

Macroeconomic Capital Market and Foreign Stock Market Factors Affecting Stock Returns in the Stock Exchange of Thailand (SET)

Kwanhatai Suklim^{1*} and Kanokwan Chancharoenchai²

¹ Master's Degree Student, Business Economics, Faculty of Economics, Kasetsart University, Thailand

² Department of Economics, Faculty of Economics, Kasetsart University, Thailand

* Corresponding author. E-mail: kwanhatai.suk@gmail.com

ABSTRACT

This study is a quantitative research study utilizing quarterly time-series data from 2005 to 2024, totaling 80 quarters, to explore the relationship between stock returns in the Stock Exchange of Thailand (SET) and domestic macroeconomic factors, capital market factors, foreign stock market returns, and economic crisis events. The statistical tools employed before estimation included descriptive statistics, unit root tests for data stationarity, and econometric problem diagnostics. OLS with additional variables was applied to estimate the parameters. The results revealed that, in the main model, the factors exhibiting a statistically significant positive relationship with SET returns include the current inflation rate, the real effective exchange rate, the change in trading volume, and the return of the S&P 500, while the returns of MSCI Emerging Markets, CSI 300, and TOPIX were significantly positive in the alternative models. Conversely, the change in broad money supply, the change in the 1-day repurchase rate as a proxy for the policy interest rate, and the change in public debt did not show a statistically significant relationship with SET returns in the main model, while the change in net foreign direct investment inflows, which was not included in the main model, was not significant in the alternative models that included it. Although economic crisis was not statistically significant in the main model, some alternative models demonstrated a negative impact. This finding affirmed its impact on investor confidence and put downward pressure on capital market returns. Therefore, policymakers should enhance transparent data disclosure and communicate economic trends clearly to maintain investor confidence. Additionally, investors should monitor foreign stock market movements and market liquidity when managing portfolio risk.

Keywords: Stock Market Returns, Macroeconomic Factors, Economic Crisis

ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค ปัจจัยตลาดทุน และปัจจัยตลาดหุ้นต่างประเทศ ที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขวัญทัย สุขลิ้ม^{1*} และ กนกวรรณ จันทร์เจริญชัย²

¹ นิสิตปริญญาโท สาขาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ ประเทศไทย

² ภาควิชาเศรษฐศาสตร์ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ ประเทศไทย

* Corresponding author. E-mail: kwanhatai.suk@gmail.com

บทคัดย่อ

บทความวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นไทยกับปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคภายในประเทศ ปัจจัยด้านตลาดทุน และอัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นต่างประเทศ รวมทั้งบทบาทของเหตุการณ์วิกฤตเศรษฐกิจ การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายไตรมาสตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2567 รวมทั้งสิ้น 80 ไตรมาส ในส่วนของสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา การทดสอบความนิ่งของข้อมูล (ADF และ KPSS Test) การตรวจสอบปัญหาทางเศรษฐมิติ อาทิ ปัญหาสหสัมพันธ์เชิงพหุ Autocorrelation และ Heteroskedasticity ตลอดจนการประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธีสมการถดถอยพหุคูณ (Ordinary Least Squares: OLS) ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในแบบจำลองหลัก ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อปัจจุบัน อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง ถ่วงน้ำหนักการคำนวณ การเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนดัชนี S&P500 ขณะที่อัตราผลตอบแทนดัชนี MSCI Emerging Markets CSI300 และ TOPIX มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในแบบจำลองทางเลือก ในทางกลับกัน ปัจจัยที่ไม่ปรากฏความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ฯ ในแบบจำลองหลัก ได้แก่ อัตราการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงิน การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วัน ซึ่งใช้เป็นตัวแทนของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และอัตราการเปลี่ยนแปลงของหนี้สาธารณะ ส่วนอัตราการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศสุทธิไหลเข้า ซึ่งไม่ได้รวมอยู่ในแบบจำลองหลัก ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในแบบจำลองทางเลือกที่มีตัวแปรดังกล่าว ขณะที่ตัวแปรวิกฤตเศรษฐกิจ แม้จะไม่มีนัยสำคัญในแบบจำลองหลัก แต่ในหลายแบบจำลองทางเลือกแสดงให้เห็นถึงผลกระทบในทิศทางเชิงลบ ซึ่งสะท้อนว่าวิกฤตเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและกดดันให้ผลตอบแทนในตลาดทุนปรับตัวลดลง ดังนั้น ผู้กำหนดนโยบายควรยกระดับการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใสและสื่อสารทิศทางเศรษฐกิจอย่างชัดเจนเพื่อรักษาความเชื่อมั่นของนักลงทุน นอกจากนี้ ผู้ลงทุนควรติดตามทิศทางของตลาดหุ้นต่างประเทศและสภาพคล่องของตลาดประกอบการบริหารความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน

คำสำคัญ: อัตราผลตอบแทนตลาดหุ้น, ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค, วิกฤตเศรษฐกิจ

© 2026 JSSP: Journal of Social Science Panyapat

บทนำ

ตลาดทุนมีบทบาทสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและระบบการเงินของประเทศ เนื่องจากเป็นกลไกหลักในการระดมทุนระยะยาวให้แก่ภาคธุรกิจเพื่อใช้ลงทุนในกิจการ และเป็นช่องทางให้ประชาชนนำเงินออมมาลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนในระยะยาว โดยมีดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวชี้วัดสำคัญที่สะท้อนภาวะการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น ซึ่งการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นและผลตอบแทนของตลาดทุนนั้นขึ้นอยู่กับสถานะเศรษฐกิจมหภาค ซึ่งสอดคล้องกับ ทฤษฎีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Arbitrage Pricing Theory: APT) ของ Ross (1976) ที่อธิบายว่าอัตราผลตอบแทนในตลาดหุ้นไม่ได้รับอิทธิพลจากปัจจัยเดียว แต่ได้รับอิทธิพลจากปัจจัยเศรษฐกิจหลายมิติที่สะท้อนความเสี่ยงเชิงระบบ นอกจากนี้ ทฤษฎีการเติบโตทางเศรษฐกิจและตลาดหุ้น (Real Activity Hypothesis) ของ Chen et al. (1986) ยังชี้ให้เห็นว่า

การขยายตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจจริงส่งผลเชิงบวกต่อราคาหุ้นในตลาดทุน ตลอดจนทฤษฎีเศรษฐกิจมหภาคแบบเปิด (Open Economy Macroeconomic Theory) ที่อธิบายว่ากระแสเงินทุนระหว่างประเทศ การค้า และอัตราแลกเปลี่ยน ล้วนส่งผลต่อความเชื่อมั่นและผลตอบแทนในตลาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ

ท่ามกลางการเปลี่ยนแปลงของระบบเศรษฐกิจโลก ในช่วงสองทศวรรษที่ผ่านมา (พ.ศ. 2547-2567) เศรษฐกิจไทย และตลาดทุนได้เผชิญกับการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างอย่างต่อเนื่อง อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) ชะลอตัวลงจากระดับเฉลี่ยร้อยละ 5-7 เหลือเพียงร้อยละ 2-3 ต่อปี (World Bank, 2024) ประกอบกับการเผชิญเหตุการณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจของไทยมีแนวโน้มวิกฤตเศรษฐกิจสำคัญ เช่น วิกฤตการเงินโลก และวิกฤตโควิด-19 ซึ่งส่งผลให้ตลาดหุ้นไทยมีความผันผวนและปรับตัวลดลงอย่างรุนแรงในบางช่วงเวลา (iYom BIZ + INSPIRATION, 2566) ซึ่งเหตุการณ์เหล่านี้ทำให้การตอบสนองของตลาดทุนต่อปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคมีความซับซ้อนมากขึ้น ยิ่งไปกว่านั้นเมื่อพิจารณาผลตอบแทนของตลาดหุ้นไทยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา พบว่ามีความผันผวนและเคลื่อนไหวในระดับที่ต่ำกว่าตลาดหุ้นต่างประเทศอย่างชัดเจน (หลักทรัพย์บัวหลวง, 2568) ขณะเดียวกันความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีและกระแส โลกาภิวัตน์ได้เปลี่ยนแปลงพฤติกรรม การลงทุน ทำให้นักลงทุนสามารถกระจายสัดส่วนการลงทุนไปยังตลาดต่างประเทศได้สะดวกขึ้น เงินทุนจึงมักไหลไปยังสินทรัพย์หรือภูมิภาคที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า สถานการณ์เหล่านี้สะท้อนให้เห็นว่าตลาดหุ้นไทยกำลังอยู่ในช่วงที่ต้องเผชิญกับแรงกดดันและปรับตัวต่อพลวัตของเศรษฐกิจมหภาคทั้งในระดับประเทศและระดับโลก ซึ่งส่งผลกระทบโดยตรงต่อขีดความสามารถในการระดมทุนของภาครัฐกิจและผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับ

ด้วยเหตุนี้การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตลาดทุนกับปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคจึงเป็นประเด็นที่ต้องศึกษาอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากเศรษฐกิจมหภาคมีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา การวิจัยครั้งนี้จึงมุ่งศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นไทยอย่างรอบด้าน ทั้งปัจจัยมหภาคภายในประเทศ (อาทิ อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยน ปริมาณเงิน การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ) ปัจจัยด้านตลาดทุนภายในประเทศ (ปริมาณการซื้อขาย หลักทรัพย์) ปัจจัยด้านตลาดทุนระหว่างประเทศ ได้แก่ S&P500 MSCI Emerging Markets CSI 300 และ TOPIX รวมถึงผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจ เพื่ออธิบายว่าปัจจัยเหล่านี้มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนตลาดหุ้นไทยหรือไม่และเป็นไปในทิศทางใด ผลการศึกษาที่ได้จะมีความสำคัญอย่างยิ่งทั้งในเชิงนโยบาย เพื่อให้หน่วยงานภาครัฐนำไปเป็นข้อมูลประกอบการกำหนดนโยบายเศรษฐกิจที่เหมาะสม และในเชิงปฏิบัติ เพื่อให้ให้นักลงทุนและภาครัฐกิจสามารถประเมินความเสี่ยงและจัดสรรพอร์ตการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ อันจะนำไปสู่การพัฒนาและสร้างเสถียรภาพให้ตลาดหุ้นไทยเติบโตได้อย่างยั่งยืน

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคภายในประเทศ ปัจจัยด้านตลาดทุน และอัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นต่างประเทศ รวมทั้งบทบาทของเหตุการณ์วิกฤตเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2548 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2567

การทบทวนวรรณกรรมและกรอบแนวคิดในการวิจัย

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคกับตลาดหุ้นมีรากฐานจากทฤษฎีการกำหนดราคาสินทรัพย์ และทฤษฎีเศรษฐศาสตร์มหภาค โดย Friedman (1956) อธิบายว่าการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินส่งผลต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจและตลาดการเงิน ขณะที่ Fama (1981) เสนอว่าอัตราเงินเฟ้อมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของตลาดหุ้นผ่านการเปลี่ยนแปลงของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ต่อมา Chen et al. (1986) ภายใต้กรอบทฤษฎี Arbitrage Pricing Theory (APT) แสดงให้เห็นว่า ปัจจัยมหภาค เช่น ผลผลิตทางเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ย เป็นปัจจัยเชิงระบบที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของตลาดหุ้น

งานวิจัยในระยะแรกมุ่งตรวจสอบว่าปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยด้านตลาดทุนมีความสัมพันธ์กับตลาดหุ้น โดยเน้นใช้ตัวแปรมหภาคพื้นฐาน ภายใต้กรอบแนวคิดการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจจะสะท้อนมายังราคาหุ้น และผลตอบแทนของตลาดทุน โดย Mukherjee & Naka (1995) ศึกษาตลาดหุ้นญี่ปุ่นด้วย VECM และพบว่า ตลาดหุ้นญี่ปุ่น

มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวกับเศรษฐกิจมหภาค ขณะที่ Kwon & Shin (1999) ศึกษาตลาดหุ้นเกาหลีโดยใช้ Cointegration และ Granger Causality Test พบว่าตลาดหุ้นเกาหลีสะท้อนการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจมหภาคในดัชนีราคาหุ้น นอกจากนี้ Maysami & Koh (2000) ศึกษาตลาดหุ้นสิงคโปร์และพบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค รวมถึงความเชื่อมโยงกับตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่น เช่นเดียวกับ Wongbangpo & Sharma (2002) ที่พบว่าตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคมีความสัมพันธ์กับตลาดหุ้นทั้งในระยะสั้นและระยะยาวในกลุ่มประเทศอาเซียน โดยผลการทดสอบ Cointegration และ Granger Causality สนับสนุนว่าตลาดหุ้นและภาวะเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์เชิงพลวัต ในทำนองเดียวกัน Chancharoenchai et al. (2005) ที่ขยายการศึกษาจากการตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นไปสู่การวิเคราะห์ความผันผวนของผลตอบแทนตลาดหุ้น โดยใช้แบบจำลอง ARCH/GARCH ซึ่งสามารถอธิบายพฤติกรรมของผลตอบแทนได้ดีกว่าแบบจำลองทั่วไป และพบว่าตลาดหุ้นในภูมิภาคเอเชียไม่มีคุณสมบัติเป็น Martingale สะท้อนถึงข้อจำกัดด้านประสิทธิภาพของตลาดในระดับอ่อน ในด้านความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณการซื้อขายและราคา Karpoff (1987) พบว่า ปริมาณการซื้อขายมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับการเปลี่ยนแปลงของราคาดัชนีหลักทรัพย์ โดยปริมาณการซื้อขายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับขนาดของการเปลี่ยนแปลงราคา และในตลาดหุ้น ปริมาณการซื้อขายมักสูงขึ้นในช่วงที่ราคาปรับตัวเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษายังคงอาศัยข้อมูลในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย จึงอาจไม่สามารถอธิบายพฤติกรรมของตลาดหุ้นภายใต้สภาพแวดล้อมทางการเงินในปัจจุบันได้อย่างครบถ้วน

งานวิจัยในระยะหลังเริ่มให้ความสำคัญกับบทบาทของปัจจัยมหภาคที่มีความซับซ้อนมากขึ้น เช่น หนี้สาธารณะและการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ โดย Wisniewski & Jackson (2021) พบว่าการเพิ่มขึ้นของหนี้สาธารณะส่งผลเชิงลบต่อผลตอบแทนของตลาดหุ้นผ่านกลไก Crowding Out Effect ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีเศรษฐศาสตร์การคลัง ขณะที่ Ghulam et al. (2025) พบว่า FDI ส่งผลเชิงบวกต่อการพัฒนาตลาดหุ้นในประเทศเอเชียได้ อย่างไรก็ตาม ทั้งสองการศึกษาดำเนินการในบริบทของหลายประเทศที่มีโครงสร้างเศรษฐกิจและระดับการพัฒนาทางการเงินแตกต่างกัน จึงอาจไม่สามารถอธิบายกลไกที่เกิดขึ้นในประเทศไทยได้โดยตรง นอกจากนี้ งานของ Siang & Rayappan (2023) และ Humpe et al. (2025) ชี้ให้เห็นว่าผลกระทบของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคไม่ได้มีทิศทางที่เหมือนกันในทุกประเทศ โดยเฉพาะอัตราเงินเฟ้อและปริมาณเงิน ซึ่งให้ผลแตกต่างกันระหว่างประเทศพัฒนาแล้วกับประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ ผลการศึกษาดังกล่าว สะท้อนว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรมหภาคกับตลาดหุ้นขึ้นอยู่กับโครงสร้างเศรษฐกิจ ระดับการพัฒนาของตลาดทุน และนโยบายการเงินของแต่ละประเทศ จึงไม่สามารถสรุปเป็นข้อค้นพบสากลได้

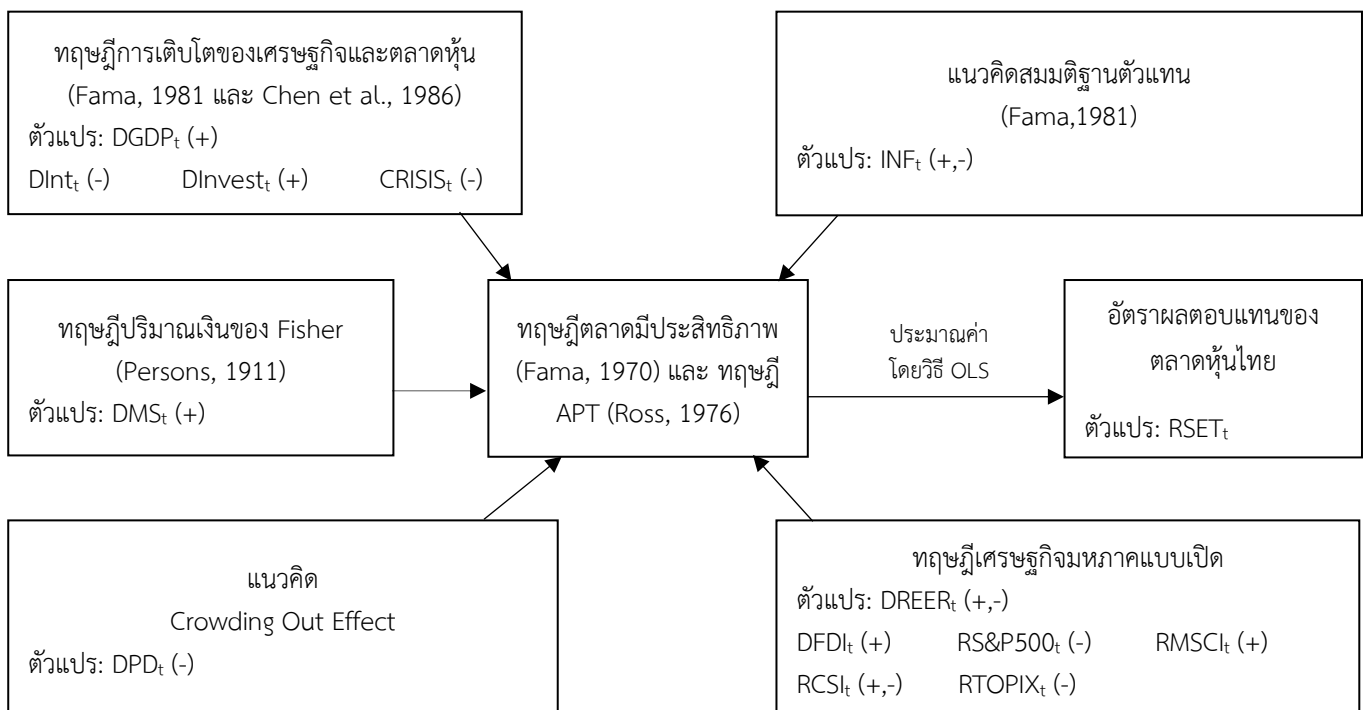
นอกเหนือจากมิติเชิงโครงสร้างดังกล่าวแล้ว การศึกษายังขยายขอบเขตไปสู่บทบาทของบทบาทของเหตุการณ์วิกฤตและความเชื่อมโยงของตลาดการเงินโลกมากขึ้น โดย Beirne et al. (2010) พบว่าตลาดหุ้นเกิดใหม่ 41 ประเทศได้รับผลกระทบล้น (Spillover effects) จากทั้งตลาดโลกและตลาดภูมิภาค โดยตลาดเกิดใหม่ในเอเชียได้รับอิทธิพลจากตลาดโลกเด่นชัดที่สุด และการส่งผ่านผลกระทบเกิดขึ้นเด่นชัดในมิติด้านอัตราผลตอบแทนเป็นหลัก สอดคล้องกับแนวคิดการเคลื่อนไหวร่วมกันของตลาดการเงินโลก ส่วน Celebi & Hönig (2019) ศึกษาตลาดหุ้นเยอรมนีและพบว่า ปัจจัยมหภาคมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของตลาดหุ้นอย่างมีนัยสำคัญมากที่สุดในช่วงเกิดวิกฤต เมื่อเทียบกับช่วงก่อนหรือหลังวิกฤต ขณะที่ Bhuiyan & Chowdhury (2020) พบว่า ตัวแปรมหภาคมีความสัมพันธ์ระยะยาวที่มั่นคงกับภาคส่วนหุ้นของสหรัฐฯ ชัดเจนแต่ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวในแคนาดา ทว่าปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ กลับส่งอิทธิพลต่อตลาดหุ้นแคนาดาแทน ซึ่งสะท้อนว่านักลงทุนระยะยาวในตลาดแคนาดาจำเป็นต้องพิจารณาปัจจัยมหภาคของสหรัฐฯ ร่วมด้วย ต่อมาในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด-19 Baker et al. (2020) ชี้ว่าตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาตอบสนองต่อการแพร่ระบาดครั้งนี้รุนแรงกว่าโรคระบาดครั้งใดในอดีต สอดคล้องกับ Ashraf (2020) ที่พบว่า ตลาดหุ้นใน 64 ประเทศตอบสนองเชิงลบต่อการเพิ่มขึ้นของจำนวนผู้ติดเชื้อ และ Topcu & Gulal (2020) ที่พบว่าโควิด-19 ส่งผลเชิงลบต่อตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ โดยตลาดในภูมิภาคเอเชียได้รับผลกระทบมากที่สุด นอกจากนี้ Zhang et al. (2020) พบว่าความเสี่ยงของตลาดการเงินโลกเพิ่มสูงขึ้นอย่างมากในช่วงการแพร่ระบาด ขณะที่ Chiah & Zhong (2020) พบว่าปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดทั่วโลกเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วงเวลาช่วงวิกฤตการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19 งานวิจัยเหล่านี้สะท้อนว่า

เหตุการณ์วิกฤต สภาพคล่องของตลาด และความเชื่อมโยงของตลาดการเงินโลก เป็นปัจจัยที่ควรพิจารณาพร้อมกับตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคแบบดั้งเดิม

สำหรับงานวิจัยในประเทศไทย แม้ว่าจะใช้กรอบแนวคิดใกล้เคียงกับงานวิจัยต่างประเทศ แต่ผลการศึกษายังคงมีความแตกต่างกันอย่างชัดเจน Tangjitprom (2011) พบว่าตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคสามารถอธิบายผลตอบแทนตลาดหุ้นไทยได้เพียงเล็กน้อย ขณะที่ Forson & Janrattanagul (2014) พบความสัมพันธ์ระยะยาวระหว่างปริมาณเงิน อัตราเงินเฟ้อ และดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมกับผลตอบแทนตลาดหุ้นไทย ส่วนงานของณัฐชนนตรี ภัทร์เลิศเดช (2559) และธนวรรณ ตรีระสหัสกุล และสุเมธ ธูวราตระกูล (2561) ขยายขอบเขตการศึกษาไปยังอิทธิพลของตลาดทุนต่างประเทศ ราคาน้ำมัน และกระแสเงินลงทุนจากต่างชาติ ซึ่งสะท้อนว่าตลาดหุ้นไทยได้รับอิทธิพลจากทั้งปัจจัยภายในและภายนอกประเทศมากขึ้น

แม้งานวิจัยส่วนใหญ่สนับสนุนว่าปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคมีบทบาทต่อการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้น แต่ผลการศึกษา ยังไม่มีข้อสรุปที่เป็นเอกฉันท์ เนื่องจากแตกต่างกันตามบริบทของประเทศ ช่วงเวลา และตัวแปรที่ใช้ อีกทั้งงานวิจัยจำนวนมากยังเน้นตัวแปรมหภาคแบบดั้งเดิม ขณะที่ปัจจัยที่สะท้อนบริบทเศรษฐกิจปัจจุบัน เช่น หนี้สาธารณะ การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ และความเชื่อมโยงของตลาดการเงินโลก ยังได้รับความสนใจจำกัด โดยเฉพาะในประเทศไทย นอกจากนี้ งานวิจัยบางส่วนยังใช้ข้อมูลก่อนวิกฤตการเงินโลกและ COVID-19 จึงอาจยังไม่สะท้อนโครงสร้างเศรษฐกิจและพฤติกรรมตลาดทุนในปัจจุบัน

ด้วยเหตุนี้ การศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งเติมเต็มช่องว่างดังกล่าว โดยใช้ข้อมูลที่ครอบคลุมช่วงเวลาล่าสุด และพิจารณาทั้งปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคภายในประเทศ ปัจจัยตลาดทุนต่างประเทศ และตัวแปรวิกฤตเศรษฐกิจร่วมกัน เพื่ออธิบายความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นให้สอดคล้องกับบริบทเศรษฐกิจและตลาดทุนในปัจจุบันมากยิ่งขึ้น โดยการศึกษานี้ได้ขยายกรอบการวิเคราะห์ภายใต้แนวคิด Arbitrage Pricing Theory ผ่านการเพิ่มดัชนีตลาดทุนต่างประเทศ ได้แก่ S&P 500, MSCI Emerging Markets, CSI 300 และ TOPIX ควบคู่กับตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคภายในประเทศ เช่น หนี้สาธารณะ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ และตัวแปรวิกฤตเศรษฐกิจ ดังแสดงในภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดของการศึกษา

ที่มา: ผู้วิจัย

ระเบียบวิธีวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยแบบเชิงปริมาณโดยมีวิธีการดำเนินวิจัย ดังนี้

1. แหล่งข้อมูลและการเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยนี้ใช้วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลอนุกรมเวลารายไตรมาส ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2567 รวมทั้งสิ้น 80 ไตรมาส ประกอบด้วยตัวแปรอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เป็นตัวแปรตาม และตัวแปรอิสระ ได้แก่ ผลผลิตมวลรวมภายในประเทศที่แท้จริง อัตราเงินเฟ้อทั่วไป อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วัน ปริมาณเงินอย่างกว้าง (M2) อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงถ่วงน้ำหนักการค้า (REER) หนี้สาธารณะ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศไหลเข้า (FDI) ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นต่างประเทศ (S&P500, MSCI Emerging Markets, CSI300, TOPIX) และตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) สำหรับวิกฤตเศรษฐกิจ Subprime และ Covid-19 โดยข้อมูลทั้งหมดนี้ถูกเก็บรวบรวมจากเครื่องมือฐานข้อมูลทฤษฎีที่น่าเชื่อถือระดับประเทศและสากล ได้แก่ ฐานข้อมูลเศรษฐกิจ CEIC (CEIC Data, 2025) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET, 2568) ธนาคารแห่งประเทศไทย (BOT, 2568) Bloomberg (2025) และเว็บไซต์ข้อมูลทางการเงิน (Investing.com, 2025)

2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้อาศัยข้อมูลทฤษฎีแบบอนุกรมเวลารายไตรมาส ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2567 รวมทั้งสิ้น 80 ไตรมาส โดยเครื่องมือหลักที่ใช้ในการสืบค้นและรวบรวมข้อมูลตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคและดัชนีตลาดการเงิน คือ ฐานข้อมูลระดับสากลและหน่วยงานระดับประเทศที่ได้รับการยอมรับและมีความน่าเชื่อถือสูง ได้แก่ ฐานข้อมูลเศรษฐกิจ CEIC (CEIC Data, 2025) สำหรับรวบรวมตัวแปรทางเศรษฐกิจ อาทิ ผลผลิตมวลรวมภายในประเทศ อัตราเงินเฟ้อ ดัชนี อัตราแลกเปลี่ยน หนี้สาธารณะ และการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ โดยใช้ฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET, 2568) ฐานข้อมูล CEIC (CEIC Data, 2025) และธนาคารแห่งประเทศไทย (BOT, 2568) (Bloomberg, 2025) ตลอดจนการใช้เว็บไซต์ข้อมูลทางการเงิน (Investing.com, 2025) เป็นเครื่องมือสำหรับรวบรวมข้อมูลตัวแปรดัชนีตลาดหุ้นต่างประเทศ (เช่น S&P500 CSI300 และ TOPIX)

สำหรับเครื่องมือทางเศรษฐมิติที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ ผู้วิจัยได้กำหนดเครื่องมือทางสถิติและแบบจำลองอย่างเป็นระบบ โดยใช้สถิติเชิงพรรณนาและสถิติ Jarque-Bera เป็นเครื่องมือสำหรับตรวจสอบลักษณะการแจกแจงและคุณลักษณะเบื้องต้นของข้อมูล จากนั้นใช้ตารางค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Matrix) เป็นเครื่องมือตรวจสอบปัญหาพหุสหสัมพันธ์เชิงเส้น (Multicollinearity) ควบคู่กับการใช้การทดสอบวิธี ADF และวิธี KPSS เป็นเครื่องมือตรวจสอบความนิ่งของข้อมูล (Stationarity Test) เพื่อป้องกันปัญหา Spurious Regression ในส่วนของการประมาณค่า ได้ใช้แบบจำลองสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ผ่านการประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) เป็นเครื่องมือหลักโดยมีการออกแบบตัวแปรล่าช้าหนึ่งคาบเวลา และตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) รวมในแบบจำลองทางเลือก นอกจากนี้ยังอาศัยเครื่องมือทางสถิติเพื่อทดสอบข้อสมมติของค่าคลาดเคลื่อน ได้แก่ สถิติ Ljung-Box Q-statistic และ Breusch-Godfrey LM Test สำหรับทดสอบปัญหาสหสัมพันธ์ข้ามเวลา (Autocorrelation) ร่วมกับเครื่องมือ ARCH-LM Test และสถิติ Ljung-Box Q² สำหรับทดสอบปัญหาความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนไม่คงที่ เพื่อประเมินและคัดเลือกแบบจำลองที่เป็นตัวประมาณการที่ดีที่สุดตามหลักวิชาการ

3. สมมติฐานการวิจัย

เพื่อให้การศึกษามีความชัดเจนและเป็นระบบ งานวิจัยนี้ได้กำหนดสมมติฐานสำหรับแต่ละปัจจัยมหภาคที่เกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นไทยดังนี้

ตารางที่ 1 สมมติฐานตัวแปร

ตัวแปร	สัญลักษณ์	สมมติฐาน
อัตราการเปลี่ยนแปลงผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริง	$DGDP_t$	$DGDP_t(+)$: อัตราการเปลี่ยนแปลงของ Real GDP เพิ่มขึ้น ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นไทยเพิ่มขึ้น โดยที่แนวคิดนี้อ้างอิงจากทฤษฎีการเติบโตทางเศรษฐกิจและตลาดหุ้นของ (Fama, 1981) และ Chen et al. (1986) ซึ่งเสนอว่าการขยายตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจจริง จะส่งผลเชิงบวกต่อราคาหุ้นในตลาดทุน
อัตราเงินเฟ้อทั่วไป	INF_t	$INF_t(+, -)$: อัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้อัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นไทยลดลง โดยอิงจากสมมติฐานตัวแทน (Fama, 1981) ที่มองว่าเงินเฟ้อสูงสะท้อนภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวซึ่งกดดันราคาหุ้นในทิศทางต่ำลง แต่หากเงินเฟ้อเกิดจากการขยายตัวของเศรษฐกิจจะส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น (Chen et al., 1986) ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่างทิศทางของราคาหุ้นและอัตราเงินเฟ้อจึงขึ้นอยู่กับสาเหตุของเงินเฟ้อว่ามาจากการเติบโตของเศรษฐกิจหรือการชะลอตัวของเศรษฐกิจ
การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย	$DInt_t$	$DInt_t(-)$: อัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้นส่งผลให้อัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นไทยลดลง ซึ่งสอดคล้องกับงานของ Fama (1981) และ Chen et al. (1986) ที่พบว่าอัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหุ้น เนื่องจากธุรกิจมีต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นส่งผลต่อกำไรของธุรกิจ
อัตราการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินอย่างกว้าง	DMS_t	$DMS_t(+)$: อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินขยายตัว ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นไทยเพิ่มขึ้น อ้างอิงแนวคิดของทฤษฎีปริมาณเงิน (Persons, 1911) เสนอโดย Fisher และถูกขยายแนวคิดโดยการขยายตัวของปริมาณเงินจะช่วยให้สภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจ ส่งผลให้การลงทุนเพิ่มมากขึ้น และทำให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น (Friedman, 1956)
อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงถ่วงน้ำหนักการค้า	$DREER_t$	$DREER_t(+, -)$: ดัชนี REER สูงขึ้น (มากกว่า 100) เป็นปัจจัยด้านระหว่างประเทศนั้น สะท้อนถึงเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นส่งผลต่อความสามารถในการแข่งขันของบริษัทส่งออกลดลง เมื่อความสามารถในการแข่งขันลดลง กำไรของบริษัทลดลง อัตราของผลตอบแทนในตลาดหุ้นก็ลดลง อย่างไรก็ตาม ในมุมมองของการเคลื่อนย้ายเงินทุน ค่าเงินที่แข็งค่าอาจสะท้อนเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ ส่งผลให้เกิดเงินทุนไหลเข้า (Capital Inflows) ทำให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งอ้างอิงทฤษฎีเศรษฐกิจมหภาคแบบเปิด ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่างดัชนี REER และอัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นจึงสามารถเกิดขึ้นได้ทั้งในทิศทางบวกและลบ
อัตราการเปลี่ยนแปลงของหนี้สาธารณะ	DPD_t	$DPD_t(-)$: อัตราการเปลี่ยนแปลงของหนี้สาธารณะซึ่งเป็นปัจจัยสะท้อนผลกระทบด้านการคลังและเสถียรภาพการคลังของประเทศที่เพิ่มขึ้นซึ่งมักเกิดจากการขาดดุลงบประมาณ การดำเนินนโยบายการคลังแบบขยายตัว หรือความจำเป็นในการกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว และในมุมมองของการลงทุนการเพิ่มขึ้นของหนี้สาธารณะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยในการระดมทุนของภาคเอกชนมีแนวโน้มสูงขึ้น ตามแนวคิด Crowding Out Effect ที่อธิบายว่า การเพิ่มขึ้นของหนี้สาธารณะอาจนำไปสู่การเบียดขับการลงทุนภาคเอกชน จึงส่งผลให้อัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นไทยลดลง
อัตราการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ	$DFDI_t$	$DFDI_t(+)$: อัตราการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นไทยเพิ่มขึ้นอ้างอิงแนวคิดของ ทฤษฎีเศรษฐกิจมหภาคแบบเปิดและทฤษฎีการเติบโตทางเศรษฐกิจและตลาดหุ้น ที่อธิบายว่าการเติบโตของเศรษฐกิจจริงส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งหนึ่งในปัจจัยสำคัญของการเติบโตคือการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ที่ช่วยเพิ่มการผลิต การจ้างงาน และรายได้ของภาคธุรกิจ ส่งผลให้ผลตอบแทนของตลาดหุ้นเพิ่มขึ้น
อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายหุ้นไทย	$DInvest_t$	$DInvest_t(+)$: ปริมาณการซื้อขายเพิ่มขึ้นส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นไทยเพิ่มขึ้น เนื่องจากปริมาณการซื้อขายสะท้อนถึงระดับสภาพคล่องและความสนใจของนักลงทุนที่มีต่อตลาดหุ้น ทั้งนี้ความสัมพันธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่าตลาดหุ้นสามารถสะท้อนความคาดหวังของนักลงทุนต่อภาวะเศรษฐกิจและโอกาสการเติบโตในอนาคต
อัตราผลตอบแทนดัชนี S&P500	$RS\&P500_t$	$RS\&P500_t(-)$: อัตราผลตอบแทนดัชนีหลักทรัพย์ S&P500 ของสหรัฐอเมริกา หากปรับเพิ่มขึ้นย่อมส่งผลให้อัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นไทยลดลง เนื่องจากเมื่อผลตอบแทนในตลาดหุ้นต่างประเทศเพิ่มขึ้น นักลงทุนจะโยกย้ายเงินลงทุนออกจากตลาดหุ้นไทย ทำให้ผลตอบแทนในประเทศลดลง ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดทฤษฎีเศรษฐกิจมหภาคแบบเปิด

ตารางที่ 1 สมมติฐานตัวแปร (ต่อ)

ตัวแปร	สัญลักษณ์	สมมติฐาน
อัตราผลตอบแทนดัชนี MSCI Emerging Markets	$RMSCI_t$	$RMSCI_t (+)$: อัตราผลตอบแทนของดัชนี MSCI Emerging Markets ที่เพิ่มขึ้นมีแนวโน้มส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากเมื่ออัตราผลตอบแทนในตลาดหุ้นของประเทศพัฒนาแล้วมีแนวโน้มลดลง นักลงทุนจะปรับสัดส่วนการลงทุนไปยังตลาดที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ ประกอบกับลักษณะของระบบการเงินโลกที่มีความเชื่อมโยงกันมากขึ้น การปรับตัวเพิ่มขึ้นของตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่จึงเอื้อต่อการไหลเข้าของเงินทุน ซึ่งรวมถึงตลาดหุ้นไทย ทั้งนี้ความสัมพันธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิดของทฤษฎีเศรษฐกิจมหภาคแบบเปิด
อัตราผลตอบแทนดัชนี CSI300	$RCSI_t$	$RCSI_t (+, -)$: อัตราผลตอบแทนของดัชนี CSI300 ของจีน หากปรับตัวเพิ่มขึ้นจะมีแนวโน้มให้อัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นไทยปรับตัวสามารถเกิดขึ้นได้สองทิศทาง ภายใต้มุมมองของตลาดหุ้นเอเชีย การปรับตัวเพิ่มขึ้นของตลาดหุ้นจีนซึ่งเป็นประเทศตลาดเกิดใหม่ อาจสะท้อนถึงภาวะเศรษฐกิจของภูมิภาคที่ปรับตัวดีขึ้น ส่งผลให้เงินทุนไหลเข้าสู่ตลาดหุ้นในประเทศเอเชียอื่น ๆ รวมถึงตลาดหุ้นไทย อย่างไรก็ตามในอีกมุมมองหนึ่ง นักลงทุนอาจเลือกปรับพอร์ตการลงทุนโดยเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในตลาดหุ้นจีนซึ่งมีขนาดใหญ่และมีสภาพคล่องสูง ส่งผลให้เงินทุนบางส่วนไหลออกจากตลาดหุ้นในประเทศเอเชียอื่น ๆ ไปสู่ประเทศจีน รวมถึงประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของทฤษฎีเศรษฐกิจมหภาคแบบเปิด
อัตราผลตอบแทนดัชนี Tokyo Stock Price Index	$RTOPIX_t$	$RTOPIX_t (-)$: อัตราผลตอบแทนดัชนี Tokyo Stock Price Index ของญี่ปุ่น ที่เพิ่มขึ้นทำให้อัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นไทยลดลง เนื่องจากเนื่องจากตลาดหุ้นญี่ปุ่นเป็นตลาดของประเทศพัฒนาแล้วที่มีขนาดใหญ่ มีสภาพคล่องสูงในภูมิภาคเอเชีย การปรับตัวเพิ่มขึ้นของตลาดหุ้นญี่ปุ่นอาจดึงดูดเงินทุนจากนักลงทุนให้ไหลกลับไปยังตลาดประเทศพัฒนาแล้วในเอเชีย ส่งผลให้เงินทุนไหลออกจากตลาดหุ้นในประเทศเกิดใหม่ในภูมิภาคเดียวกัน รวมถึงประเทศไทยและกดดันผลตอบแทนของตลาดหุ้นไทยให้ลดลงตามทฤษฎีเศรษฐกิจมหภาคแบบเปิด
วิกฤติเศรษฐกิจ	$CRISIS_t$	$CRISIS_t (-)$: เมื่อเกิดวิกฤติเศรษฐกิจตลาดหุ้นเกิดความผันผวนสูงขึ้น มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนตลาดหุ้น ในการศึกษาครั้งนี้วิเคราะห์ผลของวิกฤติเศรษฐกิจที่สำคัญจำนวน 2 เหตุการณ์ โดยกำหนดให้สถานการณ์วิกฤติเศรษฐกิจมีค่าเท่ากับ 1 และอื่น ๆ เท่ากับ 0 ได้แก่ วิกฤติ Subprime Crisis ระหว่างไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2551 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี 2551 และวิกฤติการแพร่ระบาดของโควิด-19 ระหว่างไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2563 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2563

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิในรูปแบบข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series Data) เป็นรายไตรมาส ได้แก่ ข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริง ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วัน ปริมาณเงินอย่างกว้าง (M2) ดัชนีอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงถ่วงน้ำหนักการค้า (REER) หนังสือธารณะ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศสุทธิไหลเข้า ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ดัชนีตลาดหุ้นต่างประเทศ (S&P500 MSCI Emerging Markets CSI300 และ TOPIX) และตัวแปรหุ่นวิกฤตเศรษฐกิจ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2567 รวมทั้งสิ้น 80 ไตรมาส การวิเคราะห์ข้อมูลในการศึกษานี้ดำเนินการเป็น 5 ขั้นตอน ดังนี้

ทั้งนี้ตัวแปรทั้งหมด (ยกเว้นตัวแปรหุ่นวิกฤตเศรษฐกิจ) แปลงเป็นผลต่างอันดับหนึ่งของลอการิทึมธรรมชาติ เพื่อแทนอัตราการเปลี่ยนแปลงแบบไตรมาสต่อไตรมาส (QoQ) ทำให้สัมพันธ์ที่ดีกับความไม่คงที่ของข้อมูล โดยการทำผลต่างดังกล่าวทำให้ข้อมูลลดลง 1 ไตรมาส ส่งผลให้แบบจำลองที่ 1-8 ใช้ข้อมูล 79 ไตรมาส ส่วนแบบจำลองที่ 9-10 ซึ่งเพิ่มตัวแปรล่าช้า 1 ช่วงเวลา ใช้ข้อมูล 78 ไตรมาส โดยชุดข้อมูลมีความสมบูรณ์ไม่มีค่าสูญหาย สำหรับตัวแปรเศรษฐกิจมหภาครายไตรมาส ได้แก่ GDP FDI M2 และ PD เป็นข้อมูลที่ยังไม่ผ่านการปรับฤดูกาล เพื่อให้ตัวแปรทุกตัวอยู่บนฐานเดียวกับตัวแปรตาม ซึ่งเป็นข้อมูลราคาตลาดที่ไม่มีการปรับฤดูกาล

4.1 การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Analysis) การวิเคราะห์เชิงพรรณนาใช้เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูลและตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยพิจารณาค่าสถิติพื้นฐาน ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เพื่อสะท้อนระดับของข้อมูล การกระจายตัว และความผันผวนของตัวแปร นอกจากนี้ยังมีการตรวจสอบลักษณะการแจกแจงของข้อมูลด้วยสถิติ Jarque-Bera เพื่อประเมินความเหมาะสมของข้อมูลเบื้องต้นดังแสดงในตารางที่ 2 และ 3

ตารางที่ 2 แสดงผลทดสอบลักษณะการแจกแจงของตัวแปรตามในรูปแบบค่าระดับและรูปแบบผลต่างอันดับหนึ่งของลอการิทึมธรรมชาติ

สถิติ	ตัวแปรตาม		สรุปผล
	SET	RSET	
Skewness	-0.5371	0.099	SET มีการแจกแจงเบ้ซ้ายเล็กน้อย ขณะที่ RSET มีการแจกแจงใกล้เคียงสมมาตร
Kurtosis	1.899	5.5985	SET มีการแจกแจงแบนกว่าปกติ ส่วน RSET มีการแจกแจงโด่งกว่าปกติ
Jarque-Bera	7.7837 *	24.660 *	SET และ RSET ไม่มีการแจกแจงแบบปกติที่ระดับนัยสำคัญ 0.1

หมายเหตุ: Jarque-Bera เป็นการทดสอบการแจกแจงแบบปกติของข้อมูล โดยมี H_0 : ข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติ

และ H_1 : ข้อมูลไม่มีการแจกแจงแบบปกติ สถิติทดสอบมีการแจกแจงแบบ Chi-square

โดยที่ *หมายถึงปฏิเสธที่ระดับที่ระดับนัยสำคัญ 0.1

ตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	ข้อมูลในรูปแบบค่าระดับ				ข้อมูลในรูปแบบผลต่างอันดับหนึ่งของลอการิทึมธรรมชาติ			
	max	min	$\bar{x}$	S.D.	max	min	$\bar{x}$	S.D.
SET _t	1,776.26	431.50	1,239.77	382.84	32.55	-33.88	0.91	9.90
GDP _t	4,185,547	2,384,633	3,322,645	508,866	11.59	-17.27	0.67	5.76
CPI _t	100.84	69.40	87.94	8.26	4.83	-4.11	0.47	1.14
INT _t	5.00	0.50	2.12	1.12	0.75	-1.25	0.00	0.34
MS _t	26,340,780	7,540,230	16,534,641	5,887,811	5.79	-1.04	1.58	1.60
REER _t	115.67	84.41	101.79	6.23	6.80	-5.17	0.27	2.35
PD _t	11,845,609	3,162,063	6,124,735	2,568,455	6.88	-3.60	1.65	2.19
FDI _t	912,454	181,429	461,724	160,840	78.88	-38.88	1.71	20.05
Invest _t	1,944,130	119,900	632,979	459,702	103.19	-67.63	1.55	34.47
S&P500 _t	5,881.63	797.90	2,371.99	1,307.23	18.19	-25.57	2.03	8.14
MSCI _t	1,374.64	548.69	982.09	170.20	28.94	-32.77	0.85	11.05
CSI300 _t	5,580.81	878.69	3,243.56	1,074.07	39.38	-34.24	1.81	15.34
TOPIX _t	2,809.63	728.61	1,496.18	498.26	18.52	-23.55	1.08	9.67

หมายเหตุ: max หมายถึง ค่าสูงสุด , min หมายถึง ค่าต่ำสุด , S.D. หมายถึง ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน $\bar{x}$ หมายถึง ค่าเฉลี่ย

4.2 การตรวจสอบปัญหาสหสัมพันธ์เชิงพหุ เป็นการพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยกำหนดเกณฑ์เบื้องต้นที่ค่าสัมบูรณ์ของสหสัมพันธ์มากกว่า 0.30 ซึ่งเข้มงวดกว่าเกณฑ์ทั่วไปที่ 0.80 (Gujarati & Porter, 2009) เพื่อความระมัดระวัง หากตัวแปรอิสระคู่ใดมีค่าสหสัมพันธ์สูงกว่าเกณฑ์ดังกล่าว จะพิจารณาว่าตัวแปรคู่่นั้นมีความสัมพันธ์กันค่อนข้างสูง และไม่ควรรนำเข้าสู่แบบจำลองเดียวกัน ซึ่งอาจทำให้ค่าประมาณของสัมประสิทธิ์ขาดความแม่นยำและส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของผลการศึกษา อย่างไรก็ตาม ค่าสหสัมพันธ์ระดับ 0.30 เพียงอย่างเดียวไม่เพียงพอที่จะยืนยันว่ามีปัญหาสหสัมพันธ์เชิงพหุรุนแรง จึงตรวจสอบค่า Variance Inflation Factor (VIF) โดยหากค่า VIF สูงกว่า 10 จะถือว่ามีปัญหาสหสัมพันธ์เชิงพหุรุนแรง (Gujarati & Porter, 2009) จากผลการตรวจสอบพบว่าในรูปแบบข้อมูลค่าระดับไม่ผ่านทั้งสองเกณฑ์ ตัวแปรอิสระหลายคู่มีค่าสหสัมพันธ์เกินกว่าเกณฑ์ที่กำหนด และค่า VIF ของหลายตัวแปรสูงเกินกว่า 10 เช่น ปริมาณเงิน (93.97) หนี้สาธารณะ (64.26) และดัชนี S&P500 (62.24) ซึ่งสะท้อนว่าตัวแปรบางกลุ่มมีการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันค่อนข้างสูง อย่างไรก็ตามเมื่อปรับข้อมูลให้อยู่ในรูปแบบผลต่างอันดับหนึ่งของลอการิทึมธรรมชาติแล้ว ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยรวมลดลง ทำให้สามารถลดความเสี่ยงของปัญหาสหสัมพันธ์เชิงพหุได้ในระดับหนึ่ง แต่ยังคงพบว่าตัวแปรบางคู่ยังมีค่าสหสัมพันธ์สูงกว่า 0.30 โดยเฉพาะกลุ่มดัชนีตลาดหุ้นต่างประเทศ ได้แก่ RS&P500 RMSCI RCSI และ RTOPIX ซึ่งสะท้อนว่าดัชนีตลาดหุ้นต่างประเทศบางตลาดยังมีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กันค่อนข้างสูง รวมถึงตัวแปร DGDP กับ DMS และ DMS กับ DFDI ส่วนค่า VIF ของทุกตัวแปรลดลง

มาอยู่ในช่วง 1.08-4.06 ซึ่งผ่านเกณฑ์ทั้งหมด จึงมั่นใจได้ว่าชุดตัวแปรที่นำไปออกแบบจำลองในขั้นตอนต่อไปผ่านเกณฑ์การทดสอบทั้งสองด้านอย่างครบถ้วน ทั้งนี้เพื่อให้แบบจำลองมีความเหมาะสม การศึกษาจึงหลีกเลี่ยงการนำตัวแปรที่มีค่าสหสัมพันธ์เกิน 0.30 เข้าสู่แบบจำลองเดียวกัน และเลือกจัดกลุ่มตัวแปรเข้าสู่แบบจำลองแยกกันตามความเหมาะสม

4.3 การทดสอบความนิ่งของข้อมูล เนื่องจากข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลอนุกรมเวลา ตัวแปรในการศึกษาอาจมีลักษณะไม่นิ่ง ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหาความสัมพันธ์เชิงมายา (Spurious Regression) การศึกษานี้จึงตรวจสอบความนิ่งของข้อมูลด้วยวิธี ADF ควบคู่กับวิธี KPSS สำหรับการทดสอบความนิ่งของข้อมูล วิธี ADF มีสมมติฐานหลักว่าข้อมูลมีลักษณะไม่นิ่ง ขณะที่วิธี KPSS มีสมมติฐานหลักว่าข้อมูลมีลักษณะนิ่ง ดังนั้น การใช้ทั้งสองวิธีร่วมกันจึงช่วยให้ตรวจสอบความนิ่งของข้อมูลได้รอบด้านมากขึ้น ทั้งนี้ มีการทดสอบตัวแปรทั้งในรูปค่าระดับและรูปผลต่างอันดับหนึ่งของลอการิทึมธรรมชาติ เพื่อแก้ปัญหาความไม่นิ่งและคัดเลือกข้อมูลที่มีคุณสมบัติเหมาะสมที่สุดสำหรับนำไปใช้ในการประมาณค่า ตามตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบความมีเสถียรภาพของข้อมูล (Stationary Test)

ตัวแปร	รูปแบบสมการ	ข้อมูลในรูปแบบค่าระดับ		ข้อมูลในรูปแบบผลต่างอันดับหนึ่งของลอการิทึมธรรมชาติ	
		ADF	KPSS	ADF	KPSS
SET _t	Intercept	-1.6531	0.9668***	-7.6967***	0.1212
GDP _t	Intercept	-1.2153	1.2059***	-4.6505***	0.0800
CPI _t	Intercept	-1.9712	1.1533***	-7.5236***	0.3356
Int _t	Intercept	-2.5722	0.6623**	-4.6815***	0.0914
REER _t	Intercept	-2.5508	0.8454***	-9.0280***	0.1119
MS _t	Intercept	0.0689	1.2246***	-2.2264	0.5351**
PD _t	Intercept	4.2544	1.1334***	-7.500***	0.2047
FDI _t	Intercept	-2.5929*	0.7295**	-10.6768***	0.1211
Invest _t	Intercept	-2.1016	0.9258***	-12.1781***	0.5000**
S&P500 _t	Intercept	1.6626	1.1223***	-8.2475***	0.1734
MSCI _t	Intercept	-3.9261***	0.5092**	-7.3597***	0.0825
CSI _t	Intercept	-3.1411**	0.7461***	-6.7287***	0.1223
TOPIX _t	Intercept	0.1379	0.7678***	-8.3104***	0.1642

หมายเหตุ: * ที่ระดับความเชื่อมั่น 90% ** ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และ *** ที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

โดยการทดสอบ ADF และ KPSS เป็นการเทียบค่าสถิติ (t-statistic)

จากตารางที่ 4 พบว่า ข้อมูลในรูปแบบค่าระดับส่วนใหญ่มี Unit Root ในขณะที่ข้อมูลในรูปแบบค่าระดับผลต่างอันดับที่หนึ่งส่วนใหญ่มีคุณสมบัติ Stationary ยกเว้น อัตราการเปลี่ยนแปลงปริมาณซื้อขายที่ให้ข้อมูลไม่สอดคล้องจาก 2 วิธี ที่ระดับนัยสำคัญ 0.1 แต่หากพิจารณาที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 พบว่าข้อมูลจะมีคุณสมบัติ Stationary ส่วนอัตราการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินนั้นมี Unit Root ที่ระดับนัยสำคัญ 0.1 แต่หากพิจารณาที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 พบว่าผลการทดสอบไม่สอดคล้องกันใน 2 วิธี แต่เนื่องด้วยตัวแปรทั้งสองนั้นมีความสำคัญทางทฤษฎีเศรษฐศาสตร์เป็นอย่างมากในการอธิบายสภาพคล่องของระบบเศรษฐกิจในการศึกษานี้จึงตัดสินใจคงตัวแปรทั้งสองไว้ในแบบจำลอง เพื่อประโยชน์ในงานวิจัย

4.4 การประมาณค่าแบบจำลองและตรวจสอบข้อสมมติทางเศรษฐมิติ การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค ตลาดการเงินระหว่างประเทศ และอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้การประมาณค่าด้วยแบบจำลองสมการถดถอยพหุคูณผ่านวิธีกำลังสองน้อยที่สุด โดยได้กำหนดแบบจำลองทางเลือกขึ้นรวมทั้งสิ้น 10 แบบจำลอง เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นพหุในตัวแปรบางคู่ รวมถึงการนำตัวแปรล่าช้าหนึ่งคาบเวลาเข้ามาพิจารณาร่วมด้วย ดังนี้

กลุ่มแบบจำลองเริ่มต้น (สลับตัวแปรเพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นพหุ)

แบบจำลองที่ 1 $RSET_t = f(DGDP_t, INF_t, DINT_t, DREER_t, DPD_t, DFDI_t, DInvest_t, RS\&P500_t)$

แบบจำลองที่ 2 $RSET_t = f(DGDP_t, INF_t, DINT_t, DREER_t, DPD_t, DFDI_t, DInvest_t, RMSCI_t)$

แบบจำลองที่ 3 $RSET_t = f(DGDP_t, INF_t, DINT_t, DREER_t, DPD_t, DFDI_t, DInvest_t, RCSI_t)$

แบบจำลองที่ 4 $RSET_t = f(DGDP_t, INF_t, DINT_t, DREER_t, DPD_t, DFDI_t, DInvest_t, RTOPIX_t)$

แบบจำลองที่ 5 $RSET_t = f(DMS_t, INF_t, DINT_t, DREER_t, DPD_t, DInvest_t, RS\&P500_t)$

แบบจำลองที่ 6 $RSET_t = f(DMS_t, INF_t, DINT_t, DREER_t, DPD_t, DInvest_t, RMSCI_t)$

แบบจำลองที่ 7 $RSET_t = f(DMS_t, INF_t, DINT_t, DREER_t, DPD_t, DInvest_t, RCSI_t)$

แบบจำลองที่ 8 $RSET_t = f(DMS_t, INF_t, DINT_t, DREER_t, DPD_t, DInvest_t, RTOPIX_t)$

กลุ่มแบบจำลองพัฒนาเพิ่มเติม (พิจารณาผลกระทบจากตัวแปรล่าช้า)

แบบจำลองที่ 9 $RSET_t = f(DGDP_t, INF_t, INF_{t-1}, DINT_t, DREER_t, DREER_{t-1}, DPD_t, DFDI_t, DInvest_t, DInvest_{t-1}, RMSCI_t, RMSCI_{t-1})$

แบบจำลองที่ 10 $RSET_t = f(DGDP_t, INF_t, INF_{t-1}, DINT_t, DREER_t, DREER_{t-1}, DPD_t, DPD_{t-1}, DFDI_t, DInvest_t, DInvest_{t-1}, RMSCI_t, RMSCI_{t-1})$

ทั้งนี้แบบจำลองจะต้องผ่านการทดสอบข้อสมมติทางเศรษฐมิติอย่างเข้มงวด ได้แก่ การทดสอบปัญหาสหสัมพันธ์ข้ามเวลา ด้วยสถิติ Ljung-Box Q-statistic และ Breusch-Godfrey LM Test ควบคู่กับการทดสอบปัญหาความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนไม่คงที่ ด้วยวิธี ARCH-LM Test และ Ljung-Box Q-statistic กำลังสอง

4.5 การคัดเลือกแบบจำลองที่เหมาะสม การคัดเลือกแบบจำลองหลักที่เหมาะสมที่สุด ดำเนินการโดยพิจารณาจากการผ่านข้อสมมติทางเศรษฐมิติอย่างสมบูรณ์แบบ คือต้องปราศจากปัญหาปัญหาสหสัมพันธ์ข้ามเวลา และปัญหาความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนไม่คงที่ ประกอบกับการพิจารณาค่าความสามารถในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม (Adjusted R^2) และค่า Log-likelihood เพื่อให้ได้ผลการประมาณค่าพารามิเตอร์ที่ถูกต้องแม่นยำ

ผลการวิจัย

จากการศึกษาวิจัย พบว่า

1. ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา พบว่าอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความผันผวนสูง และมีการแจกแจงแบบไม่ปกติด้วยสถิติ Jarque-Bera อีกทั้งมีลักษณะการแจกแจงที่โด่งกว่าปกติ ซึ่งสะท้อนว่าการลงทุนในตลาดหุ้นไทยมีความอ่อนไหวและมีโอกาสเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงรุนแรงแบบสุดโต่งในบางช่วงเวลา เมื่อพิจารณาจากกลุ่มตัวแปรอิสระพบลักษณะการกระจายตัวที่แบ่งได้สองกลุ่มหลัก กล่าวคือ กลุ่มตัวแปรด้านตลาดทุนทั้งในประเทศและดัชนีต่างประเทศ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศไหลเข้า มีความผันผวนในระดับสูงมาก ในขณะที่กลุ่มตัวแปรเชิงนโยบายและเศรษฐกิจมหภาค เช่น อัตราเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วัน มีการเปลี่ยนแปลงในกรอบที่แคบและมีเสถียรภาพมากกว่า ซึ่งความหลากหลายของคุณลักษณะข้อมูลและความผันผวนที่แตกต่างกัน

2. ผลการตรวจสอบปัญหาสหสัมพันธ์เชิงพหุ ผลการทดสอบด้วยตาราง Correlation Matrix

ผลการตรวจสอบปัญหาสหสัมพันธ์เชิงพหุ ผลการทดสอบด้วยตาราง Correlation Matrix พบว่า ข้อมูลในรูปแบบค่าระดับ มีปัญหาสหสัมพันธ์เชิงเส้นพหุสูง ในขณะที่ข้อมูลในรูปผลต่างอันดับหนึ่งของลอการิทึมธรรมชาติลดปัญหาดังกล่าวได้อย่างชัดเจน อย่างไรก็ตามยังคงพบตัวแปรบางคู่ เช่น กลุ่มดัชนีหุ้นต่างประเทศ และคู่ GDP กับ M2 ที่มีค่าสหสัมพันธ์สูงกว่า 0.3 และกลุ่มดัชนีตลาดหุ้นต่างประเทศ ได้แก่ RS&P500, RMSCI, RCSI และ RTOPIX เนื่องจากเป็นกลุ่มตัวแปรที่สะท้อนภาวะตลาดทุนโลกในลักษณะใกล้เคียงกัน

3. ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูล ผลการทดสอบด้วยวิธี ADF ควบคู่กับ KPSS

ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูล ผลการทดสอบด้วยวิธี ADF ควบคู่กับ KPSS พบว่า ข้อมูลในรูปแบบค่าระดับส่วนใหญ่ไม่มีความนิ่ง ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหา Spurious Regression ในขณะที่ข้อมูลในรูปแบบผลต่างอันดับหนึ่งของลอการิทึมธรรมชาติ สามารถแก้ปัญหาดังกล่าวและทำให้ข้อมูลมีคุณสมบัติความนิ่ง ได้อย่างชัดเจน อย่างไรก็ตามยังคงพบตัวแปรอัตรา การเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินอย่างกว้าง (DMS) ที่ให้ผลการทดสอบขัดแย้งกันระหว่างสองวิธี แต่ผู้วิจัยตัดสินใจคงตัวแปรนี้ไว้ เนื่องจากมีความสำคัญทางทฤษฎีในการอธิบายสภาพคล่องของระบบเศรษฐกิจ

4. ผลการประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธี OLS

ผลการประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธี OLS ได้นำข้อมูลในรูปแบบผลต่างอันดับหนึ่งมาประมาณค่า ทั้งหมด 10 แบบจำลอง ดังแสดงในตารางที่ 5 พบว่า แบบจำลองที่ 5 เป็นแบบจำลองที่มีความเหมาะสมสูงสุด เนื่องจากไม่มีปัญหา สหสัมพันธ์ข้ามเวลาและปัญหาความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนไม่คงที่ ทั้งยังมีค่าความสามารถในการอธิบายที่ดีที่สุด ที่ 0.5865 โดยผลการวิเคราะห์พบว่า อัตราเงินเฟ้อในคาบเวลาปัจจุบัน อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง ถ่วงน้ำหนักการค้า อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนดัชนีตลาดหุ้น สหรัฐอเมริกา มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ตัวแปรเชิงนโยบาย อาทิ อัตราการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ย และหนี้สาธารณะ ไม่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติในแบบจำลองหลัก ส่วนเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (DFDI) ไม่ได้รวมอยู่ในแบบจำลองหลักเนื่องจากมีค่า สหสัมพันธ์สูงกับ DMS และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในแบบจำลองทางเลือกที่มีตัวแปรดังกล่าว (แบบจำลองที่ 1-4 9 และ 10) นอกจากนี้แม้ตัวแปรวิกฤตเศรษฐกิจจะไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในแบบจำลองหลัก แต่กลับแสดงทิศทางผลกระทบเชิงลบ อย่างมีนัยสำคัญในกลุ่มแบบจำลองทางเลือกอื่น ๆ ผลลัพธ์เชิงประจักษ์นี้จึงสรุปได้ว่าทิศทางของตลาดทุนไทยถูกขับเคลื่อน จากการบูรณาการร่วมกันของระดับความสามารถในการแข่งขันทางเศรษฐกิจ สภาพคล่องของการซื้อขาย และกระแส การเคลื่อนย้ายเงินทุนของโลกเป็นสำคัญ

เนื่องจากตัวแปรในแบบจำลองถูกแปลงให้อยู่ในรูปแบบผลต่างอันดับหนึ่งของลอการิทึมธรรมชาติ ซึ่งแทนอัตรา การเปลี่ยนแปลงแบบไตรมาสต่อไตรมาส (QoQ) ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จึงตีความในลักษณะของความยืดหยุ่นภายใต้ข้อสมมติ ให้ปัจจัยอื่นคงที่ โดยในแบบจำลองที่ 5 ซึ่งว่า หากอัตราเงินเฟ้อรายไตรมาสเพิ่มขึ้น 1 จุตร้อยละ อัตราผลตอบแทนของดัชนี SET จะเพิ่มขึ้นประมาณ 1.52 จุตร้อยละ หาก REER เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 (เงินบาทแข็งค่าขึ้น) อัตราผลตอบแทนของ SET จะเพิ่มขึ้นประมาณ 0.74 จุตร้อยละ หากปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นร้อยละ 10 อัตราผลตอบแทนของ SET จะเพิ่มขึ้นประมาณ 0.60 จุตร้อยละ และหากอัตราผลตอบแทนดัชนี S&P500 เพิ่มขึ้น 1 จุตร้อยละ อัตราผลตอบแทน ของ SET จะเพิ่มขึ้นประมาณ 0.76 จุตร้อยละ สำหรับตัวแปรตลาดหุ้นต่างประเทศในแบบจำลองทางเลือก พบว่าเมื่ออัตรา ผลตอบแทนดัชนี MSCI Emerging Markets, CSI300 และ TOPIX เพิ่มขึ้น 1 จุตร้อยละ อัตราผลตอบแทนของดัชนี SET จะเพิ่มขึ้นประมาณ 0.65-0.71, 0.20 และ 0.38-0.39 จุตร้อยละ ตามลำดับ

สำหรับการประเมินความเอนเอียงจากการละเว้นตัวแปร (Omitted-Variable Bias) ซึ่งอาจเกิดจากการแยกตัว แปรที่มีค่าสหสัมพันธ์เกิน 0.30 ไว้ต่างแบบจำลอง ผู้วิจัยเปรียบเทียบแบบจำลองที่ 1-4 ซึ่งมีตัวแปร DGDP และ DFDI กับแบบจำลองที่ 5-8 ซึ่งใช้ตัวแปร DMS แทน โดยตัวแปรอื่นเหมือนกันทุกประการ พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรที่เหลื เปลี่ยนแปลงเพียงเล็กน้อย เช่น ในแบบจำลองที่ 1 และ 5 ค่าสัมประสิทธิ์ของ INF เท่ากับ 1.4212 และ 1.5164 DREER เท่ากับ 0.7383 และ 0.7372 และ DINVEST เท่ากับ 0.0613 และ 0.0597 ตามลำดับ และระดับนัยสำคัญของทุกตัวแปร ไม่เปลี่ยนแปลงในทุกคู่แบบจำลอง อีกทั้งตัวแปร DGDP DFDI และ DMS ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในทุกแบบจำลองที่มีตัวแปร ดังกล่าว จึงไม่พบหลักฐานว่าการแยกตัวแปรไว้ต่างแบบจำลองก่อให้เกิดความเอนเอียงที่เปลี่ยนข้อสรุปของการศึกษา

ตารางที่ 5 แสดงผลการประมาณค่า โดยแบบจำลอง OLS ของแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด

ตัวแปร	แบบ จำลองที่ 1	แบบ จำลองที่ 2	แบบ จำลองที่ 3	แบบ จำลองที่ 4	แบบ จำลองที่ 5	แบบ จำลองที่ 6	แบบ จำลองที่ 7	แบบ จำลองที่ 8	แบบ จำลองที่ 9	แบบ จำลองที่ 10
Constant	-0.0168	-0.0012	-0.0090	-0.0045	-0.0156	0.0003	0.0030	0.0024	-0.0071	-0.0104
DGDP _t	-0.1068	-0.1906	0.0244	-0.0371	-	-	-	-	-0.1690	-0.1612
INF _t	1.4212**	0.0463	1.9817**	1.3121	1.5164**	0.2912	1.8405**	1.2896	-0.2614	-0.3422
INF _{t-1}	-	-	-	-	-	-	-	-	1.5067**	1.4170**
DINT _t	-0.0051	-0.0217	-0.0043	0.0086	-0.0031	-0.0182	-0.0093	0.0067	-0.0276	-0.0240
DREER _t	0.7383**	0.5287*	0.6240	0.9010**	0.7372**	0.5422*	0.6989	0.9421**	0.4986*	0.5288*
DREER _{t-1}	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.0415	-0.0614
DMS _t	-	-	-	-	-0.1527	-0.2792	-0.6619	-0.4287	-	-
DPD _t	0.3090	0.4788	0.4091	0.2592	0.3184	0.4768	0.2893	0.1965	0.5630*	0.5254
DPD _{t-1}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.2975
DFDI _t	0.0041	-0.0046	-0.0499	-0.0275	-	-	-	-	0.0004	-0.0047
DINVEST _t	0.0613***	0.0516**	0.0796***	0.0587**	0.0597***	0.0495**	0.0804***	0.0585**	0.0490**	0.0483**
DINVEST _{t-1}	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.0026	-0.0039
RS&P500 _t	0.7711***				0.7569***					
RMSCI _t	-	0.6686***				0.6467***			0.7123***	0.7003***
RMSCI _{t-1}	-								-0.0702	-0.0629
RCSI _t	-		0.2029***				0.2050***			
RTOPIX _t	-			0.3867***				0.3830***		
Crisis	-0.0485	-0.0519*	-0.0490	-0.0491	-0.0453	-0.0454*	-0.0455	-0.0455	-0.0651**	-0.0683**
R ²	0.6315	0.7110	0.3532	0.3957	0.6289	0.7020	0.3542	0.3961	0.7360	0.7394
Adj.R ²	0.5834	0.6734	0.2690	0.3169	0.5865	0.6679	0.2804	0.3271	0.6832	0.6824
SSE	0.2869	0.2249	0.5035	0.4704	0.2889	0.2320	0.5027	0.4701	0.2055	0.2028
Auto	/	X	/	/	/	X	/	/	X	/
Hetero	/	/	X	X	/	/	X	X	/	X

หมายเหตุ: *** มีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, ** มีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05,

* มีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1, / หมายถึง ไม่พบปัญหาทางเศรษฐมิติ, X หมายถึง พบปัญหาทางเศรษฐมิติ

ทั้งนี้ จำนวนข้อมูลที่ใช้ประมาณค่าของแบบจำลองที่ 1-8 เท่ากับ 79 ไตรมาส และแบบจำลองที่ 9-10 เท่ากับ 78 ไตรมาส

อภิปรายผล

ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคกับอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายใต้กรอบแนวคิดของทฤษฎี APT ซึ่งอธิบายว่าผลตอบแทนของสินทรัพย์ได้รับอิทธิพลจากปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคหลายด้าน ผลจากการวิจัยพบว่าอัตราเงินเฟ้อในคาบเวลาปัจจุบัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้อาจเป็นเพราะอัตราเงินเฟ้อที่ปรับตัวสูงขึ้นในระดับที่เหมาะสมเป็นสัญญาณของการขยายตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจและอุปสงค์ภายในประเทศที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้รายได้และแนวโน้มการทำการกำไรของภาคธุรกิจปรับตัวดีขึ้น กระตุ้นความเชื่อมั่นและดึงดูดกระแสเงินทุนให้ไหลเข้าสู่ตลาดทุน ซึ่งสอดคล้องกับ Siang & Rayappan (2023) และ Chanchaoenchai et al. (2005) ศึกษาปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค พบว่า อัตราเงินเฟ้อมีผลเชิงบวกและเป็นปัจจัยสำคัญที่อธิบายผลตอบแทนตลาดหุ้นได้ แต่ไม่สอดคล้องกับ Humpe et al. (2025) และ Forson & Janrattanagul (2014) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบ ซึ่งกลไกดังกล่าวสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีการเติบโตทางเศรษฐกิจและตลาดหุ้น (Real Activity Hypothesis) จากงานศึกษาของ Chen et al. (1986) ที่ระบุว่าหากอัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นจากสาเหตุที่เศรษฐกิจขยายตัวหรืออุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราเงินเฟ้อและราคาหุ้นจะเป็นไปในทิศทางบวก เนื่องจากการผลิต การจ้างงาน และรายได้ที่สูงขึ้นจะเป็นปัจจัยสนับสนุนให้ผลกำไรของบริษัทเพิ่มขึ้นและส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นตามไปด้วย

สำหรับอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงถ่วงน้ำหนักการค่า (DREER) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้งในแบบจำลองหลักและในแบบจำลองทางเลือกส่วนใหญ่ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่อธิบายผ่านกลไกการเคลื่อนย้ายเงินทุนตามทฤษฎีเศรษฐกิจมหภาคแบบเปิด กล่าวคือ ค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นอาจสะท้อน

เสถียรภาพทางเศรษฐกิจและความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ ส่งผลให้เงินทุนไหลเข้าสู่ตลาดหุ้นไทยและผลักดันให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น

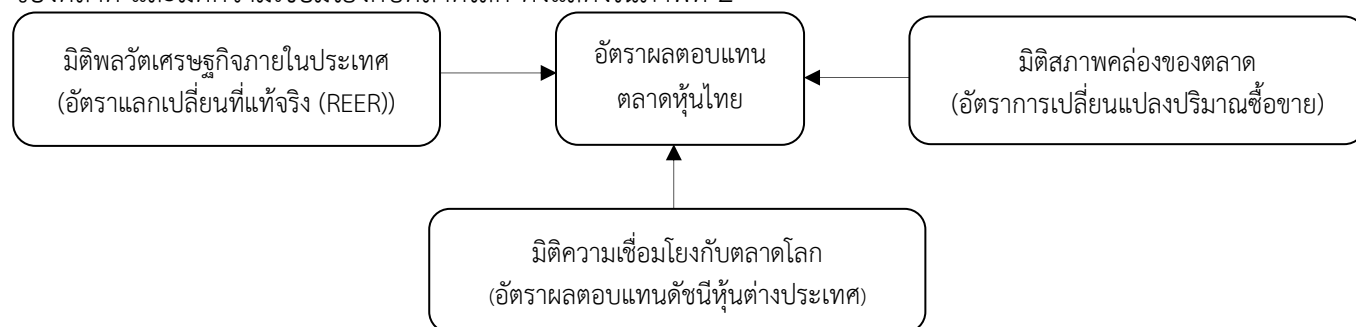
ส่วนอัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานงานวิจัย ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างปริมาณการซื้อขายและอัตราผลตอบแทน อาจอธิบายได้ว่าปริมาณการซื้อขายที่เพิ่มขึ้นสะท้อนถึงสภาพคล่องในตลาดทุนที่สูงขึ้น ซึ่งมักเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกับการปรับตัวขึ้นของตลาด สอดคล้องกับแนวคิดด้านสภาพคล่องและงานศึกษาในอดีตที่พบว่าปริมาณการซื้อขายมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Karpoff, 1987) อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษานี้สะท้อนเพียง ความสัมพันธ์ร่วมในคาบเวลาเดียวกันระหว่างสองตัวแปร และเมื่อพิจารณาแบบจำลองที่ 9 และ 10 พบว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายในคาบเวลาก่อนหน้าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงบ่งชี้ว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวเกิดขึ้นพร้อมกันในแต่ละช่วงเวลา มากกว่าจะเป็นความสัมพันธ์ที่ส่งผลส่งผ่านข้ามคาบเวลา

ในขณะที่อัตราผลตอบแทนดัชนีตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกา (S&P500) รวมถึงอัตราผลตอบแทนดัชนีตลาดหุ้นต่างประเทศในแบบจำลองทางเลือก ได้แก่ MSCI Emerging Markets, CSI300 และ TOPIX ต่างมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลการศึกษาตัวแปรอัตราผลตอบแทนดัชนีตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาและอัตราผลตอบแทนดัชนีตลาดหุ้นสหรัฐญี่ปุ่น ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานงานวิจัยที่บอกว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่สอดคล้องกับ ญัฐชนนตฤติ ภัทร์เลิศเดช (2559) และ ธนวรรณ ตรีระสกุญ & สุเมธ ฐวราตราตระกูล (2561) ศึกษาปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคต่างประเทศ ที่พบว่าทิศทางของดัชนีตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกามีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันต่อการเคลื่อนไหวของตลาดทุนไทย ทั้งนี้ อาจสะท้อนว่า กลไกการโยกย้ายเงินทุนระหว่างตลาด ซึ่งเป็นฐานของสมมติฐานเชิงลบ อาจมีน้ำหนักน้อยกว่ากลไกการเคลื่อนไหวร่วมกันของตลาด (Market Co-movement) ในช่วงเวลาที่ศึกษา ด้วยเหตุผล 2 ประการ ประการแรก ตลาดหุ้นทั่วโลกได้รับผลจากปัจจัยร่วมเดียวกัน เช่น ภาวะเศรษฐกิจโลก ทิศทางอัตราดอกเบี้ยของประเทศเศรษฐกิจหลัก และระดับความเชื่อมั่นต่อความเสี่ยงของนักลงทุน ทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวไปในทิศทางเดียวกัน ประกอบกับข้อมูลข่าวสารจากตลาดหลักอาจถูกส่งผ่านไปยังตลาดอื่นอย่างรวดเร็ว และตลาดเกิดใหม่ได้รับผลกระทบล้น (Spillover) จากตลาดพัฒนาแล้ว (Beirne et al., 2010) ประการที่สอง ข้อมูลรายไตรมาสสะท้อนการเคลื่อนไหวร่วมที่เกิดขึ้นในคาบเวลาเดียวกันเป็นหลัก

อย่างไรก็ตาม ผลจากการวิจัยกลุ่มปัจจัยเชิงนโยบาย ได้แก่ อัตราการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงิน การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วัน อัตราการเปลี่ยนแปลงของหนี้สาธารณะ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (ซึ่งไม่ได้รวมอยู่ในแบบจำลองหลักเนื่องจากมีค่าสหสัมพันธ์สูงกับ DMS และไม่มีนัยสำคัญในแบบจำลองทางเลือกที่มีตัวแปรดังกล่าว) รวมถึงตัวแปรวิกฤตเศรษฐกิจ ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยที่คาดการณ์ว่าปริมาณเงินและการลงทุนจากต่างประเทศจะมีความสัมพันธ์เชิงบวก ขณะที่หนี้สาธารณะและอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะมีความสัมพันธ์เชิงลบ อีกทั้งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้านี้หลายฉบับที่พบว่าปัจจัยดังกล่าวมีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้น ตัวอย่างเช่น Siang & Rayappan (2023) และ Forson & Janrattanagul (2014) รวมถึง Chanchaoenchai et al. (2005) ที่พบว่าปริมาณเงินเป็นปัจจัยสำคัญที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนตลาดหุ้นได้ ขณะที่ Ghulam et al. (2025) พบว่าการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการพัฒนาตลาดหุ้น อย่างไรก็ตาม การที่ตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคเหล่านี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ อาจอธิบายได้ว่านโยบายและกลไกทางเศรษฐกิจต้องอาศัยระยะเวลาในการส่งผ่านผลกระทบ ไปสู่ภาคธุรกิจ รวมถึงข้อมูลอาจถูกนักลงทุนรับรู้และประเมินมูลค่าไปล่วงหน้าแล้ว อย่างไรก็ตาม ตัวแปรวิกฤตเศรษฐกิจ แม้จะไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในแบบจำลองหลัก แต่ยังคงแสดงทิศทางผลกระทบเป็นเชิงลบซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยและแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์การเงินที่ชี้ให้เห็นว่าเหตุการณ์วิกฤตเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและการเคลื่อนย้ายเงินทุน เพียงแต่อิทธิพลเชิงลบดังกล่าวอาจถูกดูดซับและสะท้อนผ่านความผันผวนของตัวแปรดัชนีตลาดหุ้นต่างประเทศที่สะท้อนภาวะตลาดเงินโลกในแบบจำลองหลักไปแล้วจึงทำให้ตัวแปรวิกฤตเศรษฐกิจไม่ได้แสดงนัยสำคัญทางสถิติอย่างโดดเด่นออกมา

องค์ความรู้ใหม่

จากผลการวิเคราะห์เชิงประจักษ์สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2548 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2567 ภายใต้แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษานี้ ค้นพบว่าตัวแปรที่มีความคงทนระหว่างหลายแบบจำลอง ได้แก่ อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในทั้ง 10 แบบจำลอง อัตราผลตอบแทนดัชนีตลาดหุ้นต่างประเทศทุกดัชนี ซึ่งมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในทุกแบบจำลองที่มีตัวแปรดังกล่าว และอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (REER) ซึ่งมีนัยสำคัญเชิงบวกใน 8 จาก 10 แบบจำลอง ทั้งนี้ การจัดกลุ่มปัจจัยออกเป็น 3 มิติ ได้แก่ มิติพลวัตเศรษฐกิจภายในประเทศ มิติสภาพคล่องของตลาด และมิติความเชื่อมโยงกับตลาดโลก ดังแสดงในภาพที่ 2



ภาพที่ 2 องค์ความรู้ใหม่

สรุปผลการวิจัย

การศึกษานี้เกิดจากความสำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในฐานะกลไกสะท้อนภาวะเศรษฐกิจและเป็นช่องทางระดมทุนที่สำคัญของภาคธุรกิจ อีกทั้งตลาดหุ้นไทยยังมีความเชื่อมโยงกับปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคภายในประเทศและตลาดหุ้นต่างประเทศมากขึ้น จึงมีความจำเป็นต้องศึกษาว่าปัจจัยใดมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้เข้าใจกลไกการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นไทยได้ชัดเจนยิ่งขึ้นโดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิรายไตรมาสตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2567 รวม 80 ไตรมาส และปรับข้อมูลให้อยู่ในรูปแบบร้อยละการเปลี่ยนแปลงก่อนประมาณค่าเพื่อให้ข้อมูลมีความนิ่งและลดปัญหาสหสัมพันธ์เชิงพหุ แบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดเป็นแบบจำลองที่ผ่านการทดสอบข้อสมมติทางเศรษฐมิติทั้งด้านสหสัมพันธ์ข้ามเวลาและความแปรปรวนของค่าตลาดเคลื่อนไหวไม่คงที่ พร้อมทั้งมีค่า Adjusted R² แสดงถึงการอธิบายอัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นไทย คือ แบบจำลองที่ประกอบด้วยปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคภายในประเทศ ปัจจัยด้านสภาพคล่องของตลาดหุ้น ปัจจัยจากตลาดหุ้นต่างประเทศ และตัวแปรที่สะท้อนเหตุการณ์วิกฤตเศรษฐกิจ

โดยสรุปผลการวิจัยพบว่าอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงถ่วงน้ำหนักการค่า ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และดัชนี S&P500 ในแบบจำลองหลัก และมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนดัชนีตลาดหุ้นต่างประเทศอื่นในแบบจำลองทางเลือก โดยผลของดัชนี S&P500 และ TOPIX มีทิศทางตรงข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งผลลัพธ์นี้สะท้อนให้เห็นว่าการขยายตัวทางเศรษฐกิจ เสถียรภาพที่สร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุน สภาพคล่องในตลาดที่สูงขึ้น ตลอดจนความเชื่อมโยงกับตลาดหุ้นหลักของโลก ล้วนเป็นฟันเฟืองสำคัญที่ช่วยขับเคลื่อนตลาดหุ้นไทยในทิศทางบวก ในทางกลับกัน กลุ่มปัจจัยเชิงนโยบาย ได้แก่ อัตราการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ยนโยบาย และหนี้สาธารณะ ไม่มีความสัมพันธ์กับตลาดหุ้นในคาบเวลาปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญในแบบจำลองหลัก ส่วนเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศไม่มีนัยสำคัญในแบบจำลองทางเลือกที่มีตัวแปรดังกล่าว ซึ่งชี้ให้เห็นว่ากลไกเชิงนโยบายเหล่านี้จำเป็นต้องอาศัยระยะเวลาในการส่งผ่านผลกระทบเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ หรือนักลงทุนได้ประเมินมูลค่าและรับรู้ปัจจัยเหล่านี้ไปล่วงหน้าแล้ว นอกจากนี้ ตัวแปรวิกฤตเศรษฐกิจแม้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในแบบจำลองหลัก แต่แสดงทิศทางเชิงลบในบางแบบจำลองทางเลือก ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่าวิกฤตเศรษฐกิจทำลายความเชื่อมั่นและกดดันให้นักลงทุนเทขายสินทรัพย์เสี่ยง

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะสำหรับผู้ลงทุน

1.1 ผู้ลงทุนควรติดตามทิศทางของตลาดหุ้นต่างประเทศ ทั้ง S&P500 MSCI Emerging Markets CSI300 และ TOPIX ประกอบการตัดสินใจลงทุน เนื่องจากผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนของดัชนีเหล่านี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นไทยอย่างมีนัยสำคัญในทุกแบบจำลองที่มีตัวแปรดังกล่าว

1.2 ผู้ลงทุนสามารถใช้ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นตัวชี้วัดประกอบในการประเมินสภาพคล่องและความสนใจของนักลงทุนต่อตลาด เนื่องจากมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนในทั้ง 10 แบบจำลอง อย่างไรก็ตาม ไม่ควรใช้เป็นสัญญาณในการคาดการณ์ผลตอบแทน เนื่องจากปริมาณการซื้อขายในคาบก่อนหน้าไม่มีนัยสำคัญในการอธิบายผลตอบแทน

1.3 ผู้ลงทุนควรติดตามการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อและอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงในฐานะสัญญาณของภาวะเศรษฐกิจและกระแสเงินทุนเคลื่อนย้าย เนื่องจากทั้งสองตัวแปรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นไทยในแบบจำลองหลัก

2. ข้อเสนอแนะสำหรับหน่วยงานกำกับดูแลและผู้กำหนดนโยบาย

2.1 หน่วยงานกำกับดูแลควรยกระดับการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนให้ถูกต้องและรวดเร็ว ควบคู่กับการเพิ่มประสิทธิภาพในการเฝ้าระวังและปราบปรามข่าวปลอมหรือข้อมูลเท็จ เพื่อให้ให้นักลงทุนมีข้อมูลที่น่าเชื่อถือประกอบการตัดสินใจ

2.2 ธนาคารแห่งประเทศไทยและหน่วยงานเศรษฐกิจควรสื่อสารทิศทางเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยน และปัจจัยเสี่ยงต่าง ๆ ในรูปแบบที่เข้าใจง่ายและเข้าถึงสะดวก เพื่อลดความไม่แน่นอนและสร้างความมั่นใจต่อนโยบายของภาครัฐ เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อและอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นไทยอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นเพียงการเคลื่อนไหวร่วมกันตามภาวะเศรษฐกิจและกระแสเงินทุน ไม่ใช่ผลเชิงสาเหตุ จึงไม่ควรนำไปใช้เป็นเหตุผลในการดำเนินนโยบายเร่งเงินเฟ้อหรือแทรกแซงให้ค่าเงินบาทแข็งค่า

2.3 ภาครัฐควรให้ความสำคัญกับการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจมหภาค ควบคู่กับการส่งเสริมความเชื่อมั่นของนักลงทุนและการพัฒนาสภาพคล่องของตลาดหุ้นไทย เนื่องจากผลการศึกษาสะท้อนว่าปัจจัยด้านเศรษฐกิจมหภาค สภาพคล่องของตลาด และการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นต่างประเทศมีความเกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นไทย

3. ข้อเสนอแนะด้านการวิจัยครั้งต่อไป

จากการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์กับการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นต่างประเทศ โดยเฉพาะกลุ่มตลาดเกิดใหม่และตลาดหุ้นจีน ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าตลาดหุ้นไทยไม่ได้เคลื่อนไหวจากปัจจัยภายในประเทศเพียงอย่างเดียว แต่ยังได้รับอิทธิพลจากภาวะตลาดการเงินระหว่างประเทศด้วย ดังนั้นการศึกษารoundต่อไปอาจพิจารณาเพิ่มตัวแปรที่สะท้อนบทบาทของตลาดต่างประเทศให้ชัดเจนมากขึ้น เช่น ปัจจัยเศรษฐกิจของจีน หรือความผันผวนของตลาดการเงินโลก เพื่อให้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนตลาดหุ้นไทยได้ครอบคลุมมากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้อาจพิจารณาศึกษาความเชื่อมโยงระหว่างตลาดหุ้นไทยกับตลาดหุ้นต่างประเทศในเชิงเปรียบเทียบระหว่างตลาดพัฒนาแล้วและตลาดเกิดใหม่ เพื่อให้เห็นว่าตลาดใดมีอิทธิพลต่อทิศทางของตลาดหุ้นไทยมากกว่า รวมถึงอาจใช้ข้อมูลที่มีความถี่สูงขึ้น เช่น ข้อมูลรายเดือนหรือรายวัน เพื่อสะท้อนการตอบสนองของตลาดหุ้นไทยต่อการเปลี่ยนแปลงของตลาดต่างประเทศได้ละเอียดและทันต่อภาวะตลาดมากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ การศึกษารoundต่อไปควรใช้แบบจำลอง VAR หรือการทดสอบ Granger Causality เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์สองทิศทางระหว่างปริมาณการซื้อขายและอัตราผลตอบแทน ควรวิเคราะห์ผลของเหตุการณ์วิกฤตเศรษฐกิจในลักษณะปฏิสัมพันธ์ (Interaction Term) กับตัวแปรอื่น เพื่ออธิบายการเปลี่ยนแปลงของความสัมพันธ์ในช่วงวิกฤตได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- ณัฐมนต์ฐิติ ภัทร์เลิศเดช. (2559). *ผลกระทบของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคต่ออัตราผลตอบแทนของการจัดพอร์ตการลงทุน*. (วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ).
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2568). *ข้อมูลสถิติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. สืบค้นจาก <https://www.set.or.th/th/market/statistics/market-statistics/main>.
- ธนวรรธน์ ตีระสหัสกุลย์ และ สุเมธ ธวัชราตราตระกูล. (2561). ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจศรีนครินทรวิโรฒ*, 9(2), 12-29.
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2568). *ฐานข้อมูลสถิติธนาคารแห่งประเทศไทย*. สืบค้นจาก <https://www.bot.or.th/th/statistics.html>.
- หลักทรัพย์บัวหลวง. (2568). *เจาะกลยุทธ์ลงทุนหุ้นนอกพร้อม Top-Pick DR*. สืบค้นจาก <https://www.bualuang.co.th/article/drseminarbyset>.
- Ashraf, B. N. (2020). Stock markets' reaction to COVID-19: Cases or fatalities?. *Research in international business and finance*, 54, 101249.
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., Kost, K., Sammon, M., & Viratyosin, T. (2020). The unprecedented stock market reaction to COVID-19. *The review of asset pricing studies*, 10(4), 742-758.
- Beirne, J., Caporale, G. M., Schulze-Ghattas, M., & Spagnolo, N. (2010). Global and regional spillovers in emerging stock markets: A multivariate GARCH-in-mean analysis. *Emerging Markets Review*, 11(3), 250-260.
- Bhuiyan, E. M., & Chowdhury, M. (2020). Macroeconomic variables and stock market indices: Asymmetric dynamics in the US and Canada. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 77, 62-74.
- Bloomberg L.P. (2025). *MSCI Emerging Markets Index (MXEF Index): Quarterly closing values, 2005-2024 [Data set]*. Retrieved from <https://www.msci.com/documents/10199/c0db0a48-01f2-4ba9-ad01-226fd5678111>.
- CEIC Data. (2025). CEIC global database: Thailand. Retrieved from <https://www.ceicdata.com>
- Celebi, K., & Hönig, M. (2019). The impact of macroeconomic factors on the German stock market: Evidence for the crisis, pre- and post-crisis periods. *International Journal of Financial Studies*, 7(2), 18.
- Chanchaoenchai, K., Dibooglu, S., & Mathur, I. (2005). Stock returns and the macroeconomic environment prior to the Asian crisis in selected Southeast Asian countries. *Emerging Markets Finance and Trade*, 41(4), 38-56.
- Chen, N. F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic forces and the stock market. *The Journal of Business*, 59(3), 383-403.
- Chiah, M., & Zhong, A. (2020). Trading from home: The impact of COVID-19 on trading volume around the world. *Finance Research Letters*, 37, 101784.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- _____. (1981). Stock returns, real activity, inflation, and money. *The American economic review*, 71(4), 545-565.
- Forson, J. A., & Janrattanaagul, J. (2014). Selected macroeconomic variables and stock market movements: Empirical evidence from Thailand. *Contemporary Economics*, 8(2), 154-174.

- Friedman, M. (1956). The quantity theory of money: A restatement. In M. Friedman (Ed.), *Studies in the quantity theory of money* (pp. 3–21). Chicago: University of Chicago Press.
- Ghulam, S., Mubashar, A., Bashir, M., & Hussain, S. (2025). Foreign Direct Investment and Stock Market Development: Evidence from Asia. *Journal of Social Sciences Review*, 5(1), 1-10.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics*. (5th ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Humpe, A., McMillan, D. G., & Schöttl, A. (2025). Macroeconomic determinants of the stock market: A comparative study of Anglosphere and BRICS. *Finance Research Letters*, 75, 106869.
- Investing.com. (2025). *TOPIX historical data [Data set]*. Retrieved from <https://www.investing.com/indices/topix-historical-data>.
- iYom BIZ + INSPIRATION. (2566). *สรุปวิกฤตในตลาดหุ้นในไทยช่วง 30 ปีที่ผ่านมา (พ.ศ. 2535–2566)*. สืบค้นจาก <https://iyom-bizinspiration.com/การลงทุน/all-crisis-in-thailand-stocks-market-30-years-ago/>.
- Karpoff, J. M. (1987). The relation between price changes and trading volume: A survey. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22(1), 109–126.
- Kwon, C. S., & Shin, T. S. (1999). Cointegration and causality between macroeconomic variables and stock market returns. *Global Finance Journal*, 10(1), 71-81.
- Maysami, R. C., & Koh, T. S. (2000). A vector error correction model of the Singapore stock market. *International Review of Economics & Finance*, 9(1), 79-96.
- Mukherjee, T. K., & Naka, A. (1995). Dynamic relations between macroeconomic variables and the Japanese stock market: An application of a vector error correction model. *The Journal of Financial Research*, 18(2), 223–237.
- Persons, W. M. (1911). Fisher's "The Purchasing Power of Money" [The Purchasing Power of Money, Irving Fisher]. *Publications of the American Statistical Association*, 12(96), 818-829.
- Ross, S. A. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*, 13(3), 341-360.
- Siang, C. C., & Rayappan, P. (2023). A study on the effect of macroeconomic factors on stock market performance in Malaysia. In *E3S Web of Conferences* (Vol. 389, p. 09037). Les Ulis: EDP Sciences.
- Tangjitprom, N. (2011). Macroeconomic factors of emerging stock market: the evidence from Thailand. *International Journal of Financial Research*, 3(2), 105-114.
- Topcu, M., & Gulal, O. S. (2020). The impact of COVID-19 on emerging stock markets. *Finance Research Letters*, 36, 101691.
- Wisniewski, T. P., & Jackson, P. M. (2021). Government debt expansion and stock returns. *International Journal of Finance & Economics*, 26(4), 5017-5030.
- Wongbangpo, P., & Sharma, S. C. (2002). Stock market and macroeconomic fundamental dynamic interactions: ASEAN-5 countries. *Journal of asian Economics*, 13(1), 27-51.
- World Bank. (2024). *GDP growth (annual %) - Thailand*. Retrieved from <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=TH>.
- Zhang, D., Hu, M., & Ji, Q. (2020). Financial markets under the global pandemic of COVID-19. *Finance Research Letters*, 36, 101528.