



การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการใช้จ่ายภาครัฐ
กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ
A Study of the Relationship between Government Spending and Return of Held by
Government or State Enterprise Stock

เสนอ
ผศ.ดร.ศรัณย์ ศานติศาสตร์

โดย
นางสาว ชลิตา รังษีกุล
รหัสนักศึกษา 6210323030

รายงานการศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของวิชา ศศ.9000 การค้นคว้าอิสระ
หลักสูตรเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์การเงิน)
คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

บทคัดย่อ

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการใช้จ่ายภาครัฐ (G) กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจจำนวน 21 หลักทรัพย์ ได้แก่ PTT, AOT, KTB, MCOT, THAI, PTTEP, PTTGC, IRPC, TOP, GPSC, RATCH, EGCO, KTC, BEM, BDMS, MFC, DTAC, PDI, NEP, TMB และ BCP โดยกำหนดตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาเพิ่มเติม ได้แก่ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกา (EX) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (GBOND) ปริมาณเงิน (M2)ราคาน้ำมันดิบ (OIL) ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ราคาทองคำ (GOLD) ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ (DJI)

ผลการศึกษา พบว่า หลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจส่วนใหญ่ รวมทั้งดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ ไม่มีความสัมพันธ์กับการใช้จ่ายของรัฐบาลอย่างมีนัยสำคัญ เว้นแต่ หลักทรัพย์ MCOT ที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจไปในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนตัวแปรอื่น ๆ มีผลการศึกษา ดังนี้ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับหลักทรัพย์ MCOT ดัชนีราคาผู้บริโภคมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับหลักทรัพย์ IRPC อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ INDEX และหลักทรัพย์ KTB อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับหลักทรัพย์ BCP และ BEM ราคาน้ำมันดิบในตลาดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับหลักทรัพย์ PTTEP และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับหลักทรัพย์ MFC ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับหลักทรัพย์ BCP, EGCO, KTB, MCOT, PTT, THAI, TMB, TOP, AOT, BDMS, IRPC, PDI, PTTGC และ KTC ราคาทองคำมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับหลักทรัพย์ GPSC, IRPC และ PTTGC ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับหลักทรัพย์ IRPC, MFC และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับหลักทรัพย์ MCOT, RATCH, BDMS, EGCO และ KTB ส่วนปริมาณเงินไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจใด ๆ

คำสำคัญ : การใช้จ่ายภาครัฐ รัฐวิสาหกิจ หลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ

1. บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญ

การใช้จ่ายโดยรวมของประเทศประกอบไปด้วย 4 ส่วนหลัก ๆ ได้แก่ การบริโภคของภาคครัวเรือน (C) การลงทุนจากภาคเอกชน (I) การใช้จ่ายของรัฐบาล (G) และการลงทุนสุทธิในต่างประเทศ (X-M) เขียนได้ดังสมการ $Y = C + I + G + (X-M)$ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการใช้จ่ายของรัฐบาลจะส่งผลต่อรายได้และการจ้างงานซึ่งกระทบต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจทั้งในระยะสั้นและระยะยาว เป็นการเน้นย้ำให้เห็นถึงความสำคัญของการกำหนดนโยบายการดำเนินการต่าง ๆ ของรัฐบาลที่นอกจากจะเป็นการกำหนดทิศทางของประเทศแล้วยังเป็นส่วนสำคัญในการพัฒนา กระตุ้น พื้นฟูเศรษฐกิจให้เติบโตยิ่งขึ้นด้วย การใช้จ่ายของรัฐบาลจึงเป็นเครื่องมือสำคัญอย่างหนึ่งในการดำเนินนโยบายการคลังที่รัฐบาลใช้เพื่อการกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยในยามปกติ รัฐบาลจะใช้จ่ายเงินประมาณเพื่อขับเคลื่อนเศรษฐกิจหรือลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานเพื่อการพัฒนาประเทศ ในทางตรงกันข้าม หากประเทศประสบปัญหาเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย รัฐบาลจะนำเงินงบประมาณมาใช้จ่ายเพื่อช่วยในการพยุงเศรษฐกิจและชดเชยรายได้ที่ขาดหายไปจากภาคส่วนอื่น ๆ

ในการจัดสรรงบประมาณประจำปีนั้น หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ สำนักงานงบประมาณ กระทรวงการคลัง สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ และธนาคารแห่งประเทศไทย จะร่วมกันกำหนดกรอบเงินงบประมาณ โดยพิจารณาจากปัจจัยที่สำคัญต่าง ๆ อาทิ การคาดการณ์ทางเศรษฐกิจและการคลัง การประมาณการรายได้ การประมาณการหนี้สาธารณะ ยุทธศาสตร์การจัดสรรงบประมาณรายจ่ายประจำปี แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ยุทธศาสตร์ชาติ ระยะ 20 ปี โดยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ประเทศไทยมีงบประมาณรายจ่ายเพิ่มขึ้นทุกปี ยกเว้นในปี พ.ศ. 2562 ที่งบประมาณรายจ่ายประจำปีลดลงกว่าปี พ.ศ. 2561 ร้อยละ 1.64 เนื่องจากงบประมาณรายจ่ายประจำปี พ.ศ. 2561 ได้รวมงบประมาณรายจ่ายเพิ่มเติม จำนวน 150,000 ล้านบาทด้วย รายละเอียดดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 วงเงินงบประมาณรายจ่าย ปี พ.ศ. 2553 – 2562 (หน่วย ล้านบาท)

ปี	งบประมาณรายจ่าย	เพิ่ม/ลดร้อยละ
2553	1,700,000	-
2554	2,169,968	27.65
2555	2,380,000	9.68
2556	2,400,000	0.84
2557	2,525,000	5.21
2558	2,575,000	1.98
2559	2,776,000	7.80
2560	2,923,000	5.29
2561	3,050,000	4.34
2562	3,000,000	-1.64

ที่มา : สำนักงานงบประมาณ (เอกสารงบประมาณโดยสังเขป ปีงบประมาณ พ.ศ. 2553-2562)

นอกจากการใช้จ่ายของรัฐบาลที่มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจแล้ว หน่วยงานที่ถูกจัดตั้งขึ้นโดยรัฐบาล เพื่อเป็นกลไกและเครื่องมือของรัฐในการส่งเสริมและสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมของประเทศหรือที่เรียกว่า รัฐวิสาหกิจ ก็มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจดังจะกล่าวถึงต่อไปนี้

รัฐวิสาหกิจเป็นหน่วยงานธุรกิจที่รัฐบาลเป็นเจ้าของ หรือบริษัทจำกัด หรือบริษัทมหาชนที่ส่วนราชการหรือรัฐวิสาหกิจมีทุนรวมอยู่ด้วยเกินกว่าร้อยละ 50 อันเป็นความหมายทั่วไปตามกฎหมายวิธีการงบประมาณ (สาเหตุที่อ้างอิงคำจำกัดความของรัฐวิสาหกิจตามกฎหมายวิธีการงบประมาณก็เนื่องมาจากกระทรวงการคลังเป็นหน่วยงานกลางที่มีหน้าที่กำกับดูแลรัฐวิสาหกิจทุกแห่งในด้านการเงินการคลัง) รัฐวิสาหกิจมีบทบาทหน้าที่สำคัญในการจัดหาบริการพื้นฐานหลักที่จำเป็นต่อการพัฒนาประเทศและต่อชีวิตความเป็นอยู่ของประชาชน เช่น การจัดหาระบบไฟฟ้า น้ำประปา ระบบคมนาคมขนส่ง และระบบสื่อสาร เป็นต้น นอกจากนี้ รัฐบาลยังใช้รัฐวิสาหกิจเป็นเครื่องมือสำคัญในการกระจายความเจริญไปสู่พื้นที่ห่างไกล สร้างโอกาสในการเข้าถึงบริการของรัฐ รวมถึงการส่งเสริม สนับสนุน และขับเคลื่อนระบบเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในช่วงที่ประเทศอยู่ในภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว รัฐบาลจะใช้รัฐวิสาหกิจเป็นเครื่องมือกระตุ้นและฟื้นฟูเศรษฐกิจของประเทศอีกด้วย โดยในช่วงปี 2557 – 2561 รัฐวิสาหกิจมีเป้าหมายการลงทุนคิดเป็นมูลค่าเฉลี่ยต่อปีสูงถึงประมาณ 536,074 ล้านบาท โดยในจำนวนนี้เป็นการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานเป็นหลัก ประมาณร้อยละ 98.1 มีสินทรัพย์ที่เกิดจากการลงทุนเป็นมูลค่า ณ ปี 2561 ประมาณ 4,174,032 ล้านบาท ผลประกอบการในภาพรวมมีกำไรสุทธิเฉลี่ยต่อปีประมาณ 113,422 ล้านบาท และมีเงินนำส่งรัฐ/เงินปันผล เฉลี่ยปีละประมาณ 78,504 ล้านบาท และนำส่งในรูปแบบเงินรายได้แผ่นดิน ภาษีเงินได้นิติบุคคล และภาษีสรรพสามิตอีกเฉลี่ยปีละ 73,850 ล้านบาท

แม้ว่ารัฐวิสาหกิจบางแห่งจะถูกตั้งขึ้นเพื่อผูกขาดในบางธุรกิจ แต่ในความเป็นจริงแล้ว รัฐวิสาหกิจไม่สามารถผูกขาดในธุรกิจนั้น ๆ ได้ เนื่องจากผู้บริโภคยังคงมีทางเลือกอื่น ๆ อีกมากมาย รัฐวิสาหกิจซึ่งต้องหารายได้เพื่อใช้ในการดำเนินงานจึงจำเป็นต้องแข่งขันกับธุรกิจภาคเอกชนในการหารายได้ แต่เนื่องจากรัฐวิสาหกิจมีความสัมพันธ์พิเศษกับรัฐบาล และมักจะมีผู้มีอำนาจในรัฐบาลเข้าไปดำรงตำแหน่งในคณะกรรมการของรัฐวิสาหกิจต่าง ๆ ทำให้รัฐวิสาหกิจมีส่วนได้เปรียบและสิทธิพิเศษเหนือธุรกิจภาคเอกชนอยู่หลายประการ เช่น ธุรกิจภาคเอกชนต้องอยู่ภายใต้บังคับของพระราชบัญญัติการแข่งขันทางการค้า ซึ่งตราขึ้นเพื่อส่งเสริมให้มีการประกอบธุรกิจเป็นไปอย่างเสรีและเป็นธรรม และป้องกันหรือขัดขวางมิให้เกิดการกระทำอันเป็นการผูกขาด แต่รัฐวิสาหกิจได้รับการยกเว้นไม่ต้องอยู่ภายใต้บังคับของกฎหมายฉบับนี้ นอกจากนี้ รัฐวิสาหกิจยังได้รับสิทธิพิเศษในกระบวนการจัดซื้อจัดจ้างของหน่วยงานรัฐ ได้รับการยกเว้นไม่ต้องเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลจากรายได้หรือกำไร รวมถึงการที่รัฐวิสาหกิจบางแห่งมีอำนาจในการกำกับดูแลคู่แข่งที่เป็นผู้ประกอบการเอกชนโดยผ่านการเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ เช่น กรณี บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) ซึ่งดำเนินธุรกิจปิโตรเคมีและการกลั่น หรือกรณีการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ บริษัท ราช กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ซึ่งดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าเช่นเดียวกัน เป็นต้น นอกจากการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยปกติในการผลิตสินค้าหรือบริการแทนรัฐแล้ว รัฐวิสาหกิจยังมีบทบาทสำคัญในกิจกรรมการลงทุนของภาครัฐ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนเพื่อการพัฒนา และปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐานที่มีความจำเป็นต่อการพัฒนาเศรษฐกิจ และยกระดับขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศ เช่น การลงทุนในโครงการสร้างโรงผลิต หรือระบบเชื่อมโยงโครงข่ายเพื่อจ่ายกระแสไฟฟ้า การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานระบบถนน ระบบราง ระบบการขนส่งมวลชน โครงการก่อสร้างทางด่วน การลงทุนในโครงการท่อส่งก๊าซ ฯลฯ ทั้งที่เป็นโครงการขนาดใหญ่ และโครงการย่อยขนาดเล็ก

อย่างไรก็ตาม รัฐวิสาหกิจถือเป็นกลไกที่สำคัญในการรักษาเสถียรภาพด้านการเงินการคลังของประเทศ โดยรัฐบาลใช้รัฐวิสาหกิจเป็นเครื่องมือในการกำกับฐานะดุลการคลังโดยรวมของภาครัฐด้วยการกำกับการเบิกจ่ายลงทุนของรัฐวิสาหกิจให้สอดคล้องกับรายได้ที่สามารถจัดหาได้เพื่อให้มีฐานะดุลงบประมาณที่เหมาะสมกับเป้าหมายในการรักษาเสถียรภาพด้านการคลังของประเทศ นอกจากนี้ รัฐวิสาหกิจเป็นกลไกสำคัญในการช่วยกระตุ้นและฟื้นฟูเศรษฐกิจ อันเนื่องมาจากขนาดการใช้จ่ายทั้งรายจ่ายประจำปีและรายจ่ายการลงทุนสูงถึงประมาณร้อยละ 70 ของรายจ่ายลงทุนรวมภาครัฐ และรัฐวิสาหกิจยังเป็นแหล่งรายได้ที่สำคัญของประเทศอีกด้วย

นอกเหนือจากการใช้จ่ายภาครัฐและการดำเนินงานของรัฐบาลผ่านรัฐวิสาหกิจแล้ว ในปัจจุบัน การลงทุนถือเป็นสิ่งสำคัญอย่างหนึ่งในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศ และส่งผลให้เกิดนโยบายต่าง ๆ รวมถึงการใช้จ่ายของรัฐบาลด้วยเช่นกัน ปัจจุบันนักลงทุนส่วนใหญ่มองว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์มักเกิดขึ้นมาจากนโยบายของรัฐบาล โดยการตัดสินใจของรัฐบาลในการเลือกใช้เครื่องมือต่าง ๆ ย่อมส่งผลกระทบต่อระดับอัตราดอกเบี้ย นโยบาย มาตรการทางการเงิน และผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ กล่าวคือ หากรัฐบาลใช้นโยบายการคลังแบบขยายตัว ซึ่งเป็นมาตรการเพิ่มการใช้จ่ายของรัฐบาลและการลดภาษี เพิ่มปริมาณเงินในระบบ เพิ่มการลงทุน เพิ่มการจ้างงานและผลผลิต ประชาชนรายได้สูงขึ้น ทำให้รายได้ประชาชาติเพิ่มขึ้นและเศรษฐกิจมีการขยายตัว จึงน่าจะมีผลดีต่อราคาหลักทรัพย์ แต่ในทางกลับกัน หากรัฐบาลใช้นโยบายแบบหดตัวซึ่งมีการใช้จ่ายของรัฐบาลลดลง และมีการเรียกเก็บภาษีเพิ่มขึ้น เป็นการลดปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจลดอำนาจซื้อ ผู้ผลิตจึงต้องลดผลผลิต ลดการลงทุนและการจ้างงาน ทำให้รายได้ประชาชาติลดลงและเศรษฐกิจหดตัว อาจส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง เนื่องจากประชาชนรู้สึกว่ามีรายได้ลดลง ความต้องการลงทุนในหลักทรัพย์จึงลดลงด้วย

ในปัจจุบันบริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับอนุมัติจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ให้สามารถออกและเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน และได้รับอนุมัติจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนใน SET มีจำนวนทั้งสิ้น 555 บริษัท และจำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียนมีจำนวนทั้งสิ้น 2,425 หลักทรัพย์ โดยหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าทางการตลาด (Market CAP) สูงที่สุด 10 อันดับแรกในปี 2562 นั้น มีหลักทรัพย์ของบริษัทที่เป็นรัฐวิสาหกิจอยู่จำนวน 2 บริษัท คือ PTT: บริษัท ปตท.จำกัด (มหาชน) และ AOT: บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีมูลค่าตลาดสูงที่สุดเป็นอันดับ 1 และอันดับ 2 นอกจากนั้น ยังมีหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับรัฐวิสาหกิจอีกจำนวน 2 บริษัท คือ PTTEP: บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีบริษัท ปตท.จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่มากกว่า 50% และ BDMS: บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีบริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก โดยหลักทรัพย์ของทั้ง 4 บริษัทมีมูลค่ารวมกันมากกว่า 3.23 ล้านล้านบาท คิดเป็นประมาณ 20% ของตลาดหุ้นไทยที่มีมูลค่าประมาณ 16 ล้านล้านบาท (ข้อมูล ณ สิ้นปี 2562) หลักทรัพย์เหล่านี้จึงมีความสำคัญอย่างมากต่อตลาดหลักทรัพย์

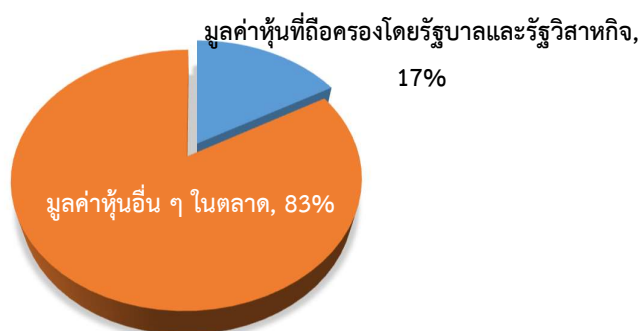
นอกจากนั้น เมื่อพิจารณาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 100 อันดับแรก (SET100) แล้ว พบว่า หลักทรัพย์ที่มีรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่น่าสนใจอีกจำนวนหนึ่ง โดยมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์กลุ่มนี้มีจำนวน 1,812,739.37 ล้านบาท คิดเป็นประมาณ 17% ของมูลค่าตลาดรวม (SET100) ที่มีมูลค่าประมาณ 10,899,990.58 ล้านบาท ดังรายละเอียดที่ปรากฏในตาราง

ตารางที่ 2 มูลค่าราคาตลาดตามสัดส่วนการถือหุ้นของรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจในหลักทรัพย์ (ข้อมูล ณ เดือนเมษายน 2563)

หลักทรัพย์	ผู้ถือหุ้น	สัดส่วนการถือครอง (%)	ทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)	ราคาตลาด ณ 24 เม.ย. 63 (ล้านบาท)	มูลค่าราคาตลาดตามสัดส่วนการถือหุ้น (ล้านบาท)
หลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาล (เป็นรัฐวิสาหกิจ)					
PTT	ก.การคลัง	51.11	28,563.00	34.00	496,350.61
PTTEP	ก.การคลัง	64.79	3,969.99	76.25	196,126.71
KTB	ก.การคลัง	55.07	13,976.06	10.50	80,814.48
AOT	ก.การคลัง	70.00	14,285.70	58.75	587,499.41
MCOT	ก.การคลัง	65.80	3,435.50	6.15	13,902.42
THAI	ก.การคลัง	51.03	21,827.72	6.95	77,413.86

หลักทรัพย์	ผู้ถือหุ้น	สัดส่วน การถือ ครอง (%)	ทุนจดทะเบียนที่ เรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)	ราคาตลาด ณ 24 เม.ย. 63 (ล้านบาท)	มูลค่าราคาตลาด ตามสัดส่วนการถือหุ้น (ล้านบาท)
หลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ					
PTTGC	ปตท.	47.68	4,508.85	36.75	79,005.86
IRPC	ปตท.	47.55	20,434.42	2.54	24,680.08
TOP	ปตท.	47.03	2,040.03	39.50	37,897.29
GPSC	ปตท.	22.81	2,819.73	69.25	44,540.23
RATCH	กฟผ.	45.00	1,450.00	63.25	41,270.63
EGCO	กฟผ.	25.41	526.47	266.00	35,584.09
KTC	ธ.กรุงเทพ	49.29	2,578.33	31.25	39,714.40
BEM	ธ.กรุงเทพ	5.29	15,285.00	9.10	7,358.05
BEM	รฟม.	8.22	15,285.00	9.10	11,433.49
MCOT	ธ.ออมสิน	11.48	3,435.50	6.15	2,425.53
MFC	ธ.ออมสิน	24.94	125.62	13.80	432.33
	ก.การคลัง	15.92	125.62	13.80	275.97
DTAC	ทีโอที	5.58	2,367.81	45.00	5,945.57
BDMS	ทอท.	5.21	15,892.00	20.60	17,056.25
PDI	ก.การคลัง	13.81	226.00	4.40	137.33
NEP	ก.การคลัง	12.72	2,325.38	0.12	35.49
TMB	ก.การคลัง	11.79	96,359.35	0.91	10,338.30
BCP	ก.การคลัง	9.98	1,376.92	18.2	2,500.99
มูลค่าราคาตลาดของหุ้นที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจทั้งหมด					1,812,739.37

มูลค่าหุ้นที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ
เทียบกับมูลค่าตลาดรวม (SET100)



ภาพที่ 1 มูลค่าหุ้นที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ เทียบกับมูลค่าตลาดรวม (SET100)

1.2 วัตถุประสงค์

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการใช้จ่ายภาครัฐกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจว่ามีความสัมพันธ์กันอย่างไร หลักทรัพย์กลุ่มนี้ซึ่งอาจมีความได้เปรียบกว่าหลักทรัพย์ที่เป็นผู้ประกอบการภาคเอกชนจะได้รับผลประโยชน์จากการใช้จ่ายของรัฐบาลหรือไม่ ในทิศทางใด

1.3 ขอบเขตการศึกษา

1.3.1 การศึกษาในงานวิจัยชิ้นนี้เป็นการศึกษาโดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสของผลตอบแทนของหลักทรัพย์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ ที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 100 อันดับแรก (SET100)

1.3.2 ข้อมูลงบประมาณรายจ่ายประจำปีของรัฐบาล จากสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

1.3.3 รวบรวมข้อมูลในการศึกษาตั้งแต่ ไตรมาส 1 ปี 2552 – ไตรมาส 4 ปี 2562

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.4.1 เพื่อเป็นข้อมูลสำหรับภาครัฐในการวางกรอบงบประมาณรายจ่ายประจำปี และเป็นแนวทางในการวางนโยบายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านรัฐวิสาหกิจ

1.4.2 เพื่อเป็นข้อมูลสำหรับนักลงทุนในการวิเคราะห์ความเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์กลุ่มนี้เพื่อปรับกลยุทธ์การลงทุน

2. ทฤษฎีและการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎี Keynesian Theory

ทฤษฎี Keynesian Theory เป็นทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ที่เน้นการใช้การขับเคลื่อนทางอุปสงค์ (Demand Driven Side) มากกว่าการพึ่งพาภาคเอกชนหรือภาคธุรกิจ (Supply Side) เพื่อการขยายตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ รัฐบาลมักจะเป็นกลไกสำคัญในการกำหนดนโยบายด้านการใช้จ่ายที่สำคัญ ๆ เพื่อเพิ่มการเติบโตของ GDP บวกกับการกำกั้นนโยบายทางการเงินของธนาคารกลาง โดยเคนส์เสนอว่า องค์ประกอบของอุปสงค์มวลรวม คือ

$$Y = C + I + G + (X-M)$$

โดยที่ Y หมายถึง รายได้หรือผลผลิต (Gross Domestic Product : GDP)

C หมายถึง การบริโภค (Consumption: C)

I หมายถึง การลงทุน (Investment Expenditure: I)

G หมายถึง การใช้จ่ายของรัฐบาล (Government Expenditure: G)

X หมายถึง รายได้จากการส่งออก (Exports: X)

M หมายถึง ค่าใช้จ่ายของการนำเข้า (Imports: M)

จากสมการข้างต้นแสดงว่า อุปสงค์มวลรวมจะเกิดจากการใช้จ่ายมวลรวมในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งมีองค์ประกอบจากการใช้จ่ายการบริโภค การใช้จ่ายการลงทุน การใช้จ่ายของภาครัฐบาล การส่งออกสุทธิ ซึ่งการใช้จ่ายข้างต้นจะกำหนดผลผลิตการจ้างงาน ผลผลิต และระดับรายได้ประชาชาติ โดยผ่านการทำงานของตัวทวีคูณ (multiplier) ยิ่งตัวทวีคูณมีค่ามากเท่าใด ย่อมหมายถึง การเปลี่ยนแปลงการใช้จ่ายในระบบเศรษฐกิจจะมีผลเพิ่มผลผลิตและการจ้างงานมากขึ้นเท่านั้น

แนวคิดด้านทวิคูณเป็นค่าที่แสดงถึงขนาดของการเปลี่ยนแปลงของผลผลิตหรือรายได้ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงรายจ่ายในระบบเศรษฐกิจ อาทิเช่น การลงทุนภาคเอกชนและรายจ่ายของภาครัฐบาล ซึ่งตัวทวิคูณจะมีค่ามากกว่า 1 ซึ่งแสดงว่า ผลผลิตหรือรายได้ประชาชาติมากกว่า 1 เท่า (หรือในบางกรณีหลายเท่าตัว) กว่า การเพิ่มขึ้นของรายจ่ายในรอบแรก ค่าที่กำหนดขนาดของตัวทวิคูณที่สำคัญคือ ค่าความโน้มเอียงส่วนเพิ่มของการบริโภค (Marginal Propensity to Consume : MPC) นั่นเอง

ในทัศนะของเคนส์เห็นว่านโยบายการคลังจะมีประสิทธิภาพมากกว่านโยบายการเงินเพราะนโยบายการคลัง โดยเฉพาะในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ ซึ่งมีการว่างงานรวมทั้งทรัพยากรไม่ได้ถูกใช้เต็มที่ นโยบายการคลัง โดยผ่านงบประมาณขาดดุล ย่อมทำให้รายได้ประชาชาติและการจ้างงานเพิ่มขึ้น เพราะการใช้จ่ายภาครัฐบาล มีผลโดยตรงต่อการอัดฉีดรายจ่ายเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ (ตามสมการ $Y = C + I + G + X - M$) และจะมีผลมากยิ่งขึ้น หากตัวทวิคูณมีค่ามาก เพราะจะทำให้รายได้หรือผลผลิตเพิ่มขึ้นหลายรอบ ซึ่งสามารถนำไปสู่ภาวะการจ้างงานเต็มที่ได้ในที่สุด ส่วนนโยบายการเงินนั้นไม่ได้มีผลต่อระดับการใช้จ่ายมวลรวมของระบบเศรษฐกิจโดยตรงเพราะการเพิ่มปริมาณเงินนั้นมีผลต่อการทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลงแล้วดอกเบี้ยจะเป็นกลไกสำคัญในการส่งผ่านให้เกิดการขยายตัวของการลงทุน แต่อย่างไรก็ตาม ในบางสถานการณ์กลับพบว่า หากอัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำมาก ๆ ซึ่งไม่สามารถจะต่ำลงไปได้อีกแล้ว ย่อมไม่เกิดการกระตุ้นการลงทุนและมีการขยายตัวของรายได้ และการจ้างงานหรืออยู่ในภาพที่เคนส์เรียกว่า “กับดักสภาพคล่อง” หรือ “Liquidity Trap” นั่นเอง ภาวะการณ์ข้างต้นหมายความว่า ณ อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำมาก ๆ บุคคลจะถือเงินเพื่อการเก็บกำไรโดยไม่สิ้นสุด เมื่อธนาคารกลางเพิ่มปริมาณเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ย และราคาหลักทรัพย์ก็ไม่เปลี่ยนแปลง การลงทุนภาคเอกชนก็ไม่เพิ่มขึ้น ซึ่งมีผลให้ผลผลิตรายได้รวมทั้งการจ้างงานก็ไม่เพิ่มขึ้น

แนวคิดเคนส์เชื่อมั่นว่าการกระตุ้น อุปสงค์มวลรวม โดยเฉพาะ “นโยบายการคลัง” โดยผ่านการใช้จ่ายของภาครัฐบาลและนโยบายภาษีเป็นเครื่องมือในการกระตุ้นเศรษฐกิจ เพื่อให้มีผลผลิตและการจ้างงานเพิ่มขึ้น โดยหลายประเทศรวมทั้งประเทศไทยได้ใช้แนวคิดเศรษฐศาสตร์ของเคนส์ในการดำเนินนโยบายการคลังและเศรษฐศาสตร์มหภาคด้านอื่น ๆ

2.1.2 ทฤษฎี Arbitrage Pricing Theory (APT)

Ross (1976) ให้ความเห็นว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์น่าจะถูกกำหนดด้วยปัจจัยมหภาคกลุ่มหนึ่ง เช่น กิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศ ซึ่งวัดได้โดยผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross Domestic Product หรือ GDP) สภาพเศรษฐกิจของโลกและภูมิภาค และอัตราเงินเฟ้อ เป็นต้น โดย Ross ได้พัฒนาแบบจำลองใหม่ในการประเมินราคาหลักทรัพย์ชื่อว่า Arbitrage Pricing Theory (APT) ซึ่งจะแสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังไว้กับความเสี่ยงแตกต่างจาก CAPM ที่มีเฉพาะความเสี่ยงของตลาดที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังไว้ของหลักทรัพย์ โดย APT มีแนวคิดที่ว่าปัจจัยเสี่ยงที่กำหนดอัตราผลตอบแทนของหุ้นนั้นมีหลายปัจจัย นอกจากความผันผวนของตลาดหุ้นเองแล้ว ยังมีปัจจัยทางเศรษฐกิจอื่น ๆ หลายตัวแปรด้วยกันที่เข้ามาเกี่ยวข้อง แสดงได้ในรูปสมการดังต่อไปนี้

$$E(R_i) = a_i + b_{i,1} + F_{1,t} + b_{i,2} + F_{2,t} + b_{i,3} + F_{3,t} + \dots + b_{i,j}F_{j,t} + e_{i,t}$$

กำหนดให้

$E(R_i)$ = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i

a_i = ผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้น i

$b_{i,j}$ = ค่าความเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ต่อการเปลี่ยนแปลงของปัจจัย j

$F_{j,t}$ = ค่าดัชนีความเสี่ยงที่มาจากความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากปัจจัย j

โดยที่ $F_{j,t} = E(R_j) - R_f$

กำหนดให้

$E(R_j)$ = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกิดการเปลี่ยนแปลงจากปัจจัย j

R_f = อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง

$e_{i,t}$ = ส่วนที่ไม่คาดการณ์ไว้ของผลตอบแทนในหุ้น i

แต่ทฤษฎี APT นั้น ไม่สามารถระบุได้ว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจเหล่านั้นประกอบด้วยปัจจัยอะไรบ้าง ทำให้นักลงทุนตระหนักได้ว่ามีหลากหลายปัจจัยที่อาจส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของในแต่ละหลักทรัพย์ได้ การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคต่าง ๆ สามารถเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา และส่งผลกระทบต่อที่แตกต่างกับหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันออกไป

2.1.3 แนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ของนักเศรษฐศาสตร์สำนักคลาสสิก

อดัม สมิท (Adam Smith) มีแนวคิดสนับสนุนระบบเศรษฐกิจแบบเสรีนิยม (laissez-faire) โดยจำกัดบทบาทของรัฐบาลในด้านเศรษฐกิจ เพราะมีความเชื่อว่า ระบบเศรษฐกิจแบบเสรีนิยมจะทำให้ประเทศพัฒนาไปด้วยดี เศรษฐกิจของประเทศจะมีความมั่นคงก็ต่อเมื่อรัฐบาลแทรกแซงหรือมีบทบาทในกิจกรรมทางเศรษฐกิจให้น้อยที่สุด รัฐบาลควรมีหน้าที่เพียงอำนวยความสะดวก รักษาความสงบเรียบร้อยของบ้านเมืองและป้องกันประเทศให้เอกชนเป็นผู้ดำเนินการอย่างเสรี

2.1.4 แนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558) การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานเป็นแนวคิดที่มุ่งวิเคราะห์ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงจากการลงทุน และมูลค่าของหลักทรัพย์ เป็นการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ ภาวะอุตสาหกรรม และภาวะบริษัท เพื่อนำมาใช้ในการกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ซึ่งมีกรอบแนวคิด ดังนี้

การวิเคราะห์เศรษฐกิจ (Economic Analysis) เป็นการวิเคราะห์เศรษฐกิจมหภาคโดยเป็นการวิเคราะห์และคาดการณ์เศรษฐกิจในอนาคต ซึ่งจะเป็นการคาดการณ์ในระยะสั้นและระยะยาว อีกทั้งเป็นการวิเคราะห์เศรษฐกิจภายในประเทศและเศรษฐกิจโลก นโยบายเศรษฐกิจจากภาครัฐ เช่น นโยบายการเงินและการคลัง ซึ่งภาวะเศรษฐกิจเป็นผลโดยตรงต่อราคาหลักทรัพย์ ตัวชี้วัดที่นำมาวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจที่จำเป็นในการนำมาวิเคราะห์หลายตัว เช่น ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศ ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน นโยบายการคลังทางการรับและการจ่ายของภาครัฐบาล เป็นต้น

การวิเคราะห์อุตสาหกรรม (Industry Analysis) เป็นการวิเคราะห์วงจรอุตสาหกรรม (Industry Life Cycle) ถึงการแข่งขันภายในกลุ่มอุตสาหกรรม ทิศทางและอนาคตการเติบโตของอุตสาหกรรม ซึ่งขึ้นกับหลาย ๆ ปัจจัย เช่น นโยบายภาครัฐที่จะสนับสนุนหรือเป็นอุปสรรคในการดำเนินธุรกิจ โครงสร้างการเปลี่ยนแปลงของระบบภาษีรัฐบาล เป็นต้น

การวิเคราะห์บริษัท (Company Analysis) เป็นการวิเคราะห์เพื่อคัดเลือกบริษัทที่ควรลงทุน ซึ่งเป็นการวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (Qualitative Analysis) เช่น ความน่าเชื่อถือของผู้บริหาร บุคลากร ชีตความสามารถด้านการตลาด การผลิต เป็นต้น และวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) จากงบการเงินทั้งในอดีตและปัจจุบัน เพื่อนำมาประมาณการกำไรต่อหุ้นและราคาหุ้นในอนาคต

2.2 การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 การศึกษาเกี่ยวกับการใช้จ่ายของภาครัฐ

การศึกษาเกี่ยวกับการใช้จ่ายของภาครัฐมีอยู่อย่างมากมายทั้งในประเทศและต่างประเทศ แต่ส่วนใหญ่แล้วจะศึกษาในด้านความสัมพันธ์ของการใช้จ่ายภาครัฐกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ผลการศึกษาพบว่า รายจ่ายเพื่อการบริโภคและการลงทุนของรัฐบาลถือเป็นรายจ่ายที่ก่อให้เกิดผลผลิตเพื่อเสริมสร้างความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจให้แก่ประเทศ

ความสัมพันธ์ของการลงทุนภาครัฐบาลกับอัตราการเจริญเติบโตของผลผลิต (เสาวนีย์, 2543) การลงทุนของทั้งภาครัฐบาลและเอกชนเป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้ระดับอุปสงค์รวมเปลี่ยนแปลงจึงมีความสำคัญอย่างมากต่อการพัฒนาเศรษฐกิจ เป็นรายจ่ายที่ก่อให้เกิดผลผลิตเพื่อเสริมสร้างความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจให้แก่ประเทศ (จำเริญ, 2541) นอกจากนั้น มีการวิเคราะห์ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงองค์ประกอบของการใช้จ่ายภาครัฐที่มีต่อเศรษฐกิจไทย ผ่านแบบจำลองดุลยภาพทั่วไป CAMGEM โดยการเปลี่ยนแปลงในรายจ่ายของรัฐประเภทต่างๆ ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในอุปสงค์ขั้นสุดท้ายของรัฐที่มีต่อสินค้าในแต่ละภาคการผลิต (อริยสัจจาร, 2544) และมีการศึกษาผลกระทบของการลงทุนภาครัฐที่มีต่อการลงทุนภาคเอกชนของประเทศไทย โดยพบว่า การลงทุนภาครัฐย้อนหลัง 2 ปีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการลงทุนภาคเอกชน อาจเกิดจากการที่ภาคเอกชนเห็นโอกาสในการทำธุรกิจจากการที่รัฐบาลลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (สุรียันรติกร, 2556)

การศึกษาในต่างประเทศ มีการศึกษาว่าการใช้จ่ายภาครัฐมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับจีดีพีจึงแนะนำให้รัฐบาลใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดเพื่อลดอัตราเงินเฟ้อ เนื่องจากผลการวิจัยพบว่าเงินเฟ้อมีผลกระทบทางลบต่อ GDP ในกรณีของประเทศกำลังพัฒนาเช่นปากีสถาน ควรยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ (Alias, n.d.) การใช้จ่ายภาครัฐที่เพิ่มขึ้นมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนที่คาดหวัง แต่ผลกระทบนี้มีนัยสำคัญทางสถิติสำหรับพันธบัตรในระยะสั้น (Tavares & Valkanov, 2003) และการลงทุนของรัฐบาลในระบบโครงสร้างพื้นฐานมีผลกระทบในทิศทางเดียวกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ แต่ค่าสัมประสิทธิ์ของการลงทุนในระบบโครงสร้างพื้นฐานต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศมีค่าค่อนข้างน้อยเมื่อเทียบกับค่าสัมประสิทธิ์ของการลงทุนทางด้านเครื่องจักรและอุปกรณ์ต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (Loncan, 2005) และยังมีการศึกษาว่าการใช้จ่ายของภาครัฐบาลมีผลกระทบต่อตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคของประเทศไทย ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยภาษี การบริโภคภาคเอกชน การลงทุนภาคเอกชน และผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ทุกตัวในระยะยาว ส่วนการปรับตัวในระยะสั้นมีเพียงแค่การลงทุนภาคเอกชน (สมมิตร, 2550)

2.2.2 การศึกษาที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์

การศึกษาที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์มีอยู่อย่างมากมายเช่นเดียวกัน ทั้งในและต่างประเทศ ซึ่งดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ไทย อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง และราคาน้ำมันดิบมีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานในทิศทางเดียวกัน และดัชนีราคาผู้บริโภคมีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานในทิศทางเดียวกัน (สุวรรณเดช, 2552)

การเปลี่ยนแปลงราคาน้ำมันในตลาด nymex ณ วันสิ้นเดือน ยอดสะสมเงินลงทุนของนักลงทุนจากต่างประเทศ และอัตราดอกเบี้ยพื้นฐานของธนาคารกลางญี่ปุ่น (Bank Of Japan) มีอิทธิพลต่อมูลค่าตลาดของหุ้นกลุ่มพลังงานในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางญี่ปุ่นมีอัตราที่ต่ำทำให้มีการกู้เงินทุนระยะสั้นจากญี่ปุ่นไปลงทุนในตลาดที่มีผลตอบแทนสูงกว่า (yen carry trade) ส่วนอัตราส่วนระหว่างผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลทั้งกลุ่มต่อราคาหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าตลาดของหุ้นกลุ่มพลังงาน เนื่องจากเมื่อราคาหุ้นเพิ่มขึ้นอัตราส่วนระหว่างผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลทั้งกลุ่มต่อราคาจะลดลง เนื่องจากอัตราเงินปันผลเท่าเดิมแต่ราคาเพิ่มขึ้นทำให้อัตราส่วนลดลง (ทศสุรวงศ์, 2551)

มีการศึกษาปัจจัยที่กำหนดการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนรายย่อย พบว่า ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์มีความสัมพันธ์กับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิของนักลงทุนรายย่อยในทิศทางเดียวกัน และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประเภทออมทรัพย์ และดัชนีราคาผู้บริโภคมีความสัมพันธ์กับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิของนักลงทุนรายย่อยในทิศทางตรงกันข้าม (บุตพรหม, 2547) และมีการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลการศึกษาที่มีผลในทิศทางเดียวกันกับดัชนีราคาหลักทรัพย์ ได้แก่ Foreign Trading/Million Baht อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น/ราคาปิดต่อกำไรสุทธิ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ดัชนีราคาผู้บริโภคภายในประเทศ และอัตราดอกเบี้ยเงิน

ฝากประจำ 3 เดือน ส่วนปัจจัยที่มีผลในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีราคาหลักทรัพย์อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา อัตราเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตร (บุญยะพงศ์ไชย)

นอกจากปัจจัยดังกล่าวแล้ว ดัชนีราคาหุ้นกลุ่มพลังงาน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากเฉลี่ย 3 เดือน ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ และดัชนีราคาผู้บริโภครายเดือน ยังเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นบริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงานด้วยเช่นกัน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเฉลี่ย 3 เดือน สูงถึง 5.35 นั่นคือ ถ้าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเฉลี่ย 3 เดือน มีแนวโน้มสูงขึ้นจะทำให้การเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นบริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) มีแนวโน้มสูงขึ้นตามไปด้วย ในส่วนของหุ้นบริษัท ปตท.จำกัด (มหาชน) ปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น ได้แก่ ดัชนีราคาหุ้นกลุ่มพลังงาน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากเฉลี่ย 3 เดือน ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ และอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเฉลี่ย 3 เดือน สูงถึง 3.82 แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น (ศรีอังคาร, 2551) ไม่เพียงแค่นั้น ยังมีการศึกษาความสัมพันธ์และระดับความมีอิทธิพลของปัจจัยที่มีผลต่อราคาหุ้นบริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) (PTTEP) ซึ่งปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อราคาหุ้น PTTEP ในทิศทางเดียวกัน ได้แก่ ดัชนีราคาหุ้นกลุ่มพลังงาน และราคาน้ำมันดิบ เนื่องจากราคาน้ำมันดิบเป็นสินค้าหลักของบริษัท เมื่อขายสินค้าได้มาก ย่อมส่งผลให้ผลประกอบการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น มีกำไรมากขึ้น ทำให้นักลงทุนหันมาลงทุนในหุ้นของบริษัทเพิ่มขึ้น โดยอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน มี ผลต่อราคาหุ้น PTTEP ในทิศทางตรงกันข้าม เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ในช่วงที่ทำการศึกษามีแนวโน้มลดลงทำให้นักลงทุนหันมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากกว่าตลาดเงินส่งผลให้เกิดความต้องการลงทุนในหุ้นสูงขึ้นและส่งผลกระทบต่อต้นทุนทางการเงินของบริษัทลดลง ผลการดำเนินงานดีขึ้น ทำให้ราคาหุ้นมีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้น ส่วนราคาทองคำและอัตราเงินเฟ้อ ไม่สามารถอธิบายได้เนื่องจากในช่วงที่ได้ทำการศึกษาราคาทองคำมีราคาสูงมาก ทำให้นักลงทุนเทขายทองเพื่อเก็งกำไรกันมากขึ้น ส่งผลให้นักลงทุนลงทุนในทองคำ มากกว่าลงทุนในหุ้น และข้อมูลอัตราเงินเฟ้อมีค่าที่ไม่แน่นอนเพราะในช่วงที่ศึกษาอยู่ในช่วงที่ประเทศประสบปัญหาทางการเมืองและปัญหาภัยพิบัติทางธรรมชาติอย่างรุนแรง (ศรีสุใส, 2556)

นอกจากหุ้น PTT และ PTTEP แล้ว ยังมีการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อราคาหุ้นของ RATCH อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งได้แก่ ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก มีผลต่อราคาหุ้นของ RATCH ในทิศทางตรงกันข้าม เนื่องจากการที่ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกมีการปรับตัวที่สูงขึ้น จะทำให้ต้นทุนการผลิตไฟฟ้าของบริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรี จำกัด (มหาชน) สูงขึ้น จึงส่งผลให้ผลประกอบการของบริษัทฯ ไปในทางที่ลดลง ทำให้การเข้ามาลงทุนในหุ้นของบริษัทฯ มีแนวโน้มลดลง ราคาทองคำมีผลต่อราคาหุ้นของ RATCH ในทิศทางเดียวกัน ส่วนดัชนีการลงทุนภาคเอกชนและอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐเป็นปัจจัยที่ไม่มีผลต่อราคาหุ้นของ RATCH ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน อาจเนื่องมาจากช่วงที่ทำการศึกษามีปริมาณการลงทุนของภาคเอกชนค่อนข้างต่ำ (รักมีสุข, 2556)

ปริมาณการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มบริการขนส่งและโลจิสติกส์ ส่วนราคาน้ำมันดิบ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และปริมาณการส่งออกไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ อาจมาจากภาครัฐมีนโยบายที่ตรึงราคาน้ำมันและยังสะท้อนถึงประสิทธิภาพด้านราคาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่ในระดับกลาง (ทรงต่อศรีสกุล, 2551)

ส่วนหลักทรัพย์กลุ่มธนาคาร ได้มีการศึกษา พบว่า ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) และปริมาณเงินที่แท้จริง (M2) มีความสัมพันธ์เชิงบวกเป็นตามสมมติฐาน ยกเว้น WGDP มีความสัมพันธ์เชิงลบซึ่งต่างจากสมมติฐาน (แก่ระดมกิจ, 2547)

การศึกษาในต่างประเทศ มีแนวคิดที่ว่า GDP อาจมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากเมื่อการบริโภคเพิ่มขึ้นจะทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น เป็นผลจากการที่แต่ละบุคคลมีรายได้ที่มีมากขึ้นจะมีการเพิ่มอรรถประโยชน์มากขึ้นซึ่งขึ้นอยู่กับระดับการบริโภคและช่วงเวลา (Modigliani, 1971 อ้างใน Duca, 2007) มีการศึกษาความสัมพันธ์ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในประเทศกลุ่ม ASEAN ทั้งหมดกับปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ GNP ดัชนีราคาผู้บริโภค ปริมาณเงินในระบบ

อัตราดอกเบี้ยในตลาด และอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งมีความสัมพันธ์กับราคาดัชนีหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยพบว่าปัจจัยต่างๆ สามารถพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงราคาดัชนีหุ้นในอนาคตได้ และนอกจากนี้ยังศึกษาถึงความสัมพันธ์ต่อตัวแปรทั้งหมด โดยใช้ Granger Causality Test ในการทดสอบพบว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์สามารถคาดการณ์ GNP CPI ของทุกประเทศได้ ส่วนประเทศไทย ประเทศอินโดนีเซีย และประเทศมาเลเซีย ดัชนีตลาดหลักทรัพย์สามารถคาดการณ์ตัวแปรเศรษฐกิจได้ ยกเว้นอัตราแลกเปลี่ยน ส่วนประเทศฟิลิปปินส์และสิงคโปร์ ไม่สามารถอธิบายปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยได้ (Sharma & Wongbangpo, 2002) และตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของดัชนีหลักทรัพย์ของตลาดอย่างมีนัยสำคัญในประเทศบราซิล อินเดียและจีน แต่ไม่พบความสัมพันธ์ในรัสเซีย ส่วนตัวแปรราคาน้ำมันดิบมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนของดัชนีหลักทรัพย์ของตลาดเฉพาะประเทศอินเดียเท่านั้น ส่วนตัวแปรผลตอบแทนของดัชนีหลักทรัพย์ตลาดของช่วงก่อนหน้าไม่พบความสัมพันธ์ในประเทศใด ๆ เลย ถึงอย่างไรก็ตามก็ยังคงมีความเชื่อว่า ยังมีปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคอื่น ๆ ที่สัมพันธ์กับดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดของประเทศดังกล่าว (Gay, 2008)

2.2.3 การศึกษาที่เกี่ยวข้องกับรัฐวิสาหกิจ

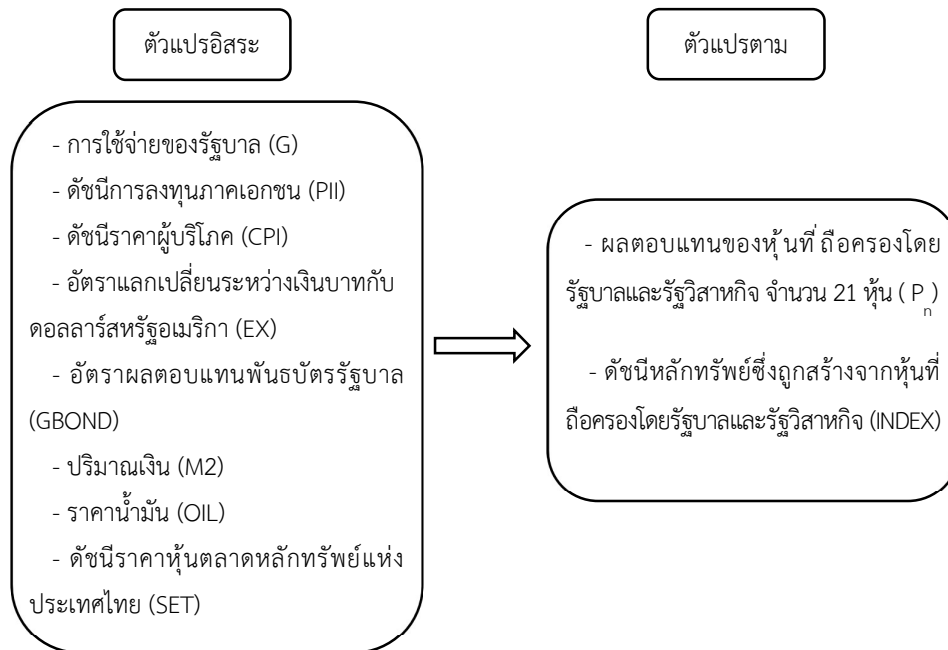
การศึกษาที่เกี่ยวข้องกับรัฐวิสาหกิจมีอยู่ไม่มากนัก โดยมีการศึกษาว่าการถือหุ้นโดยรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ศรีจันทร์เพชร, 2562) กิจกรรมที่มีความเกี่ยวข้องกับการเมือง โดยทั่วไปแล้วจะทำให้รายงานทางการเงินมีคุณภาพต่ำ นอกจากนั้นบริษัทยังได้รับประโยชน์จากทรัพยากรในด้านต่าง ๆ เช่น การมีสิทธิเข้าถึงแหล่งเงินทุนและระดับภาษีที่ต่ำลง ซึ่งบริษัทจะไม่คำนึงถึงคุณภาพของรายงานทางการเงิน (Chaney, Faccio, & Parsley, 2011) บริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับการเมืองจะมีคุณภาพกำไรที่ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับการเมือง และมีการศึกษาถึงผลของการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่มีต่อตลาดทุน โดยได้ประเมินมูลค่ารัฐวิสาหกิจทางบัญชีก่อนที่รัฐวิสาหกิจจะถูกแปรรูปออกไป และประเมินว่าหากรัฐบาลแปรรูปรัฐวิสาหกิจแล้วจะทำให้ตลาดทุนขยายตัวเป็นอย่างมาก อย่างไรก็ตามขณะที่ทำการศึกษางานวิจัยชิ้นนี้นั้นมีเพียง บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) เท่านั้นที่ถูกแปรรูปออกไป (โอภาสวงการ, 2545) ต่อมา ได้มีการวิเคราะห์ความสามารถในการดำเนินงานหลังการแปรรูปของบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) และ บริษัทบางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) โดยใช้ข้อมูลทางการเงินและการดำเนินงาน พบว่า บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) นั้นมีผลประกอบการที่ดีขึ้นหลังจากการแปรรูปแล้ว อันเนื่องมาจากการที่ บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) ดำเนินกิจการผูกขาดก๊าซธรรมชาติ และมีความสามารถในการแข่งขันในกิจการที่มีการแข่งขันสูงอันได้แก่ธุรกิจน้ำมัน โดยมีความได้เปรียบที่มีโรงกลั่นเป็นของตนเอง (ระเวกโสม, 2547)

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่า การศึกษาเกี่ยวกับการใช้จ่ายของภาครัฐมีอยู่อย่างมากมายทั้งในประเทศและต่างประเทศ แต่จะศึกษาในด้านความสัมพันธ์ของการใช้จ่ายภาครัฐกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเสียเป็นส่วนใหญ่ เช่นเดียวกับการศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ซึ่งส่วนใหญ่จะเน้นศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม ส่วนการศึกษาเรื่องรัฐวิสาหกิจที่เกี่ยวข้องมีอยู่ไม่มากนักและเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นโดยรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจกับการจัดการกำไร แม้ว่าจะมีการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เป็นรัฐวิสาหกิจอยู่บ้าง ซึ่งโดยส่วนใหญ่แล้วจะเป็นการศึกษาเฉพาะหลักทรัพย์ที่สำคัญและมีมูลค่าตลาดสูง เช่น บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) แต่ยังไม่มีการศึกษาที่ศึกษาว่าการใช้จ่ายของรัฐบาลส่งผลอย่างไรต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจ ซึ่งมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับรัฐบาลเอง และมีความได้เปรียบผู้ประกอบการภาคเอกชนหลายประการ หลักทรัพย์กลุ่มดังกล่าวจะได้รับผลประโยชน์หรือเสียผลประโยชน์จากการใช้จ่ายของรัฐบาลในการกระตุ้นเศรษฐกิจในทิศทางใด

2.3 กรอบแนวคิด

จากการทบทวนวรรณกรรมสามารถกำหนดกรอบแนวคิดในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการใช้จ่ายภาครัฐกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจได้ดังภาพที่ 2 โดยกำหนดผลตอบแทนของหุ้นที่ถือครองโดย

รัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ และดัชนีหลักทรัพย์ซึ่งถูกสร้างจากหุ้นที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นตัวแปรตาม หรือตัวแปรกำหนด (Dependent Variable) และการใช้จ่ายของรัฐบาลเป็นตัวแปรอิสระ (Independent Variable) นอกจากนั้น เพื่อให้การประมาณค่ามีความสมบูรณ์มากขึ้น จึงได้คัดเลือกตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์มหภาคและตัวแปรอื่นที่อาจมีผลต่อการประมาณค่า ได้แก่ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน, ดัชนีราคาผู้บริโภค, อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกา, อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล, ปริมาณเงิน และราคาน้ำมันดิบด้วย



ภาพที่ 2 กรอบแนวคิดในการวิจัย

3. ระเบียบวิธีวิจัย

3.1 ข้อมูลการศึกษา

การศึกษานี้จะใช้รูปแบบของข้อมูลทุติยภูมิรายไตรมาส ระยะเวลาตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2552 จนถึงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2562 โดยมีตัวแปรหลักที่ใช้ในการประมาณค่า ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ ดัชนีหลักทรัพย์ซึ่งถูกสร้างจากหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ การใช้จ่ายของรัฐบาล ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกา อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ปริมาณเงิน ราคาน้ำมันดิบ ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ราคาทองคำ และดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์

3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาและวิธีการเก็บข้อมูล

3.2.1 ตัวแปรตาม

1) ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจรายไตรมาส โดยนำข้อมูลจากหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนและถูกจัดอันดับอยู่ในดัชนีหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 100 อันดับแรก (SET100) ที่มีรัฐบาล (กระทรวงการคลัง) หรือรัฐวิสาหกิจเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกและถือครองหุ้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 5 ซึ่งมีจำนวนทั้งสิ้น 21 หลักทรัพย์ ประกอบไปด้วย

หลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาล (มีฐานะเป็นรัฐวิสาหกิจ)

- PTT บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)
- AOT บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)
- KTB ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน),
- MCOT บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน)
- THAI บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)

หลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐวิสาหกิจ

- PTTEP บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
- PTTGC บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)
- IRPC บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)
- TOP บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)
- GPSC บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)
- RATCH บริษัท ราช กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
- EGCO บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)
- KTC บริษัท บัตรกรุงไทย จำกัด (มหาชน)
- BEM บริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
- BDMS บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน)
- MFC บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน)
- DTAC บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)
- PDI บริษัท ฝาแดงอินเตอร์สตี จำกัด (มหาชน)
- NEP บริษัท เอ็นอีพี อสังหาริมทรัพย์ และอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
- TMB ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)
- BCP บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

2) ดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ

การสร้างดัชนี

การสร้างดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ จะคำนวณโดยนำหลักทรัพย์ทั้ง 21 หลักทรัพย์มาคำนวณถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization Weighted) ด้วยการเปรียบเทียบมูลค่าตลาดรวมของทุกหลักทรัพย์ในไตรมาสปัจจุบัน (Current Market Value : CMV) กับมูลค่าตลาดรวมของทุกหลักทรัพย์ในไตรมาสอ้างอิง (Base Market Value : BMV) คือ ไตรมาสที่ 1 พ.ศ.2552 ซึ่งค่าดัชนีเริ่มต้นที่ 100 จุด โดยมีสูตรการคำนวณ ดังนี้

$$\text{INDEX ไตรมาสปัจจุบัน} = \frac{\text{มูลค่าตลาดรวมของทุกหลักทรัพย์ในไตรมาสปัจจุบัน (CMV)}}{\text{มูลค่าตลาดรวมของทุกหลักทรัพย์ในไตรมาสอ้างอิง (BMV)}} \times 100$$

การปรับฐานการคำนวณดัชนี

เนื่องจากหลักทรัพย์บางตัวจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ภายหลังจากไตรมาสอ้างอิงที่นำมาใช้ ทำให้ต้องมีการปรับฐานการคำนวณโดยการปรับไตรมาสอ้างอิง เพื่อให้ดัชนีสะท้อนการเปลี่ยนแปลงด้านราคาเพียงอย่างเดียว จึงต้องตัดผลกระทบอันเกิดจากการเปลี่ยนแปลงจำนวนหุ้นจดทะเบียนออกไป โดยจะมีการปรับฐานการคำนวณทุกครั้งที่มีหลักทรัพย์ใด ๆ จดทะเบียนเข้าใหม่ในตลาดหลักทรัพย์ ใช้หลักการในการคำนวณ ดังนี้

INDEX หลังจากหลักทรัพย์_i เข้าตลาด = INDEX ก่อนหลักทรัพย์_i เข้าตลาด

$$\frac{CMV_n}{BMV_n} = \frac{CMV_0}{BMV_0}$$

$$BMV_n = BMV_0 \times \frac{CMV_n}{CMV_0}$$

โดย BMV_0 คือ มูลค่าตลาดรวมของทุกหลักทรัพย์ในไตรมาสอ้างอิงเดิม

CMV_0 คือ มูลค่าตลาดรวมของทุกหลักทรัพย์ในไตรมาสปัจจุบันที่ไม่รวมมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์_i

BMV_n คือ มูลค่าตลาดรวมของทุกหลักทรัพย์ในไตรมาสอ้างอิงหลังจากการปรับ

CMV_n คือ มูลค่าตลาดรวมของทุกหลักทรัพย์ในไตรมาสปัจจุบันที่รวมมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์_i

3.2.2 ตัวแปรอิสระ

- การใช้จ่ายภาครัฐ (G) (หน่วย: ร้อยละ) จะใช้ข้อมูลการเบิกจ่ายงบประมาณรายจ่ายประจำปีคิดเป็นรายไตรมาส ซึ่งได้มีการบันทึกไว้ในระบบบริหารการเงินการคลังภาครัฐแบบอิเล็กทรอนิกส์ (GFMIS) ข้อมูลจากสำนักงบประมาณและสำนักเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง โดยคำนวณเป็นผลต่างระหว่างไตรมาสปัจจุบันกับไตรมาสก่อนหน้า

- ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) (หน่วย: ร้อยละ) รวบรวมข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทยหรือจาก www.bloomberg.com โดยคำนวณจากผลต่างระหว่าง PII ของไตรมาสปัจจุบันกับไตรมาสก่อนหน้า

- ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) (หน่วย: ร้อยละ) รวบรวมจากสำนักดัชนีเศรษฐกิจการค้า สำนักงานปลัดกระทรวงกระทรวงพาณิชย์ หรือจาก www.bloomberg.com โดยคำนวณจากผลต่างระหว่าง CPI ของไตรมาสปัจจุบันกับไตรมาสก่อนหน้า

- อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกา (EX) (หน่วย: ร้อยละ) รวบรวมจากธนาคารแห่งประเทศไทยหรือจาก www.bloomberg.com โดยคำนวณจากผลต่างระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนของไตรมาสปัจจุบันกับไตรมาสก่อนหน้า

- อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (GBOND) (หน่วย: ร้อยละ) รวบรวมจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือจาก www.bloomberg.com โดยคำนวณจากผลต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของไตรมาสปัจจุบันกับไตรมาสก่อนหน้า

- ปริมาณเงิน (M2) (หน่วย: ร้อยละ) รวบรวมจากธนาคารแห่งประเทศไทยหรือจาก www.bloomberg.com โดยคำนวณจากผลต่างระหว่างปริมาณเงินของไตรมาสปัจจุบันกับไตรมาสก่อนหน้า

- ราคาน้ำมันดิบในตลาด Brent Crude Oil (OIL) (หน่วย: ร้อยละ) รวบรวมจากธนาคารแห่งประเทศไทยหรือจาก www.bloomberg.com โดยคำนวณจากผลต่างระหว่างราคาน้ำมันของไตรมาสปัจจุบันกับไตรมาสก่อนหน้า

- ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) (หน่วย: ร้อยละ) จากฐานข้อมูล SETSMART หรือจาก www.bloomberg.com โดยคำนวณจากผลต่างระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไตรมาสปัจจุบันกับไตรมาสก่อนหน้า

- ราคาทองคำ (GOLD) (หน่วย: ร้อยละ) รวบรวมจาก www.bloomberg.com โดยคำนวณจากผลต่างระหว่างราคาทองคำของไตรมาสปัจจุบันกับไตรมาสก่อนหน้า

- ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ (DJI) (หน่วย: ร้อยละ) รวบรวมจาก www.bloomberg.com โดยคำนวณจากผลต่างระหว่างดัชนีของไตรมาสปัจจุบันกับไตรมาสก่อนหน้า

โดยข้อมูลทุกตัวแปรจะถูกจัดอยู่ในรูปอัตราการเปลี่ยนแปลง (หน่วย: ร้อยละ) ซึ่งสามารถคำนวณได้จากสมการ

$$\text{อัตราการเปลี่ยนแปลง} = \frac{X_{n+1} - X_n}{X_n}$$

3.3 สมมติฐานการศึกษา

ในการศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการใช้จ่ายภาครัฐและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ โดยตั้งอยู่บนสมมติฐาน ดังต่อไปนี้

3.3.1 การใช้จ่ายภาครัฐเพื่อการกระตุ้นเศรษฐกิจจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นไปตามแนวคิดที่ว่า การใช้จ่ายของรัฐบาลส่งผลบวกต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมประเทศและส่งผลให้เศรษฐกิจดีขึ้น จึงทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ดีขึ้น และดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจจะมีความสัมพันธ์การใช้จ่ายภาครัฐในทิศทางเดียวกัน เช่นเดียวกัน เนื่องจากดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจจะแสดงถึงระดับราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มทั้งหมด

3.3.2 ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) จะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นไปตามแนวคิดของเคนส์

3.3.3 ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) จะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นไปตามแนวคิดของเคนส์

3.3.4 อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกา (Exchange Rate) จะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

3.3.5 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (GBOND) จะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

3.3.6 ปริมาณเงิน (M2) จะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน เป็นไปตามงานศึกษาของ จันทรดี เก่งระดมกิจ (2547)

3.3.7 ราคาน้ำมันดิบในตลาด Brent Crude Oil (OIL) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากราคาน้ำมันดิบเป็นสินค้าหลักของบริษัท เมื่อขายสินค้าได้มาก ย่อมส่งผลให้ผลประกอบการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น มีกำไรมากขึ้น ทำให้นักลงทุนหันมาลงทุนในหุ้นของบริษัทเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานขั้นตอนการวิเคราะห์เศรษฐกิจ ที่ว่าด้วยราคาน้ำมันเป็นตัวแปรที่สำคัญต่อความเจริญเติบโตทางด้านเศรษฐกิจ จึงถือเป็นตัวแปรที่สำคัญต่อความเจริญเติบโตทางด้านเศรษฐกิจ

3.3.8 ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน เป็นไปตามงานศึกษาของ สุวดี สุวรรณเดช (2552) และอรรถสิทธิ์ บุตรพรหม (2547)

3.3.9 ราคาทองคำ (GOLD) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากทองคำเป็นสินทรัพย์ปลอดภัยและมีราคาตกลงในอัตราต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์เมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ และเพิ่มขึ้นในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ในอัตราที่สูงกว่า หากราคาทองสูงขึ้น นักลงทุนจะขายทองเพื่อนำมาลงทุนในหลักทรัพย์จึงทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้นได้ เป็นไปตามงานศึกษาของ ณิชชนก แซ่เบ๊ (2562)

3.3.10 ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ (DJI) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์เป็นตัวแสดงถึงความเปลี่ยนแปลงของปัจจัยต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในต่างประเทศ ซึ่งตลาดหุ้นไทยมักจะสะท้อนและตอบรับกับปัจจัยต่างประเทศเช่นกัน เป็นไปตามงานศึกษาของ แสงเพชร ศรีอังคาร (2551) ณิชชนก แซ่เบ๊ (2562) และอรรถสิทธิ์ บุตรพรหม (2547)

3.4 การวิเคราะห์ข้อมูล

ในขั้นตอนนี้จะแบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 2 ส่วนหลัก ได้แก่ การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจกับตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ รายละเอียดดังนี้

3.4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) จะทำการนำเสนอและวิเคราะห์สถิติที่สำคัญของตัวแปรต่าง ๆ ได้แก่ ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation: S.D.) เพื่อให้เห็นถึงภาพรวมทั่วไปของข้อมูลและลักษณะการแจกแจงค่าสถิติเบื้องต้น

3.4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ โดยอาศัยแบบจำลองเศรษฐมิติ (Econometrics) ในการวิเคราะห์ ซึ่งมีขั้นตอนการทดสอบ ดังนี้

1) การทดสอบความนิ่ง (Stationary Test) ของข้อมูล

จะทำการทดสอบความนิ่ง (Stationary Test) ของข้อมูลโดยการตรวจสอบปัญหา Unit Root ด้วยวิธีการ Augmented Dickey Fuller (ADF) เนื่องจากข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series Data) มักจะมีความไม่นิ่งของข้อมูล และการนำข้อมูลที่มีความไม่นิ่งมาใช้ในการวิเคราะห์จะทำให้เกิด Spurious Regression ซึ่งจะได้อาณาการ R Squared, t-statistic และ F-statistic ที่ไม่ถูกต้อง ดังนั้น เพื่อให้การศึกษาถูกต้องและมีความน่าเชื่อถือจึงต้องทำให้ข้อมูลที่น่านำมาใช้มีความนิ่ง โดยการทดสอบ Augmented Dickey Fuller (ADF) มีรูปแบบจำลองสมการที่นำมาใช้ในการทดสอบ คือ

$$\text{Intercept} \quad \Delta x_t = \alpha + \theta x_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi_i \Delta x_{t-1} + \varepsilon_t$$

โดยที่

x_t	=	ข้อมูลตัวแปร ณ เวลา t
x_{t-1}	=	ข้อมูลตัวแปร ณ เวลา t-1
$\alpha, \beta, \theta, \phi$	=	ค่าพารามิเตอร์
t	=	ค่าแนวโน้ม
ε_t	=	ค่าความคลาดเคลื่อนเชิงสุ่ม

สมมติฐานการทดสอบ

$$H_0 : \theta = 0 \text{ (มี Unit Root)}$$

$$H_1 : \theta < 0 \text{ (ไม่มี Unit Root)}$$

การทดสอบว่าข้อมูลมีปัญหา Unit Root หรือไม่ สามารถพิจารณาได้จากการเปรียบเทียบค่าสถิติ ADF Test กับค่า MacKinnon Critical (Test critical values) หากค่าสถิติ ADF Test มากกว่าค่า MacKinnon Critical ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 1 ร้อยละ 5 และร้อยละ 10 จะสามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ แสดงว่าข้อมูลไม่มีปัญหา Unit Root หรือมีความนิ่ง แต่หากค่าสถิติ ADF Test น้อยกว่าค่า MacKinnon Critical แสดงว่ายอมรับสมมติฐานหลัก ข้อมูลมีลักษณะไม่นิ่ง ซึ่งจะทำให้การแก้ไขปัญหาดังกล่าวโดยใช้ First Difference Method ต่อไป

2) การทดสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)

เนื่องจากสมการถดถอยพหุคูณเป็นสมการที่มีตัวแปรอิสระจำนวนมากเกินกว่า 1 ตัวแปร อาจเกิดปัญหาที่ตัวแปรอิสระในสมการมีความสัมพันธ์กันเอง หากตัวแปรอิสระเหล่านั้นมีความสัมพันธ์กันในระดับสูงจะส่งผลให้สมการที่ใช้ทดสอบมีความคลาดเคลื่อน ในการศึกษาจะอาศัยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ระหว่างตัวแปรอิสระทีละคู่ เพื่อทดสอบว่าตัวแปรอิสระคู่ใดมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ โดยกำหนดค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระให้มีค่าสูงกว่า 0.8 หรือมีค่าต่ำกว่า -0.8 ซึ่งหากตัวแปรอิสระใดมีความสัมพันธ์กันเกินค่าที่กำหนดไว้จะทำการตัดแปรตัวใดตัวหนึ่งทิ้ง โดยเลือกตัดออกจากตัวแปรที่ไม่มีนัยสำคัญก่อน

3) การทดสอบปัญหาตัวคลาดเคลื่อนมีสหสัมพันธ์กัน (Autocorrelation)

ปัญหา Autocorrelation หรือ Serial Correlation คือสถานการณ์ที่ Error Term ไม่เป็นอิสระต่อกันในระหว่างช่วงเวลา หรือมีค่าไม่เท่ากับ 0 ซึ่งไม่เป็นไปตามข้อสมมติในการประมาณสมการถดถอย กล่าวคือ $Cov(\mathbf{E}_i, \mathbf{E}_j) \neq 0$ สำหรับทุกค่าที่ $i \neq j$ การเกิดปัญหา Autocorrelation จะทำให้ตัวประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยยังคงมีคุณสมบัติที่ไม่เอนเอียง Unbiased แต่ความแปรปรวนของสัมประสิทธิ์ไม่เป็นค่าต่ำที่สุด หรือไม่เป็น BLUE ส่งผลให้ค่า t-statistic และ F-statistic คลาดเคลื่อนจากความเป็นจริง และมีผลต่อความน่าเชื่อถือของผลการทดสอบ โดยในการศึกษานี้จะทดสอบปัญหา Autocorrelation ด้วยวิธี Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test มีสมมติฐานของการทดสอบ ดังนี้

$H_0 : \rho = 0$ (ไม่มีปัญหา Autocorrelation หรือ Error Term เป็นอิสระต่อกัน)

$H_1 : \rho \neq 0$ (มีปัญหา Autocorrelation หรือ Error Term ไม่เป็นอิสระต่อกัน)

โดยที่ ρ คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของความสัมพันธ์กันเอง

โดยทำการประมาณการสมการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares) แล้วเลือกการทดสอบ Serial Correlation LM Test การพิจารณาว่าเกิดปัญหา Autocorrelation หรือไม่ จะพิจารณาจากค่าสถิติของ Obs*R-squared หาก Prob. Chi² ที่คำนวณได้สูงกว่าระดับนัยสำคัญที่เลือก กล่าวคือ Prob. Chi² > 0.05 (ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95) จะสามารถยอมรับสมมติฐานหลัก H_0 แสดงว่าไม่มีปัญหา ในทางกลับกัน หาก Prob. Chi² ที่คำนวณได้ต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่เลือก กล่าวคือ Prob. Chi² < 0.05 (ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95) จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก H_0 แสดงว่ามีปัญหา Autocorrelation ซึ่งต้องทำการแก้ไขปัญหาโดยการทำให้ Standard Error มีความถูกต้องด้วยวิธี Newey-West Method

4) การทดสอบปัญหาตัวคลาดเคลื่อนมีความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroskedasticity)

ปัญหา Heteroskedasticity เป็นปัญหาที่ความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนที่ได้จากการประมาณค่ามีค่าไม่คงที่ หรือไม่เป็น Homoskedasticity กล่าวคือ $E(\mathbf{E}_i^2) \neq \sigma^2$ การวิเคราะห์สมการถดถอยที่ตัวคลาดเคลื่อนมีความแปรปรวนไม่คงที่จะยังมีคุณสมบัติไม่เอนเอียง Unbiased และ Consistency แต่ตัวประมาณเหล่านั้นจะไม่มีคุณสมบัติ Efficiency และทำให้ค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐานของตัวประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยมีค่าแตกต่างไปจากความเป็นจริง ส่งผลให้ค่า t-statistic และ F-statistic คลาดเคลื่อนจากความเป็นจริง และมีผลต่อความน่าเชื่อถือของผลการทดสอบ โดยในการศึกษานี้จะทดสอบปัญหาโดยวิธี White Test แบบไม่มีพจน์ที่ตัวแปรอธิบายคูณกัน (No Cross Term) ภายใต้สมมติฐาน

$H_0 : \text{Homoskedasticity (ค่าความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนมีค่าคงที่)}$

$H_1 : \text{Heteroskedasticity (ค่าความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนมีค่าไม่คงที่)}$

การพิจารณาว่าเกิดปัญหา Heteroskedasticity หรือไม่ จะพิจารณาจากค่าสถิติของ Obs*R-squared หาก Prob. Chi² ที่คำนวณได้สูงกว่าระดับนัยสำคัญที่เลือก กล่าวคือ Prob. Chi² > 0.05 (ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95) จะสามารถยอมรับสมมติฐานหลัก H_0 แสดงว่าไม่มีปัญหา Heteroskedasticity ในทางกลับกัน หาก Prob. Chi² ที่คำนวณได้ต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่เลือก กล่าวคือ Prob. Chi² < 0.05 (ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95) จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก H_0 แสดงว่ามีปัญหา Heteroskedasticity ซึ่งต้องทำการแก้ไขปัญหาด้วยวิธี Huber-White

5) การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

การศึกษานี้จะทำการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณโดยการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรอิสระต่าง ๆ ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares) เพื่อคำนวณหาค่าทางสถิติ และตัวแปรทั้งหมดจะถูกทดสอบความสัมพันธ์ผ่านแบบจำลองสมการถดถอย โดยกำหนดให้เป็นความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง ซึ่งจะแบ่งการทดสอบออกเป็น 2 ส่วน คือ การทดสอบแบบรายกลุ่ม และการทดสอบแบบรายหุ้น โดยมีรูปแบบของแบบจำลอง ดังนี้

การทดสอบแบบรายกลุ่ม

$$INDEX = a_0 + \beta_1 G + \beta_2 PII + \beta_3 CPI + \beta_4 EX + \beta_5 GBOND + \beta_6 M2 + \beta_7 OIL + \beta_8 SET + \beta_9 GOLD + \beta_{10} DJI + \varepsilon_t \text{ -----(1)}$$

การทดสอบแบบรายหุ้น

$$P_n = a_0 + \beta_1 G + \beta_2 PII + \beta_3 CPI + \beta_4 EX + \beta_5 GBOND + \beta_6 M2 + \beta_7 OIL + \beta_8 SET + \beta_9 GOLD + \beta_{10} DJI + \varepsilon_t \text{ -----(2)}$$

โดยตัวแปรมีรายละเอียดดังนี้

- INDEX : ราคาของดัชนีหลักทรัพย์ซึ่งถูกสร้างจากหุ้นที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ จำนวน 21 หุ้น
- P_n : ผลตอบแทนของหุ้นที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ จำนวน 21 หุ้น
- G : การใช้จ่ายของรัฐบาล
- PII : ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน
- CPI : ดัชนีราคาผู้บริโภค
- EX : อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกา
- GBOND : อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล
- M2 : ปริมาณเงิน
- OIL : ราคาน้ำมัน
- SET : ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- GOLD : ราคาทองคำ
- DJI : ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์

หลังจากประมาณค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรอิสระต่าง ๆ ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดแล้ว จะทำการวิเคราะห์ข้อมูลโดยอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ กับการใช้จ่ายของรัฐบาลและตัวแปรทางเศรษฐกิจอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง ซึ่งได้กำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 3 ระดับ ดังนี้

ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ($\alpha = 0.01$)

ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ($\alpha = 0.05$)

ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 ($\alpha = 0.10$)

4. ผลการศึกษา

4.1 การทดสอบความนิ่ง (Stationary Test) ของข้อมูลโดยการทดสอบ Unit Root ด้วยวิธีการ Augmented Dickey Fuller (ADF)

การทดสอบ Unit Root เพื่อทดสอบว่าข้อมูลมีคุณสมบัติเป็น Stationary หรือมีลักษณะนิ่งหรือไม่ โดยผลการทดสอบข้อมูลตัวแปรทั้ง 7 ตัวให้ผลดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบ Unit Root ของข้อมูล ณ ระดับปกติ (at Level)

Variables	Augmented Dickey-Fuller test statistic	Test critical values:			Test level	Result
		1% level	5% level	10% level		
G	-10.33859	-3.605593	-2.936942	-2.606857	I(0)	Stationary
PII	-2.131624	-3.610453	-2.938987	-2.607932	I(0)	Non-Stationary
CPI	-4.851874	-3.596616	-2.933158	-2.604867	I(0)	Stationary
EX	-7.088076	-3.596616	-2.933158	-2.604867	I(0)	Stationary
GBOND	-5.751126	-3.596616	-2.933158	-2.604867	I(0)	Stationary
M2	-0.971728	-3.610453	-2.938987	-2.607932	I(0)	Non-Stationary
OIL	-7.342405	-3.596616	-2.933158	-2.604867	I(0)	Stationary
SET	-6.550038	-3.596616	-2.933158	-2.604867	I(0)	Stationary
GOLD	-6.808778	-3.596616	-2.933158	-2.604867	I(0)	Stationary
DJI	-6.422051	-3.596616	-2.933158	-2.604867	I(0)	Stationary

จากตารางที่ 3 การทดสอบ Unit Root ด้วยวิธีการ Augmented Dickey Fuller (ADF) ณ ระดับข้อมูล Level พบว่า ข้อมูลที่มีค่าสถิติ ADF Test มากกว่าค่า MacKinnon Critical (Test critical values) ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 1 ร้อยละ 5 และร้อยละ 10 ซึ่งแสดงว่าไม่มีปัญหา Unit Root หรือมีลักษณะนิ่ง (Stationary) จำนวน 8 ตัวแปร ได้แก่ การใช้จ่ายภาครัฐ (G) ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกา (EX) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (GBOND)ราคาน้ำมันดิบ (OIL) ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ราคาทองคำ (GOLD) และดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ (DJI) และมีข้อมูลที่มีค่าสถิติ ADF Test น้อยกว่าค่า MacKinnon Critical (Test critical values) ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 1 ร้อยละ 5 และร้อยละ 10 ซึ่งแสดงว่ามีปัญหา Unit Root หรือมีลักษณะไม่นิ่ง (Non-Stationary) จำนวน 2 ตัวแปร ได้แก่ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) และปริมาณเงิน (M2) จึงต้องปรับข้อมูลทั้งสองชุดให้หนึ่งโดยการทำให้เป็นผลต่างลำดับที่ 1 (1st difference) ให้ผลดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบ Unit Root ของข้อมูล ณ ระดับผลต่างลำดับที่ 1 (at 1st difference)

Variables	Augmented Dickey-Fuller test statistic	Test critical values:			Test level	Result
		1% level	5% level	10% level		
G	-10.33859	-3.605593	-2.936942	-2.606857	I(0)	Stationary
PII*	-7.898949	-3.615588	-2.941145	-2.609066	I(1)	Stationary
CPI	-4.851874	-3.596616	-2.933158	-2.604867	I(0)	Stationary
EX	-7.088076	-3.596616	-2.933158	-2.604867	I(0)	Stationary
GBOND	-5.751126	-3.596616	-2.933158	-2.604867	I(0)	Stationary
M2*	-11.66062	-3.610453	-2.938987	-2.607932	I(1)	Stationary
OIL	-7.342405	-3.596616	-2.933158	-2.604867	I(0)	Stationary
SET	-6.550038	-3.596616	-2.933158	-2.604867	I(0)	Stationary
GOLD	-6.808778	-3.596616	-2.933158	-2.604867	I(0)	Stationary
DJI	-6.422051	-3.596616	-2.933158	-2.604867	I(0)	Stationary

*ค่า PII และค่า M2 เป็นข้อมูลที่ทำให้เป็นผลต่างลำดับที่ 1 (1st difference)

จากตารางที่ 4 ผลการทดสอบ Unit Root ณ ระดับผลต่างลำดับที่ 1 ของดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) และปริมาณเงิน (M2) พบว่า มีค่าสถิติ ADF Test มากกว่าค่า MacKinnon Critical (Test critical values) แสดงว่าข้อมูลมีลักษณะนิ่งแล้ว สามารถนำไปใช้ในการสร้างสมการเพื่อวิเคราะห์ต่อไปได้

4.2 การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

ผลการวิเคราะห์สถิติที่สำคัญของตัวแปรต่าง ๆ ได้แก่ ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation: S.D ให้ผลดังตารางที่ 5 และตารางที่ 6

ตารางที่ 5 ตารางสรุปค่าสถิติของตัวแปรอิสระ

Variables Statistic	MEAN	MAX.	MIN.	S.D.
G	4.3992	66.8722	-40.5797	28.2682
*PII	0.2521	15.3418	-7.5177	7.3362
CPI	0.3893	1.8544	-0.8190	0.6142
EX	-0.3491	7.5247	-6.4715	3.0194
GBOND	-1.1296	26.0228	-32.3305	11.9939
*M2	0.0701	5.1965	-2.7907	2.1630
OIL	0.4476	30.7682	-25.2469	9.5563
SET	3.4755	38.4658	-12.0281	9.5860
GOLD	1.4480	16.1766	-22.7211	7.3971
DJI	3.1751	12.9989	-8.2671	4.4025

*ค่า PII และค่า M2 เป็นข้อมูลที่ทำให้เป็นผลต่างลำดับที่ 1 (1st difference)

ตารางที่ 6 ตารางสรุปค่าสถิติของตัวแปรตาม

Variables Statistic	MEAN	MAX.	MIN.	S.D.
INDEX	2.6682	45.5171	-41.3787	12.7342
AOT	10.5571	67.5000	-15.9151	17.4301
BCP	3.5462	57.5419	-18.3168	14.1721
BDMS	7.3114	44.9339	-20.0000	13.1863
BEM	4.9350	24.3243	-7.1429	8.7632
DTAC	3.3159	36.3636	-47.6191	18.0851
EGCO	4.1570	23.6559	-13.4615	8.8295
GPSC	8.8646	55.6796	-14.9827	17.9947
IRPC	3.3409	71.4286	-34.5794	20.2766
KTB	4.5397	92.7401	-25.0000	18.7461
KTC	12.9645	78.1818	-27.4648	26.9366
MCOT	0.9448	57.9832	-29.6943	18.1091

Variables Statistic	MEAN	MAX.	MIN.	S.D.
MFC	2.6082	47.4359	-19.0000	15.2529
NEP	2.4169	63.2653	-31.8182	20.9165
PDI	0.4793	53.4351	-39.0826	18.7582
PTT	3.4049	53.4426	-33.1476	13.9427
PTTEP	1.6706	37.2719	-35.7798	14.1943
PTTGC	0.6595	32.5359	-22.7513	13.3898
RATCH	1.5786	23.1959	-13.4454	6.8560
THAI	2.2693	63.1068	-31.0345	26.8664
TMB	5.4371	97.5000	-28.4153	23.1455
TOP	3.6349	48.3412	-31.8792	16.4469

4.3 การทดสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)

จะทำการทดสอบปัญหา Multicollinearity ด้วยการหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ระหว่างตัวแปรอิสระทีละคู่ โดยกำหนดค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระให้มีค่าสูงกว่า 0.8 หรือมีค่าต่ำกว่า -0.8 ซึ่งได้ผลวิเคราะห์ดังตารางที่ 7

ตารางที่ 7 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ (Correlation Coefficient)

Variables	G	*PII	CPI	EX	GBOND	*M2	OIL	SET	GOLD	DJI
G	1.0000									
*PII	0.7917	1.0000								
CPI	-0.0972	-0.2924	1.0000							
EX	0.1811	0.3131	0.0037	1.0000						
GBOND	0.2294	0.1789	0.2853	0.0876	1.0000					
*M2	0.5247	0.5839	-0.4574	0.0744	-0.0066	1.0000				
OIL	-0.1409	-0.0741	0.4537	-0.1006	0.4448	-0.2057	1.0000			
SET	-0.0343	-0.2008	0.2906	-0.6560	0.1890	-0.0546	0.2574	1.0000		
GOLD	-0.1701	-0.2937	0.1528	-0.5306	-0.2307	-0.0956	-0.0502	0.2474	1.0000	
DJI	0.1535	0.0886	0.1864	-0.3146	0.3850	0.1710	0.2912	0.4672	-0.0829	1.0000

*ค่า PII และค่า M2 เป็นข้อมูลที่ทำให้เป็นผลต่างลำดับที่ 1 (1st difference)

จากข้อมูลในตารางที่ 7 พบว่า ไม่มีตัวแปรอิสระคู่ใดที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มากกว่า 0.8 หรือต่ำกว่า -0.8 แสดงว่าตัวแปรอิสระที่นำมาใช้ในการศึกษาไม่เกิดปัญหา Multicollinearity แต่มีตัวแปรอิสระคู่หนึ่งที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ค่อนข้างสูง คือ การใช้จ่ายของรัฐบาล (G) และดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) ซึ่งมีค่า 0.791670

4.4 การทดสอบปัญหาตัวคลาดเคลื่อนมีสหสัมพันธ์กัน Autocorrelation

เมื่อประมาณการสมการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares) แล้วทำการทดสอบ Serial Correlation LM Test เพื่อพิจารณาว่าเกิดปัญหา Autocorrelation หรือไม่ ซึ่งได้ผลการทดสอบดังตารางที่ 8 ตารางที่ 8 ผลการทดสอบ Autocorrelation ด้วยวิธี Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

Variables	Prob. Chi ²	Variables	Prob. Chi ²
INDEX	0.2471	MCOT	0.6975
AOT	0.7757	MFC	0.0270
BCP	0.2630	NEP	0.5722
BDMS	0.9497	PDI	0.9672
BEM	0.0190	PTT	0.9117
DTAC	0.5068	PTTEP	0.1688
EGCO	0.6948	PTTGC	0.1985
GPSC	0.2488	RATCH	0.2747
IRPC	0.1796	THAI	0.4899
KTB	0.6834	TMB	0.0246
KTC	0.8397	TOP	0.6835

จากข้อมูลในตารางที่ 8 พบว่า ค่า Prob. Chi² ที่คำนวณได้ของ บริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน) (BEM) บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน) (MFC) และธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) มีค่าต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่เลือกคือน้อยกว่า 0.05 โดยมีค่าเท่ากับ 0.0190, 0.0270 และ 0.0246 ตามลำดับ แสดงว่า ปฏิเสธสมมติฐานหลัก H_0 มีปัญหา Autocorrelation จึงต้องทำการแก้ไขปัญหาโดยวิธี Newey-West Method

4.5 การทดสอบปัญหา Heteroskedasticity

เมื่อประมาณการสมการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares) แล้วทำการทดสอบ White Heteroskedasticity แบบไม่มีพจน์ที่ตัวแปรอธิบายคูณกัน (No Cross Term) ซึ่งได้ผลการทดสอบดังตารางที่ 9 ตารางที่ 9 ผลการทดสอบ White Heteroskedasticity

Variables	Prob. Chi ²	Variables	Prob. Chi ²
INDEX	0.8524	MCOT	0.4679
AOT	0.0011	MFC	0.1016
BCP	0.2159	NEP	0.1449
BDMS	0.7514	PDI	0.4971
BEM	0.3051	PTT	0.0957
DTAC	0.7714	PTTEP	0.0189
EGCO	0.8987	PTTGC	0.5777
GPSC	0.8862	RATCH	0.3095
IRPC	0.9274	THAI	0.6813
KTB	0.0315	TMB	0.0644
KTC	0.4469	TOP	0.6989

จากข้อมูลในตารางที่ 9 พบว่า ค่า Prob. Chi² ที่คำนวณได้ของบริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) (AOT) ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) (KTB) และบริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) (PTTEP) มีค่าต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่เลือกคือน้อยกว่า 0.05 โดยมีค่าเท่ากับ 0.0011, 0.0315 และ 0.0189 ตามลำดับ แสดงว่าปฏิเสธสมมติฐานหลัก H₀ มีปัญหา Heteroskedasticity จึงต้องทำการแก้ไขปัญหาดังกล่าวด้วยวิธี Huber-White

4.6 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

เมื่อประมาณการสมการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares) และแก้ไขปัญหาดังกล่าว Autocorrelation และปัญหา Heteroskedasticity แล้ว ได้ผลการวิเคราะห์ดังตารางที่ 10

ตารางที่ 10 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

Variables	Confidence Interval		
	99%	95%	90%
INDEX	-	EX (-1.835167)	-
AOT	-	SET (1.128544)	-
BCP	SET (0.909912)	GBOND (0.33671)	
BDMS	-	SET (0.794306)	DJI (-1.050139)
BEM	-	GBOND (0.555817)	-
DTAC	-	-	-
EGCO	SET (0.750952)	-	DJI (-0.673057)
GPSC	-	GOLD (2.106139)	-
IRPC	-	CPI (-12.41907) SET (1.137972)	GOLD (0.667162) DJI (1.242093)
KTB	SET (0.784767)	-	EX (-2.125864) DJI (-0.675939)
KTC	-	-	SET (1.458804)
MCOT	SET (1.257444)	PII (0.93491) DJI (-1.497744)	G (-0.263483)
MFC	-	OIL (-0.518124)	DJI (0.990323)
NEP	-	-	-
PDI	-	SET (1.349573)	-
PTT	SET (0.914373)	-	-
PTTEP	-	-	OIL (0.678881)
PTTGC	-	SET (1.318481)	GOLD (0.881567)
RATCH	-	DJI (-0.750869)	-
THAI	SET (2.622373)	-	-
TMB	SET (1.63101)	-	-
TOP	SET (1.084751)	-	-

หมายเหตุ : ค่าในวงเล็บคือค่าสัมประสิทธิ์ของค่าประมาณการตัวแปร (Coefficient)

จากข้อมูลในตารางที่ 10 สามารถสรุปผลการวิเคราะห์รายตัวแปรได้ ดังนี้

4.6.1 การใช้จ่ายภาครัฐ (G) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจไปในทิศทางตรงกันข้าม จำนวน 1 หลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน) MCOT ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

4.6.2 ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจไปในทิศทางเดียวกัน จำนวน 1 หลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน) MCOT ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

4.6.3 ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจไปในทิศทางตรงกันข้าม ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ได้แก่ บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) IRPC ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

4.6.4 อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกา (EX) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจไปในทิศทางตรงกันข้าม ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 คือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ INDEX และ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 คือ ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) KTB ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ อาจเนื่องมาจากอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในช่วงที่ศึกษาค่อนข้างผันผวน

4.6.5 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (GBOND) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจไปในทิศทางเดียวกัน ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 จำนวน 2 หลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) BCP และบริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน) BEM ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

4.6.6 ปริมาณเงิน (M2) ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจใด ๆ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

4.6.7 ราคาน้ำมันดิบในตลาด Brent Crude Oil (OIL) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 คือ บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) PTTEP ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจไปในทิศทางตรงกันข้าม ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 คือ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน) MFC ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

4.6.8 ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ณ ระดับความเชื่อมั่น ดังนี้

ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 จำนวน 8 หลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) BCP บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน) EGCO ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) KTB บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน) MCOT บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) PTT บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน) THAI ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) TMB และบริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) TOP

ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 จำนวน 5 หลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) AOT บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน) BDMS บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) IRPC บริษัท ผาแดงอินดัสทรี จำกัด (มหาชน) PDI และบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) PTTGC

ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 จำนวน 1 หลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัท บัตรกรุงไทย จำกัด (มหาชน) KTC

4.6.9 ราคาทองคำ (GOLD) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 คือ บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)

GPSC และ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 จำนวน 2 หลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) IRPC และบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) PTTGC ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

4.6.10 ดัชนีอุตสาหกรรมดาวนิโจนส์ (DJI) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 จำนวน 2 หลักทรัพย์ ได้แก่ IRPC และ MFC ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 จำนวน 2 หลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน) MCOT และบริษัท ราช กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) RATCH ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 จำนวน 3 หลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน) BDMS บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน) EGCO และธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) KTB ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

5. สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

การใช้จ่ายของรัฐบาลส่งผลให้เกิดการเติบโตทางเศรษฐกิจทั้งในระยะสั้นและระยะยาว การกำหนดนโยบายการดำเนินการต่าง ๆ ของรัฐบาลนอกจากจะเป็นการกำหนดทิศทางของประเทศแล้วยังเป็นส่วนสำคัญในการพัฒนา กระตุ้นฟื้นฟูเศรษฐกิจให้เติบโตยิ่งขึ้นด้วย การใช้จ่ายของรัฐบาลจึงเป็นเครื่องมือสำคัญอย่างหนึ่งในการดำเนินนโยบายการคลังที่รัฐบาลใช้เพื่อการกระตุ้นเศรษฐกิจ นอกเหนือจากการใช้จ่ายของรัฐบาลที่มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจแล้ว หน่วยงานที่ถูกจัดตั้งขึ้นโดยรัฐบาลเพื่อเป็นกลไกและเครื่องมือของรัฐในการส่งเสริมและสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมของประเทศอย่างรัฐวิสาหกิจก็มีบทบาทสำคัญในกิจกรรมการลงทุนของภาครัฐเช่นกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนเพื่อการพัฒนาและปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐานที่มีความจำเป็นต่อการพัฒนาเศรษฐกิจ นอกจากนี้ สิ่งสำคัญอีกอย่างหนึ่งในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศคือการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งนักลงทุนส่วนใหญ่มองว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์มักเกิดขึ้นมาจากนโยบายของรัฐบาล การตัดสินใจของรัฐบาลในการเลือกใช้เครื่องมือต่าง ๆ ย่อมส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และเมื่อพิจารณาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 100 อันดับแรก (SET100) แล้วพบว่า หลักทรัพย์ที่มีรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์ คิดเป็นประมาณ 17% ของมูลค่าตลาดรวม (SET100) โดยมีหลักทรัพย์ PTT และ AOT เป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าทางการตลาด (Market CAP) สูงที่สุดเป็นอันดับ 1 และอันดับ 2 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์ที่มีรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นผู้ถือหุ้นเหล่านี้มีความสำคัญเป็นอย่างมากต่อตลาดหลักทรัพย์

การศึกษานี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการใช้จ่ายภาครัฐกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจว่ามีความสัมพันธ์กันอย่างไร หลักทรัพย์กลุ่มนี้ซึ่งอาจมีความได้เปรียบกว่าหลักทรัพย์ที่เป็นผู้ประกอบการภาคเอกชนจะได้รับผลประโยชน์จากการใช้จ่ายของรัฐบาลหรือไม่ ในทิศทางใด โดยผลการศึกษา พบว่าหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจส่วนใหญ่ รวมทั้งดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ ซึ่งคำนวณโดยนำหลักทรัพย์ทั้ง 21 หลักทรัพย์มาคำนวณนั้น ไม่มีความสัมพันธ์กับการใช้จ่ายของรัฐบาลอย่างมีนัยสำคัญเว้นแต่ บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน) MCOT ที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ว่า การใช้จ่ายภาครัฐเพื่อการกระตุ้นเศรษฐกิจจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ตามแนวคิดที่ว่า การใช้จ่ายของรัฐบาลส่งผลบวกต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมประเทศและส่งผลให้เศรษฐกิจดีขึ้น จึงทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ดีขึ้น แสดงให้เห็นว่า หลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจซึ่งมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับรัฐบาลและมีความได้เปรียบผู้ประกอบการภาคเอกชนหลายประการ

อาจไม่ได้รับผลประโยชน์จากการใช้จ่ายของรัฐบาลในการกระตุ้นเศรษฐกิจ ส่วนตัวแปรอื่น ๆ ที่ทำการศึกษาเพิ่มเติมมีผลการศึกษา ดังนี้ PII มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับหลักทรัพย์ MCOT, CPI มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับหลักทรัพย์ IRPC, EX มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ INDEX และหลักทรัพย์ KTB, GBOND มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับหลักทรัพย์ BCP และ BEM, OIL มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับหลักทรัพย์ PTTEP และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับหลักทรัพย์ MFC, SET มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับหลักทรัพย์ BCP, EGCO, KTB, MCOT, PTT, THAI, TMB, TOP, AOT, BDMS, IRPC, PDI, PTTGC และ KTC, GOLD มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับหลักทรัพย์ GPSC, IRPC และ PTTGC, DJI มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับหลักทรัพย์ IRPC, MFC และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับหลักทรัพย์ MCOT, RATCH, BDMS, EGCO และ KTB ส่วน M2 ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจใด ๆ

ผลการศึกษาดังกล่าวเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในการนำข้อมูลไปใช้ประกอบการพิจารณาวางแผนการลงทุน และคาดการณ์ทิศทางการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เพื่อเพิ่มผลตอบแทนจากการลงทุนโดยการกำหนดจังหวะการลงทุนที่เหมาะสม ซึ่งอาจกำหนดโดยพิจารณาตามแนวทางดังต่อไปนี้

1) การที่ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับหลักทรัพย์ MCOT นั้น เนื่องมาจากการลงทุนส่วนหนึ่งของภาคเอกชนเป็นการลงทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์เมื่อมีปริมาณการลงทุนจากเอกชนเพิ่มมากขึ้น ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์จะมีโอกาสปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น ในทางกลับกัน หากดัชนีการลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มลดลงก็สามารถคาดการณ์ได้ว่าราคาของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์จะมีโอกาสปรับตัวลดลงเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ จันทรดี เก่งระดมกิจ (2547) และสุรางค์ บุญยะพงศ์ไชย

2) การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 10 ปี หากมีการปรับตัวสูงขึ้นอาจเป็นผลมาจากการที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายขยับสูงขึ้น ซึ่งสำหรับนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มองว่า อัตราดอกเบี้ยที่ปรับตัวสูงขึ้นนั้นเป็นเพราะเศรษฐกิจมีการเติบโตที่ดี จึงส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ BCP และ BEM มีแนวโน้มสูงขึ้นด้วย

3) จากการที่ราคาน้ำมันดิบมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ PTTEP ในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ เมื่อใดก็ตามที่ราคาน้ำมันดิบปรับตัวไม่ว่าจะเพิ่มสูงขึ้นหรือลดลง นักลงทุนก็สามารถคาดการณ์ได้ว่าราคาหลักทรัพย์ PTTEP ก็จะปรับตัวไปในทิศทางเดียวกัน โดยอาจดูจากปัจจัยที่กระทบกับราคาน้ำมันดิบประกอบการตัดสินใจ เช่น ความต้องการอุปโภคบริโภคน้ำมันและความต้องการการผลิตน้ำมัน เป็นต้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของสุวลี สุวรรณเดช (2552) และชัยรัตน์ หัตถสุรวงศ์ (2551) ที่ระบุว่าราคาน้ำมันดิบมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานในทิศทางเดียวกัน และงานวิจัยของสุภาพร ศรีสุขใส (2556) และณัทชนก แซ่เบ้ (2562) ที่ระบุว่าราคาน้ำมันดิบมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ PTTEP ในทิศทางเดียวกัน

4) ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ซึ่งเป็นดัชนีที่สะท้อนภาพรวมและการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หากเศรษฐกิจอยู่ในภาวะที่ดี นักลงทุนจะทำการลงทุนในหุ้นเพิ่มมากขึ้น ทำให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดส่วนใหญ่เพิ่มสูงขึ้น แต่หากเศรษฐกิจซบเซา นักลงทุนมักจะชะลอการลงทุนในหุ้น ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดส่วนใหญ่ลดต่ำลงเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของสุวลี สุวรรณเดช (2552) อรรถสิทธิ์ บุตรพรหม (2547) ที่กล่าวว่า ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจในทิศทางเดียวกัน

5) ในกรณีที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ทองคำจะมีราคาตกลงในอัตราที่ต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์ทั่ว ๆ ไป และจะมีราคาเพิ่มขึ้นในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์แต่เป็นอัตราที่สูงกว่า อาจเป็นไปได้ว่าหากราคาทองสูงขึ้น นักลงทุนจะขายทองเพื่อนำมาลงทุนในหลักทรัพย์จึงทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้นได้ สอดคล้องกับการศึกษาของณัทชนก แซ่เบ้ (2562) และกันยา รักมิสุข (2556) ที่กล่าวว่าราคาทองคำมีผลต่อราคาหุ้นในทิศทางเดียวกัน

6) พิจารณาจากดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์ เนื่องจากดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์เป็นตัวแสดงถึงความเปลี่ยนแปลงของปัจจัยต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในต่างประเทศ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมักจะสะท้อนและตอบรับกับปัจจัยต่างประเทศเช่นกัน เนื่องจากการปรับเพิ่มขึ้นของดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์ จะส่งผลให้ความเชื่อมั่นต่อภาวะเศรษฐกิจโลกเพิ่มสูงขึ้น จึงเกิดการลงทุนที่มากขึ้น สอดคล้องกับงานศึกษาของ แสงเพชร ศรีอังคาร (2551) ณัทชนก แซ่เบ๊ (2562) และ อรรถสิทธิ์ บุตรพรหม (2547)

5.2 ข้อจำกัดในการศึกษาครั้งนี้

การศึกษานี้ได้นำข้อมูลการเบิกจ่ายเงินงบประมาณประจำปีทั้งหมดซึ่งประกอบไปด้วยรายจ่ายประจำและรายจ่ายลงทุน โดยที่รายจ่ายประจำมีสัดส่วนมากกว่ารายจ่ายด้านการลงทุน ซึ่งรายจ่ายประจำเป็นรายจ่ายเพื่อใช้ในการบริหารงานประจำ เช่น เงินเดือน รายจ่ายในการซื้อสินค้าและบริการที่ไม่เป็นสินทรัพย์ประเภททุน และดอกเบี้ยจ่าย การนำข้อมูลการเบิกจ่ายเงินงบประมาณประจำปีทั้งหมดมาใช้จึงอาจไม่สะท้อนความสัมพันธ์ได้อย่างชัดเจน และอาจไม่สามารถอธิบายผลได้อย่างมีประสิทธิภาพและสมบูรณ์ที่สุด นอกจากนั้น ตัวแปรที่นำมาศึกษาเป็นเพียงปัจจัยส่วนหนึ่งที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์เท่านั้น ซึ่งนอกจากตัวแปรดังกล่าวแล้ว ยังมีตัวแปรอื่น ๆ อีกมากมายที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถือครองโดยรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ เช่น ผลการดำเนินงาน มูลค่าทางบัญชี กำไรสุทธิ การจ่ายเงินปันผล เพราะฉะนั้น ในการนำผลการศึกษาไปใช้อ้างอิงจึงควรคำนึงถึงข้อจำกัดและปัจจัยที่อาจทำให้ผลการศึกษาลาดเคลื่อนดังกล่าวข้างต้นด้วยเช่นกัน

5.3 ข้อเสนอแนะเพื่อการศึกษาครั้งต่อไป

1) การศึกษาครั้งนี้ได้นำข้อมูลรายไตรมาส ระยะเวลา 10 ปีย้อนหลังมาใช้ในการศึกษา เมื่อนำไปวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณแล้วพบว่าข้อมูลเพียง 42 ชุด ซึ่งถือว่าค่อนข้างน้อย ดังนั้น เพื่อให้การศึกษาครั้งต่อไปสมบูรณ์มากยิ่งขึ้นควรศึกษาโดยนำข้อมูลรายเดือนมาใช้แทนข้อมูลรายไตรมาส จะทำให้ผลการศึกษามีความละเอียดและสะท้อนความสัมพันธ์ได้ดียิ่งขึ้น

2) จากการการศึกษาของ สาวินี สุริยันรัตกร (2556) ที่ศึกษาผลกระทบของการลงทุนภาครัฐต่อการลงทุนภาคเอกชนของประเทศไทย พบว่า การลงทุนภาครัฐย้อนหลัง 2 ปีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการลงทุนภาคเอกชน อาจเกิดจากการที่ภาคเอกชนเห็นโอกาสในการทำธุรกิจจากการที่รัฐบาลลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน เพราะฉะนั้น ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจนำข้อมูลการเบิกจ่ายเฉพาะรายจ่ายลงทุนมาใช้ศึกษา และเปลี่ยนกลุ่มหลักทรัพย์เป็นกลุ่มอื่น ๆ ที่คาดว่าจะได้รับประโยชน์จากการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล เช่น หลักทรัพย์กลุ่มรับเหมาก่อสร้างที่น่าจะได้รับผลกระทบเชิงบวกจากการใช้จ่ายของรัฐบาลในด้านการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ เป็นต้น

เอกสารอ้างอิง

- Alias, M. S. A. B. M. (n.d.). An Empirical Analysis of the Relationship between GDP and Unemployment, Interest Rate and Government Spending.
- Loncan, A. H. (2005). Infrastructure investment and Spanish economic growth, 1850-1935.
- Tavares, & Valkanov. (2003). The Neglected Effect of Fiscal Policy on Stock and Bond Returns.
- เก่งระดมกิจ, จ. (2547). ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารในช่วงเวลา พ.ศ. 2537 - 2546. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ทรงต่อศรีสกุล, ก. (2551). การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาน้ำมันและปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มบริการขนส่งและโลจิสติกส์. การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- หัตถ์สุรวงศ์, ช. (2551). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าตลาดของหุ้นกลุ่มพลังงาน ระหว่างปี พ.ศ. 2545-พ.ศ. 2551. สารนิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- บุญยะพงศ์ไชย, ส. ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารการวิจัยกลาสองคำ.
- บุตรพรหม, อ. (2547). ปัจจัยที่กำหนดการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนรายย่อย.
- ระเวกโสม, ส. (2547). การวิเคราะห์ความสามารถในการดำเนินงานหลังการแปรรูปรัฐวิสาหกิจกรณีศึกษา: บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) และบริษัทบางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน). วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- รักมีสุข, ก. (2556). ปัจจัยที่มีผลต่อราคาหุ้น บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรี โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน). วารสารการเงิน การธนาคาร และการลงทุน ปี ที่ 1 ฉบับ ที่ 3 (กรกฎาคม - กันยายน 2556).
- ศรีจันทเพชร, ศ. (2562). โครงสร้างการถือหุ้นโดยรัฐบาลกับการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ.
- ศรีสุขใส, ส. (2556). ปัจจัยที่มีผลต่อราคาหุ้นบริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน). วารสารการเงิน การธนาคาร และการลงทุน ปีที่ 1 ฉบับที่ 1 (มกราคม - มีนาคม 2556).
- ศรีอึ้งการ, แ. (2551). ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในกลุ่มพลังงาน: กรณีศึกษา บริษัท ปตท. สำรวจ และผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) และ บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน). สารนิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- สมมิตร, ร. (2550). บทบาทการใช้จ่ายของภาครัฐบาลต่อตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคของประเทศไทยและโครงสร้างลักษณะการใช้จ่ายของรัฐบาลประเทศไทย (ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเชียงใหม่,
- สุริยันต์กร, ส. (2556). ผลกระทบของการลงทุนภาครัฐต่อการลงทุนภาคเอกชนของประเทศไทย. วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยราชภัฏอุดรธานี.
- สุวรรณเดช, ส. (2552). ผลกระทบปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มพลังงาน. สารนิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- อริยสัจจาร, ด. (2544). การวิเคราะห์ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงองค์ประกอบของการใช้จ่ายภาครัฐที่มีต่อเศรษฐกิจไทย. (ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์). มหาวิทยาลัยจุฬาลงกรณ์,
- โอภาสวงการ, ก. (2545). ความสำคัญของการแปรรูปรัฐวิสาหกิจต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและตลาดทุนไทย. เอกสารวิจัยส่วนบุคคล หลักสูตรการป้องกันราชอาณาจักรภาครัฐร่วม
- เอกชน, วิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร.

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก.
ตารางทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

เรื่อง	ผู้เขียน (ปี)	ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	ผลการศึกษา
ผลกระทบปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มพลังงาน	สุวลี สุวรรณเดช (2552)	ดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มพลังงาน	- ดัชนีราคาผู้บริโภค - อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ - ดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง - ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ไทย - ราคาน้ำมันดิบ	ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ไทย อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง และราคาน้ำมันดิบมีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานในทิศทางเดียวกัน ส่วนดัชนีราคาผู้บริโภคมีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานในทิศทางเดียวกัน
ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าตลาดของหุ้นกลุ่มพลังงาน ระหว่างปี พ.ศ.2545-พ.ศ.2551	ชัยรัตน์ ทัดสุรวงศ์ (2551)	มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์กลุ่มพลังงาน	- มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์กลุ่มพลังงาน - อัตราส่วนเงินปันผลต่อราคา คูณ 100 - ราคาน้ำมันในตลาด - อัตราดอกเบี้ย Bank of Japan - ยอดสะสมเงินลงทุนจากต่างประเทศ	การเปลี่ยนแปลงราคาน้ำมันในตลาด nymex ณ วันสิ้นเดือน ยอดสะสมเงินลงทุนของนักลงทุนจากต่างประเทศ และอัตราดอกเบี้ยพื้นฐานของธนาคารกลางญี่ปุ่น (Bank Of Japan) มีอิทธิพลต่อมูลค่าตลาดของหุ้นกลุ่มพลังงานในทิศทางเดียวกัน ส่วนอัตราส่วนระหว่างผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลต่อราคาหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าตลาดของหุ้นกลุ่มพลังงาน

เรื่อง	ผู้เขียน (ปี)	ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	ผลการศึกษา
ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในกลุ่มพลังงาน: กรณีศึกษา บริษัท ปตท.สำรวจ และผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) และ บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	แสงเพชร ศรีอังคาร (2551)	ราคาหุ้นบริษัท ปตท.สำรวจ และผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	- ดัชนีราคาหุ้นกลุ่มพลังงาน - อัตราดอกเบี้ยเงินฝากเฉลี่ย 3 เดือน - ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ - อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ - ดัชนีราคาผู้บริโภครายเดือน	ปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นบริษัท ปตท.สำรวจ และผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) คือ ดัชนีราคาหุ้นกลุ่มพลังงาน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากเฉลี่ย 3 เดือน ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ และดัชนีราคาผู้บริโภครายเดือน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเฉลี่ย 3 เดือน สูงถึง 5.35 นั่นคือ ถ้าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเฉลี่ย 3 เดือน มีแนวโน้มสูงขึ้นจะทำให้การเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นบริษัท ปตท.สำรวจ และผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) มีแนวโน้มสูงขึ้นตามไปด้วย
		ราคาหุ้นบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)		ปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) คือ ดัชนีราคาหุ้นกลุ่มพลังงาน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากเฉลี่ย 3 เดือน ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ และอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเฉลี่ย 3 เดือน สูงถึง 3.82 แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) นั่นคือ ถ้าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเฉลี่ย 3 เดือน มีแนวโน้มสูงขึ้น ก็จะส่งผลให้ราคาหุ้นบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) เปลี่ยนแปลงลดลง

เรื่อง	ผู้เขียน (ปี)	ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	ผลการศึกษา
ปัจจัยที่มีผลต่อราคาหุ้นบริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	สุภาพร ศรีสุขใส (2556)	ราคาหุ้นบริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) (PTTEP)	- ดัชนีราคากลุ่มพลังงาน (ENERG) - อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (INT) - ราคาน้ำมันดิบ (NYMEX) - ราคาทองคำ (GOLD) - อัตราเงินเฟ้อ (INF)	- ดัชนีราคากลุ่มพลังงาน (ENERG) ทิศทางเดียวกัน เนื่องจากดัชนีราคากลุ่มพลังงาน (ENERG) จะแสดงถึงระดับราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มพลังงานทั้งหมด จะเป็นตัวบ่งชี้ถึงความต้องการในกลุ่มพลังงานที่เพิ่มขึ้น เมื่อความต้องการในกลุ่มพลังงานเพิ่มสูงขึ้นส่งผลให้ธุรกิจในกลุ่มพลังงานเพิ่มขึ้นด้วย - อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (INT) ทิศทางตรงกันข้าม เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ในช่วงที่ทำการศึกษามีแนวโน้มลดลงทำให้นักลงทุนหันมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากกว่าตลาดเงินส่งผลให้เกิดความต้องการลงทุนในหุ้นสูงขึ้นและส่งผลต่อต้นทุนทางการเงินของบริษัทลดลง ผลการดำเนินงานดีขึ้น ทำให้ราคาหุ้นมีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้น - ราคาน้ำมันดิบ (NYMEX) ทิศทางเดียวกัน เนื่องจากราคาน้ำมันดิบเป็นสินค้าหลักของบริษัท เมื่อขายสินค้าได้มาก ย่อมส่งผลให้ผลประกอบการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น มีกำไรมากขึ้น ทำให้นักลงทุนหันมาลงทุนในหุ้นของบริษัทเพิ่มขึ้น - ราคาทองคำ (GOLD) ไม่สามารถอธิบายได้เนื่องจากในช่วงที่ได้ทำการศึกษาราคาทองมีราคาสูงมาก ทำให้นักลงทุนเทขายทองเพื่อเก็งกำไรกันมากขึ้น ส่งผลให้นักลงทุนลงทุนในทองคำ มากกว่าลงทุนในหุ้น - อัตราเงินเฟ้อ (INF) ไม่สามารถอธิบายได้เนื่องจากข้อมูลอัตราเงินเฟ้อมีค่าที่ไม่แน่นอนเพราะในช่วงที่ศึกษาอยู่ในช่วงที่ประเทศประสบปัญหาทางการเมืองและปัญหาภัยพิบัติทางธรรมชาติอย่างรุนแรง

เรื่อง	ผู้เขียน (ปี)	ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	ผลการศึกษา
ปัจจัยที่มีผลต่อราคาหุ้น บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรี โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	กันยา รักมีสุข (2556)	ราคาหุ้น (RATCH)	- ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) - ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) -ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก NYMEX - อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ (EX) - ราคาทองคำ (GOLD)	ปัจจัยที่มีผลต่อราคาหุ้นของ RATCH อย่างมีนัยสำคัญได้แก่ 1.1 ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก (NYMEX) มีผลต่อราคาหุ้นของ RATCH ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากหากราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกมีการปรับตัวที่สูงขึ้น แสดงว่า ต้นทุนการผลิตของบริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรี จำกัด (มหาชน) สูงขึ้น จึงส่งผลให้ผลประกอบการของบริษัทฯ ไปในทางที่ลดลง ทำให้การเข้ามาลงทุนในหุ้นของบริษัทฯ มีแนวโน้มลดลง และส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นบริษัทฯ 1.2 ราคาทองคำ (GOLD) มีผลต่อราคาหุ้นของ RATCH ในทิศทางเดียวกัน เพราะว่า ถ้าราคาทองคำมีโอกาสหรือแนวโน้มที่เพิ่มสูงขึ้น จะมีผลทำให้ตลาดหลักทรัพย์กลุ่มพลังงาน หรือราคาหุ้นของบริษัทผลิตไฟฟ้าราชบุรี จำกัด (มหาชน) เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเพิ่มขึ้นด้วย ปัจจัยที่ไม่มีผลต่อราคาหุ้นของ RATCH ได้แก่ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) ไม่มีผลต่อราคาหุ้นของ RATCH ซึ่งโดยปกติดัชนีการลงทุนภาคเอกชน จะมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นของ RATCH ในทิศทางเดียวกัน เพราะว่า ถ้าดัชนีการลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มที่สูงขึ้น แสดงว่าดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์นี้มีโอกาสเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้ไม่เป็นไปตามสมมติฐาน จากการศึกษาในครั้งนี้ จะพบว่าช่วงเวลาที่ได้ทำการศึกษา ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน นั้นจะไม่มีผลต่อราคาหุ้นของ RATCH อย่างมีนัยสำคัญ อันเนื่องมาจากในช่วงที่ทำการศึกษานั้น ปริมาณการลงทุนของภาคเอกชนค่อนข้างต่ำ ซึ่งอาจเกิดขึ้นจาก 2.1 ปัจจัยทางเศรษฐกิจ และทางการเมืองที่ไม่มั่นคง จึงส่งผลกระทบต่อดัชนีการลงทุนภาคเอกชนโดยรวม 2.2 อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ (EX) ไม่มีผลต่อราคาหุ้นของ RATCH ซึ่งโดยปกติอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ จะมี

เรื่อง	ผู้เขียน (ปี)	ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	ผลการศึกษา
				ความสัมพันธ์กับราคาหุ้นของ RATCH ในทิศทางเดียวกัน เพราะว่า ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ เพิ่มขึ้น หรือค่าเงินบาทอ่อนค่าลง นั้นจะมีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มพลังงานเพิ่มสูงขึ้นด้วยในทางกลับกัน ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ลดลง หรือค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นก็จะมีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานมีโอกาที่จะลดลง จึงทำให้นักลงทุนที่ถือเงินสกุลดอลลาร์สามารถแลกเปลี่ยนเงินได้น้อยลง และจะส่งผลกระทบต่อการที่จะเข้ามาลงทุนในหุ้นของบริษัทฯ ได้จากการศึกษาในครั้งนี้จะพบว่าช่วงเวลาที่ได้ทำการศึกษาอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ นั้นจะไม่มีผลต่อราคาหุ้นของ RATCH อย่างมีนัยสำคัญอันเนื่องมาจาก ในช่วงที่ทำการศึกษา อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มผันผวนจึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

เรื่อง	ผู้เขียน (ปี)	ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	ผลการศึกษา
ปัจจัยที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ หมวดธุรกิจพลังงานและ สาธารณูปโภคในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย	ณัทชนก แซ่เบ๊ (2562)	ราคาหลักทรัพย์ หมวดธุรกิจพลังงาน และสาธารณูปโภค	- อัตราเงินเฟ้อ - ราคาน้ำมันดิบเวสต์เท็กซัส - ราคาทองคำ - ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย - ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ - ดัชนีราคาผู้บริโภค - ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ - อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ - ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน - ราคาถ่านหิน	- ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ (DJIA) เป็นปัจจัยที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันต่อ PTT, EGCO และ LANNA เนื่องจาก DJIA เป็นดัชนีหุ้นระดับชั้นนำของโลกซึ่งส่งผลโดยตรงกับเศรษฐกิจของโลกและประเทศไทย - ราคาน้ำมันดิบเวสต์เท็กซัส (WTI) เป็นปัจจัยที่มีผลต่อ PTTEP ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานขั้นตอนการวิเคราะห์เศรษฐกิจ ที่ว่าด้วยราคาน้ำมันเป็นตัวแปรที่สำคัญต่อความเจริญเติบโตทางด้านเศรษฐกิจ
การศึกษาความสัมพันธ์ของราคาน้ำมันและปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มบริการขนส่งและโลจิสติกส์	กฤษฎี ทรวงต่อศรีสกุล (2551)	ผลตอบแทนของ หลักทรัพย์กลุ่ม บริการขนส่งและโล จิสติกส์	- ราคาน้ำมันดิบ - ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน - ปริมาณการส่งออก	ปริมาณการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มบริการขนส่งและ โลจิสติกส์ ส่วนราคาน้ำมันดิบ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และปริมาณการส่งออกไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ อาจมาจากภาครัฐมีนโยบายที่ตรึงราคาน้ำมันและยังสะท้อนถึงประสิทธิภาพด้านราคาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่ในระดับกลาง

เรื่อง	ผู้เขียน (ปี)	ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	ผลการศึกษา
การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนกับราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มขนส่งและโลจิสติกส์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ไตรทศ กลืนอุทัย (2552)	- ราคาหลักทรัพย์บริษัททำอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) AOT - บริษัท พรีเมียสชิปปิง จำกัด (มหาชน) PSL - บริษัทการบินไทย จำกัด (มหาชน) THAI - บริษัทโทริเซนไทย เอเยนซีซีส์ จำกัด (มหาชน) TTA	- อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ - อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเยนญี่ปุ่น	อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯและอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเยนญี่ปุ่นในราคาหลักทรัพย์ PSL และ TTA ส่งผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนแต่มีทิศทางในทางตรงกันข้าม ทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนนั้นไม่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในส่วนทางด้านราคาหลักทรัพย์ THAI ไม่ส่งผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนแต่ในทางตรงกันข้ามนั้นอัตราแลกเปลี่ยนกลับส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์สรุปได้ว่าความสัมพันธ์ที่เป็นเหตุเป็นผลมีความสัมพันธ์แบบทิศทางเดียว
ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มธนาคาร	จันทร์ดี เก่งระดมกิจ (2547)	ดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มธนาคาร	- ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริง (เฉพาะกลุ่มหัตถอุตสาหกรรมและการค้าส่งและค้าปลีก) - ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน - ปริมาณเงินที่แท้จริงตามความหมายอย่างกว้าง (M2)	ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) และปริมาณเงินที่แท้จริง (M2) มีความสัมพันธ์เชิงบวกเป็นตามสมมติฐาน ยกเว้น WGDP มีความสัมพันธ์เชิงลบซึ่งต่างจากสมมติฐาน

เรื่อง	ผู้เขียน (ปี)	ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	ผลการศึกษา
การใช้จ่ายของภาครัฐ : ปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทยจริงหรือไม่?	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ธนวรรณ พลวิชัย (2557)	การใช้จ่ายของภาครัฐ, GDP	การใช้จ่ายของภาครัฐ, GDP	ในระยะสั้นและระยะยาว GDP และ G มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน การเปลี่ยนแปลงของ GDP ส่งผลให้ G เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุผลพบว่า GDP เป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรทางด้านการใช้จ่ายรัฐบาลโดยรวม ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติร้อยละ 0.05 แสดงให้เห็นว่า ในช่วงเวลาดังกล่าว รัฐบาลไทยใช้ GDP กำหนดวงเงินงบประมาณในการใช้จ่ายมากกว่าใช้งบประมาณรายจ่ายของภาครัฐในการกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงปี 2544-2556 อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาครั้งนี้ พบว่าการใช้จ่ายโดยรวมของภาครัฐสามารถกระตุ้นเศรษฐกิจให้ปรับตัวดีขึ้นได้ในระยะสั้นและระยะยาว
ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	นันท์ลินี ธนสิริวิทย์ (2558)	ดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	- อัตราแลกเปลี่ยน (EX) - การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) - อัตราผลตอบแทนพันธบัตร กำหนดระยะเวลา 10 ปี (BOND 10 Y) - การลงทุนระหว่างประเทศ (FI)	อัตราแลกเปลี่ยน (EX) การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) และอัตราผลตอบแทนพันธบัตร กำหนดระยะเวลา 10 ปี (BOND 10 Y) ล้วนไม่มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหลักทรัพย์ มีเพียงแต่อัตราแลกเปลี่ยนที่มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหลักทรัพย์ ในทิศทางตรงกันข้าม

เรื่อง	ผู้เขียน (ปี)	ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	ผลการศึกษา
ปัจจัยที่กำหนดการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนรายย่อย	อรรถสิทธิ์ บุตรพรหม (2547)	มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิของนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	- ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย - ดัชนีราคาผู้บริโภค - มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ - ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ - อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประเภทออมทรัพย์	ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ และดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ จะมีความสัมพันธ์กับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิของนักลงทุนรายย่อยในทิศทางเดียวกัน ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประเภทออมทรัพย์ และดัชนีราคาผู้บริโภคมีความสัมพันธ์กับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิของนักลงทุนรายย่อยในทิศทางตรงกันข้าม
ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	สุรางค์ บุญยะพงศาไชย	การลงทุนในหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	- อัตราเงินเฟ้อ - อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ - อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน - อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร - ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน - ดัชนีราคาผู้บริโภค - อัตราส่วนราคาต่อกำไร	ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพิจารณาจากเครื่องหมายสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรอิสระมีเครื่องหมายเป็นบวก แสดงว่าปัจจัยอิสระที่มีผลในทิศทางเดียวกันกับดัชนีราคาหลักทรัพย์ ได้แก่ Foreign Trading/Million Baht อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น/ราคาปิดต่อกำไรสุทธิ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ดัชนีราคาผู้บริโภคภายในประเทศ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ส่วนปัจจัยที่มีผลในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีราคาหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากเครื่องหมายสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรอิสระมีเครื่องหมายเป็นลบ ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรประเภท 14 วัน การทดสอบ