศ โดยพิจารณาจากการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศต่าง ๆ รวมทั้งอุปสรรคและแนวทางแก้ไข โดยหาปัจจัยร่วมที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศในแถบเอเชีย

พบว่า เงินทุนของประเทศมีอยู่อย่างจำกัด ขณะที่เศรษฐกิจของประเทศต่าง ๆ อยู่ในช่วงขยายตัวอย่างรวดเร็ว จึงมีการระดมทุนจากในประเทศและต่างประเทศ โดยผ่านเครื่องมือตราสารหนี้แทนการกู้ยืมจากต่างประเทศ และรัฐบาลเป็นผู้มีบทบาทสำคัญในการผ่อนปรนนโยบายการเงินการคลัง รวมทั้งสนับสนุนธุรกิจหลักทรัพย์ และจากผลการศึกษาแสดงให้เห็นถึงการเปรียบเทียบตลาดตราสารหนี้ไทยกับต่างประเทศในเชิงปริมาณพบว่า ประเทศที่มีสัดส่วนปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (GDP) สูงสุดได้แก่ สิงคโปร์ มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และไทย

กนกกาญจน์ ทวีอภิรดีเจริญ (2541) ทำการศึกษา ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์ เป็นการใช้อ้อมูลรายเดือน ตั้งแต่ มกราคม พ.ศ.2536 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2539 รวม 48 ตัวอย่าง โดยปัจจัยที่นำมาศึกษาได้แก่ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ปริมาณสินเชื่อของสถาบันการเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ อัตราเงินเฟ้อ กำไรสุทธิ อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคาร และดัชนีดาวโจนส์

พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญในทางบวกกับดัชนีราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์ ได้แก่ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ดัชนีดาวโจนส์ และอัตราเงินเฟ้อ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้และอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเป็นประโยชน์ในการตัดสินใจในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ สามารถปรับแผนการลงทุนได้ทันท่วงที เพื่อลดความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นจากการลงทุน

ขวัญชนก ธรรมวิวัฒน์ (2543) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ กับเครื่องชี้เศรษฐกิจมหภาค ใช้ข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2537 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2542 โดยเครื่องชี้เศรษฐกิจมหภาคที่นำมาศึกษา ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย ผลผลิตมวลรวมประชาชาติ ดุลบัญชีเดินสะพัด ปริมาณเงิน มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ค่าเงินบาท และระบบอัตราแลกเปลี่ยน ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) อย่างมีนัยสำคัญ

อัมพรวัน นันทขว้าง (2545) ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนรายย่อยในจังหวัดเชียงใหม่ โดยนำทฤษฎีการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มาใช้ประกอบการศึกษา พบว่า อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีผลต่อการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนรายย่อยมากที่สุด รองลงมาเป็นการดำเนินการของบริษัทและฐานะการเงินของบริษัท และการวิเคราะห์ผลประกอบการของบริษัท ขณะที่กลุ่มเพื่อนมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนรายย่อยอย่างน้อยที่สุด