

ผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2557-2566

The Impact of the Policy Rate and Inflation on the Stock Exchange
of Thailand Index during 2014-2023

สปีณญา ธรรมศรีสันต์^{1,*}
Sapanna Thammasrisan^{1,*}

Received 11 February 2026
Revised 30 April 2026
Accepted 25 June 2026

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิรายเดือนในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2557 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2566 การวิเคราะห์ข้อมูลดำเนินการด้วยแบบจำลองการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ ผลการศึกษาพบว่าแบบจำลองการถดถอยโดยรวมมีนัยสำคัญทางสถิติ และสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ร้อยละ 18.2 เมื่อพิจารณาผลกระทบรายตัวแปร พบว่าอัตราเงินเฟ้อมีผลกระทบเชิงบวกต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่พบว่ามีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ผลการวิจัยสะท้อนว่าการเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลาที่ศึกษามีความสัมพันธ์กับภาวะเงินเฟ้อมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ทั้งนี้ ข้อค้นพบจากการศึกษาสามารถนำไปใช้เป็นข้อมูลประกอบการกำหนดนโยบายการเงิน การวิเคราะห์ตลาดทุน และการตัดสินใจลงทุน อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้มีข้อจำกัดในด้านการใช้ข้อมูลเฉพาะภายในประเทศและการเลือกใช้ตัวแปรอิสระเพียงบางส่วน

คำสำคัญ: อัตราดอกเบี้ยนโยบาย, อัตราเงินเฟ้อ, ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ตลาดทุนไทย

¹ บธ.ม. บริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยรามคำแหง, 2556. อาจารย์สังกัดสาขานวัตกรรมทางเศรษฐกิจ การเงิน และการลงทุน คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏบ้านสมเด็จเจ้าพระยา

¹ MBA. Business Administration, Ramkhamhaeng University, 2009. Lecturer of Department of Economic Financial and Investment Innovation, Faculty of Management Sciences, Bansomdejchaopraya Rajabhat University.

*Corresponding author, e-mail : sapanna.th@bsru.ac.th

Abstract

This study aimed to examine the effects of the policy interest rate and inflation rate on the Stock Exchange of Thailand (SET) Index using monthly secondary data from January 2014 to December 2023. The data were analyzed using a multiple linear regression model. The results show that the overall regression model is statistically significant and can explain 18.2 percent of the variation in the SET Index. When considering the individual effects of the variables, inflation was found to have a statistically significant positive effect on the SET Index at the 0.05 significance level, whereas the policy interest rate was not statistically significant at the 0.05 level. These findings indicate that movements in the SET Index during the study period were more closely associated with inflation than with changes in the policy interest rate. These findings provide useful input for monetary policy formulation, capital market analysis, and investment decision-making. However, this study is limited by its use of domestic data only and by the selection of only a few independent variables.

Keywords: Policy Interest Rate, Inflation Rate, Stock Exchange of Thailand Index, Thai Capital Market

บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีบทบาทสำคัญในการระดมทุนของภาคธุรกิจและเป็นดัชนีชี้วัดภาวะเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่เพียงสะท้อนผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนเท่านั้น หากยังสะท้อนความคาดหวังของนักลงทุนต่อแนวโน้มเศรษฐกิจเสถียรภาพทางการเงิน และทิศทางนโยบายเศรษฐกิจของประเทศ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566) ด้วยเหตุนี้ การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงเป็นประเด็นสำคัญในสาขาเศรษฐศาสตร์การเงินและการลงทุน ในช่วงปี พ.ศ. 2557-2566 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความผันผวนอย่างต่อเนื่อง โดยปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด-19 ในปี พ.ศ. 2563 ก่อนจะฟื้นตัวในระยะถัดมา ขณะที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับลดลงสู่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์และเริ่มปรับเพิ่มขึ้นในช่วงปี พ.ศ. 2565-2566 ส่วนอัตราเงินเฟ้อมีการเร่งตัวขึ้นอย่างชัดเจนในช่วงหลังการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2566)

ในบรรดาปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่ส่งผลต่อตลาดหุ้น อัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อถือเป็นตัวแปรหลักที่มีบทบาทโดยตรงต่อการตัดสินใจลงทุน ต้นทุนเงินทุน และการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ทางการเงิน อัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเครื่องมือสำคัญของธนาคารกลางในการดำเนินนโยบายการเงินและรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2565) ขณะที่อัตราเงินเฟ้อสะท้อนระดับราคาสินค้าและบริการ รวมถึงภาวะอุปสงค์และกิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ (สำนักงานสถิติแห่งชาติ, 2566) การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรทั้งสองจึงมีแนวโน้มส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและการเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในเชิงทฤษฎี อัตราดอกเบี้ยนโยบายมีผลต่อราคาหุ้นผ่านกลไกต้นทุนเงินทุนและการคิดลดกระแสเงินสดในอนาคตตามแนวคิด Present value theory กล่าวคือ เมื่ออัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้น อัตราคิดลดจะเพิ่มขึ้น ส่งผลให้

มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตลดลง และทำให้ราคาหุ้นรวมถึงดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีแนวโน้มปรับตัวลดลง ในทางกลับกัน อัตราเงินเฟ้ออาจมีผลทั้งเชิงบวกและเชิงลบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ขึ้นอยู่กับระดับและบริบทของเศรษฐกิจ โดยตามแนวคิด Fisher effect เงินเฟ้อที่สูงขึ้นมักสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนและการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เงินเฟ้อในระดับต่ำถึงปานกลางอาจสะท้อนการขยายตัวทางเศรษฐกิจและกำไรของภาคธุรกิจที่เพิ่มขึ้น ขณะที่เงินเฟ้อในระดับสูงอาจสร้างความไม่แน่นอนและเพิ่มต้นทุนการผลิต (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2566) ด้วยเหตุนี้ อัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อจึงเป็นปัจจัยสำคัญที่มีบทบาทโดยตรงต่อการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์และการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน ซึ่งส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ

งานวิจัยที่ผ่านมาในบริบทประเทศไทยให้ผลลัพธ์ที่หลากหลายเกี่ยวกับบทบาทของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สถาพร เพชรประดับ และอุราภรณ์ รักมิตร (2567) อธิบายว่า อัตราดอกเบี้ยเป็นปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์และการตัดสินใจลงทุนในตลาดทุน ขณะที่ ภาณุตา ยศพล และมรรษกร เชื้อทองฮั่ว (2566) พบว่า ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคมีบทบาทสำคัญต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะปัจจัยด้านอัตราแลกเปลี่ยน ราคาน้ำมัน และดัชนีความผันผวนของตลาดการเงิน ซึ่งส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและทิศทางของตลาดทุน นอกจากนี้ สุภมล ดวงตา, กัสมา กาซ็อน และพีระพล ศรีวิชัย (2566) พบว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค โดยเฉพาะอัตราแลกเปลี่ยนและผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สะท้อนว่าตลาดทุนไทยได้รับผลกระทบจากปัจจัยทางเศรษฐกิจทั้งภายในและภายนอกประเทศอย่างมีนัยสำคัญ โดยภาพรวม งานวิจัยที่ผ่านมาให้ผลลัพธ์ที่ไม่เป็นเอกฉันท์ กล่าวคือ บางการศึกษาพบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ขณะที่บางการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ที่ชัดเจน ซึ่งสะท้อนถึงความซับซ้อนของตลาดทุนไทย อย่างไรก็ตาม งานวิจัยส่วนใหญ่ยังมีข้อจำกัด เช่น การใช้ข้อมูลรายปีหรือรายไตรมาสที่ไม่สามารถสะท้อนความผันผวนระยะสั้น การไม่ครอบคลุมช่วงวิกฤตสำคัญอย่างการแพร่ระบาดของโควิด-19 และการขาดการวิเคราะห์ข้อมูลในระยะยาวอย่างต่อเนื่อง

ในช่วงปี พ.ศ. 2557-2566 เศรษฐกิจไทยเผชิญกับเหตุการณ์สำคัญหลายประการ เช่น ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว การแพร่ระบาดของโรคโควิด-19 และการปรับทิศทางการเงินของประเทศหลัก เหตุการณ์ดังกล่าวส่งผลให้ทั้งอัตราดอกเบี้ยนโยบาย อัตราเงินเฟ้อ และดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความผันผวนอย่างมีนัยสำคัญ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2566; สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, 2566) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้ข้อมูลรายเดือนในช่วงเวลายาวและครอบคลุมทั้งภาวะปกติและภาวะวิกฤตยังมีจำนวนจำกัด

ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2557-2566 โดยใช้ข้อมูลรายเดือนและวิเคราะห์ด้วยแบบจำลองการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ เพื่อให้ได้ข้อค้นพบเชิงประจักษ์ที่สามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการกำหนดนโยบายการเงิน การตัดสินใจลงทุนในตลาดทุนไทย และการเรียนการสอนด้านเศรษฐศาสตร์การเงินในระดับอุดมศึกษา

วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2557-2566
2. เพื่อเปรียบเทียบทิศทางและขนาดของอิทธิพลของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

1. ทำให้เกิดความเข้าใจเกี่ยวกับผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เป็นข้อมูลประกอบการกำหนดนโยบายการเงินและการติดตามภาวะเศรษฐกิจ
3. ช่วยสนับสนุนการตัดสินใจลงทุนและการวิเคราะห์ตลาดทุนของผู้ลงทุนและภาคธุรกิจ
4. สามารถนำไปใช้เป็นกรณีศึกษาในการเรียนการสอนด้านเศรษฐศาสตร์การเงินและการลงทุน

สมมติฐานการวิจัย

จากแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง สามารถกำหนดสมมติฐานการวิจัยเพื่อทดสอบผลกระทบระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

H1: อัตราดอกเบี้ยนโยบายมีผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H2: อัตราเงินเฟ้อมีผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานดังกล่าวถูกกำหนดขึ้นเพื่อทดสอบเชิงสถิติว่า ปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญสามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของตลาดทุนไทยได้หรือไม่ ภายใต้กรอบการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลองการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคกับตลาดทุนเป็นประเด็นที่ได้รับความสนใจอย่างต่อเนื่องในสาขาเศรษฐศาสตร์การเงินและการลงทุน เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นกลไกสำคัญในการสะท้อนภาวะเศรษฐกิจ ความคาดหวังของนักลงทุน และแนวโน้มการเติบโตของภาคธุรกิจในอนาคต (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566) การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค เช่น อัตราดอกเบี้ยและอัตราเงินเฟ้อ จึงมีบทบาทโดยตรงต่อการกำหนดมูลค่าสินทรัพย์ทางการเงินและพฤติกรรมการลงทุนในตลาดทุน (Fisher, 1930; Fama, 1981) จากกรอบแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์การเงินสามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคกับตลาดทุนผ่านหลายทฤษฎีสำคัญ โดยเฉพาะความสัมพันธ์ระหว่างอัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย และราคาหลักทรัพย์ ตามแนวคิดของ Fisher (1930) หรือที่เรียกว่า Fisher effect อธิบายว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงและอัตราเงินเฟ้อมีความสัมพันธ์กัน โดยอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินจะสะท้อนการคาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคต ซึ่งส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนและการกำหนดมูลค่าสินทรัพย์ทางการเงิน

นอกจากนี้ แนวคิดการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ (Stock valuation model) ของ Williams (1938) อธิบายว่า ราคาหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคต (Present value of expected cash flows) ซึ่งได้รับอิทธิพลจากอัตราดอกเบี้ยและความเสี่ยงทางเศรษฐกิจ ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยจึงส่งผลต่อราคาหุ้นผ่านการเปลี่ยนแปลงของอัตราคิดลด (Discount rate) ในขณะเดียวกัน Bodie (1976) เสนอแนวคิด Inflation hedge hypothesis โดยอธิบายว่า หุ้นสามารถทำหน้าที่เป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อในระยะยาว เนื่องจากรายได้ของบริษัทสามารถปรับตัวตามระดับราคาสินค้าและบริการในระบบเศรษฐกิจ

อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจไม่เป็นไปตามทฤษฎีในทุกช่วงเวลา เนื่องจากตลาดทุนมีลักษณะเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH) ซึ่งนักลงทุนสามารถรับรู้ข้อมูลและสะท้อนข้อมูลเข้าสู่ราคาหุ้นได้อย่างรวดเร็ว (Fama, 1970) ส่งผลให้ผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจบางประการอาจไม่ปรากฏอย่างชัดเจนในเชิงสถิติ ในเชิงทฤษฎี นโยบายการเงินและภาวะระดับราคามีอิทธิพลต่อทั้งต้นทุนทางการเงิน กระแสเงินสดของภาคธุรกิจ และการประเมินความเสี่ยงของนักลงทุน ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรดังกล่าวผ่านหลายช่องทาง จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องในประเด็นนี้สามารถแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มหลัก ได้แก่ (1) งานวิจัยเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2) งานวิจัยเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ (3) งานวิจัยที่ศึกษาปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคร่วมกันที่มีผลต่อตลาดทุน (สถาพร เพชรประดับ และอุราภรณ์ รักมิตร, 2567)

1. แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายกับตลาดทุน

อัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเครื่องมือสำคัญของธนาคารกลางในการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งส่งผลต่อต้นทุนทางการเงิน การลงทุน และการกำหนดมูลค่าสินทรัพย์ในตลาดทุน โดยสามารถอธิบายได้ผ่านแนวคิด Present value theory ตามทฤษฎีเศรษฐศาสตร์การเงิน อัตราดอกเบี้ยถือเป็นต้นทุนของเงินทุน (Cost of capital) และเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยส่งผลโดยตรงต่อกระบวนการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted cash flow) ซึ่งใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น กล่าวคือ เมื่ออัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น อัตราคิดลดจะสูงขึ้น ส่งผลให้มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตลดลง และกดดันให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลง ในทางกลับกัน ตามทฤษฎีการลงทุนและตลาดทุน การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของภาคธุรกิจลดลง ขณะเดียวกันยังช่วยเพิ่มความน่าสนใจของการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง ส่งผลให้มูลค่าหลักทรัพย์และสินทรัพย์ทางการเงินมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น (สถาพร เพชรประดับ และอุราภรณ์ รักมิตร, 2567)

ในบริบทของนโยบายการเงิน อัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเครื่องมือหลักที่ธนาคารกลางใช้ในการกำหนดทิศทางเศรษฐกิจ โดยการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของภาคเอกชน และการตัดสินใจลงทุนของภาคธุรกิจ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2565) นอกจากนี้ การตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนได้รับอิทธิพลจากการรับรู้ข้อมูล ความรู้ด้านการลงทุน และความเชื่อมั่นต่อระบบการลงทุน (ชาตรี จันทร์เจริญฤทธิ์, 2566)

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยจำนวนหนึ่งชี้ให้เห็นว่า ผลของอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจไม่เกิดขึ้นในลักษณะทันทีทันใด เนื่องจากตลาดทุนมีลักษณะเป็นตลาดที่มองไปข้างหน้า

(Forward-Looking Market) นักลงทุนมักรับรู้และสะท้อนข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินนโยบายการเงินที่คาดการณ์ไว้ล่วงหน้าลงในราคาหลักทรัพย์แล้ว จึงทำให้การประกาศเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างเป็นทางการอาจไม่ส่งผลต่อราคาหุ้นอย่างชัดเจนในช่วงเวลา (Fama. 1970; Fama. 1981)

จากกรอบแนวคิดดังกล่าว งานวิจัยในประเทศไทยได้ใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นตัวแปรสำคัญในการอธิบายการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้น โดยพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับดัชนีราคาหุ้นมีความซับซ้อนและอาจแตกต่างกันไปตามบริบททางเศรษฐกิจและพฤติกรรมของนักลงทุน (สถาพร เพชรประดับ และอรุณรัตน์ รักมิตร. 2567) โดยเฉพาะในช่วงที่เศรษฐกิจเผชิญความไม่แน่นอนสูงหรือมีเหตุการณ์ภายนอกเข้ามากระทบ เช่น วิกฤตการเงินหรือความผันผวนของเศรษฐกิจโลก ซึ่งอาจลดทอนบทบาทของอัตราดอกเบี้ยต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ. 2566)

2. แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อกับตลาดหุ้น

อัตราเงินเฟ้อเป็นตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่สะท้อนระดับราคาสินค้าและบริการในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งมีผลต่อกำไรของภาคธุรกิจ ความสามารถในการบริโภค และความคาดหวังของนักลงทุน โดยสามารถอธิบายผ่าน Fisher effect และ Inflation hedge hypothesis อัตราเงินเฟ้อเป็นตัวชี้วัดสำคัญของเสถียรภาพด้านราคาและสะท้อนภาวะเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ (สำนักงานสถิติแห่งชาติ. 2566) ในเชิงทฤษฎี ความสัมพันธ์ระหว่างเงินเฟ้อกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถอธิบายได้หลายแนวทาง แนวคิดดั้งเดิมมองว่า เงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นจะลดอำนาจซื้อของเงิน เพิ่มต้นทุนการผลิต และสร้างความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ ซึ่งอาจส่งผลเชิงลบต่อกำไรของบริษัทและราคาหุ้น (Bodie. 1976; Fama. 1981)

อย่างไรก็ตาม แนวคิดเชิงเศรษฐศาสตร์สมัยใหม่เสนอว่า เงินเฟ้อในระดับต่ำถึงปานกลางอาจสะท้อนถึงการขยายตัวของเศรษฐกิจและอุปสงค์รวมที่เพิ่มขึ้น ซึ่งช่วยสนับสนุนรายได้และผลกำไรของบริษัทจดทะเบียน ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตอบสนองในเชิงบวกต่อเงินเฟ้อในช่วงเวลา Fama (1981) เสนอสมมติฐาน “Proxy hypothesis” ซึ่งอธิบายว่า ความสัมพันธ์ระหว่างเงินเฟ้อและดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจไม่ได้เกิดจากเงินเฟ้อโดยตรง แต่เกิดจากการที่เงินเฟ้อทำหน้าที่เป็นตัวแทนของการเติบโตทางเศรษฐกิจ

ในบริบทของประเทศกำลังพัฒนา ความสัมพันธ์ระหว่างเงินเฟ้อกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจมีความแตกต่างจากประเทศพัฒนาแล้ว เนื่องจากโครงสร้างเศรษฐกิจ ระดับการแข่งขัน และบทบาทของภาครัฐที่แตกต่างกัน ซึ่งส่งผลให้กลไกการส่งผ่านของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคต่อราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันด้วย (Humpe and Macmillan. 2009) งานวิจัยจำนวนหนึ่งพบว่า เงินเฟ้ออาจมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตลาดหลักทรัพย์ในช่วงที่เศรษฐกิจอยู่ในระยะฟื้นตัวหรือขยายตัว เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของระดับราคาสินค้าอาจสะท้อนถึงการขยายตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจและผลประกอบการของภาคธุรกิจ (Fama. 1981) แต่จะส่งผลเชิงลบเมื่อเงินเฟ้ออยู่ในระดับสูงและสร้างความไม่แน่นอนต่อระบบเศรษฐกิจ (Bodie. 1976)

สำหรับประเทศไทย งานวิจัยที่ผ่านมาให้ผลลัพธ์ที่หลากหลาย โดยบางการศึกษาพบว่าปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคมีความสัมพันธ์กับการเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะในช่วงที่เศรษฐกิจอยู่ในภาวะฟื้นตัวหรือขยายตัว ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงบทบาทของภาวะเศรษฐกิจต่อความเชื่อมั่นและการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน (ผาณิตา ยศพล และมรรษกร เชื้อทองฮั่ว. 2566) ขณะที่บางการศึกษาพบว่า อัตราเงินเฟ้ออาจไม่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลกระทบของเงินเฟ้ออาจขึ้นอยู่กับลักษณะของ

อุตสาหกรรมและบริบททางเศรษฐกิจในช่วงเวลาที่ศึกษา (พรจรัส เอกอมรปัญญา และ ณัฐวุฒิ คุ้มฉนวนเจริญชัย. 2566) ความไม่เป็นเอกฉันท์ของผลการศึกษาเหล่านี้สะท้อนให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ระหว่างเงินเฟ้อกับตลาดทุนมีความซับซ้อนและขึ้นอยู่กับช่วงเวลาที่ศึกษา จากแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง สามารถสังเคราะห์ได้ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราเงินเฟ้อกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีลักษณะไม่ตายตัว แต่ขึ้นอยู่กับบริบทเศรษฐกิจ ระดับเงินเฟ้อ และความคาดหวังของนักลงทุนในแต่ละช่วงเวลา

3. งานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคและตลาดทุน

งานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคและตลาดทุนส่วนใหญ่มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคกับการเคลื่อนไหวของตลาดหลักทรัพย์ ผ่านกรอบแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์การเงินและแบบจำลองทางเศรษฐมิติที่หลากหลาย แม้ว่างานวิจัยที่ผ่านมาได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคกับตลาดทุนอย่างต่อเนื่อง แต่ผลการศึกษายังไม่เป็นเอกฉันท์ และยังมีข้อจำกัดในด้านช่วงเวลาศึกษา ความถี่ของข้อมูล และตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ งานวิจัยจำนวนมากได้ศึกษาผลกระทบของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคหลายตัวที่มีต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้แบบจำลองทางเศรษฐมิติที่หลากหลาย เช่น แบบจำลองการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ แบบจำลอง VAR และแบบจำลอง ARDL (Chen, Roll and Ross. 1986; Mukherjee and Naka. 1995) งานวิจัยในต่างประเทศพบว่า ตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค เช่น อัตราดอกเบี้ย เงินเฟ้อ และการเติบโตทางเศรษฐกิจ มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผ่านหลายช่องทาง ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของต้นทุนเงินทุน (Cost of capital) การปรับตัวของกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ และการเปลี่ยนแปลงของความคาดหวังและความเชื่อมั่นของนักลงทุน ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาลักษณะหลักทรัพย์ในตลาดทุน (Fama. 1981; Chen, Roll and Ross. 1986; Mukherjee and Naka. 1995)

สำหรับประเทศไทย งานวิจัยหลายชิ้นชี้ให้เห็นว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับอิทธิพลจากทั้งปัจจัยภายในประเทศ เช่น นโยบายการเงิน เงินเฟ้อ และการเติบโตของเศรษฐกิจ รวมถึงปัจจัยภายนอก เช่น ภาวะเศรษฐกิจโลกและกระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ผลการศึกษาดังกล่าวสนับสนุนการใช้แบบจำลองการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคและตลาดทุนในบริบทของประเทศไทย (พรจรัส เอกอมรปัญญา และ ณัฐวุฒิ คุ้มฉนวนเจริญชัย. 2566; ธนากรแห่งประเทศไทย. 2566)

ดังนั้น ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงเป็นตัวแปรที่สะท้อนทั้งปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจและพฤติกรรมของนักลงทุน

4. ช่องว่างของงานวิจัยและความเชื่อมโยงกับการศึกษา

จากการทบทวนแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง สามารถสังเคราะห์ได้ว่า อัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อมีบทบาทเชื่อมโยงกันในเชิงระบบผ่านกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน (Monetary policy transmission mechanism) โดยการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงิน ต้นทุนเงินทุน และการตัดสินใจลงทุนของภาคธุรกิจ ขณะที่อัตราเงินเฟ้อมีผลต่อกำลังซื้อ ความคาดหวังของนักลงทุน และการกำหนดนโยบายการเงิน กลไกดังกล่าวส่งผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์ผ่านการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดในอนาคต อัตราคิดลด และความเชื่อมั่นของนักลงทุน ซึ่งสะท้อนออกมาในรูปของการเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่ายังมีช่องว่างของงานวิจัยในประเด็นการศึกษาผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

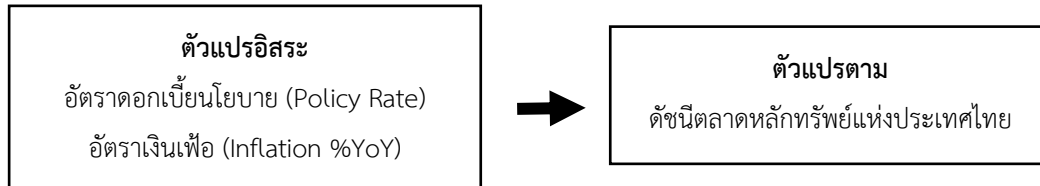
โดยเฉพาะการใช้ข้อมูลรายเดือนในช่วงเวลาที่ยาวและครอบคลุมทั้งภาวะเศรษฐกิจปกติและภาวะเศรษฐกิจที่มีความผันผวนสูง เช่น ช่วงการแพร่ระบาดของโรคโควิด-19 และช่วงการปรับนโยบายการเงินของประเทศหลัก (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2566)

นอกจากนี้ ยังพบว่าการศึกษาเชิงประจักษ์ที่วิเคราะห์ผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้ข้อมูลรายเดือนอย่างต่อเนื่องยังมีจำนวนจำกัด ส่งผลให้ยังขาดหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าวในบริบทเศรษฐกิจไทยได้อย่างชัดเจน

ดังนั้น การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้จึงมุ่งเติมเต็มช่องว่างดังกล่าว โดยทดสอบว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อ มีผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ และมีทิศทางความสัมพันธ์อย่างไร โดยใช้แบบจำลองการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณในการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงประจักษ์ ซึ่งผลการวิเคราะห์จะนำเสนอในบทที่ 4 และสามารถนำไปใช้เป็นข้อมูลประกอบการกำหนดนโยบาย การตัดสินใจลงทุน และการศึกษาทางวิชาการในอนาคต

กรอบแนวคิดการวิจัย

จากแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์การเงิน อัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อส่งผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ผ่านกลไกต้นทุนเงินทุน อัตราคิดลด และความคาดหวังของนักลงทุน ซึ่งสะท้อนผ่านการเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

1. รูปแบบการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative research) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ในรูปแบบอนุกรมเวลา (Time series) รายเดือน เพื่อศึกษาผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ การเลือกใช้ข้อมูลรายเดือนช่วยให้สามารถสะท้อนความผันผวนและการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจและตลาดทุนได้ละเอียดกว่าข้อมูลรายไตรมาสหรือรายปี

2. ประชากร ขอบเขต และช่วงเวลาการศึกษา

ขอบเขตการศึกษาครอบคลุมข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2557 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2566 รวมทั้งสิ้น 120 ชุดข้อมูลรายเดือน โดยกำหนดให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวแปรตาม และกำหนดให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อเป็นตัวแปรอิสระ เพื่อสะท้อนผลของนโยบายการเงินและภาวะระดับราคาต่อการเคลื่อนไหวของตลาดทุนไทยในช่วงเวลาที่ครอบคลุมทั้งภาวะเศรษฐกิจปกติและภาวะเศรษฐกิจที่มีความผันผวนสูง

3. แหล่งที่มาของข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยเป็นข้อมูลทุติยภูมิรายเดือน โดยมีแหล่งที่มาอย่างเป็นทางการดังนี้

3.1 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้ข้อมูลค่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ราคาปิดสิ้นเดือน (End-of-month closing index) ซึ่งสะท้อนระดับราคาของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวมในแต่ละเดือน โดยข้อมูลได้จาก ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผ่านฐานข้อมูลสถิติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.2 อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy rate) ใช้ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ประกาศโดย ธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงหลักในการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศ โดยข้อมูลได้จากฐานข้อมูลสถิติของธนาคารแห่งประเทศไทย หมวดอัตราดอกเบี้ย (Policy rate)

3.3 อัตราเงินเฟ้อ (Inflation) ใช้อัตราเงินเฟ้อทั่วไป วัดจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index: CPI) แบบร้อยละเมื่อเทียบกับเดือนเดียวกันของปีก่อน โดยข้อมูลได้จากสำนักงานสถิติแห่งชาติ (National Statistical Office: NSO) ซึ่งเป็นหน่วยงานหลักในการจัดทำสถิติด้านระดับราคาของประเทศ

ข้อมูลทั้งหมดถูกจัดเตรียมให้อยู่ในรูปแบบข้อมูลรายเดือนตลอดช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2557 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2566 เพื่อให้มีความสอดคล้องกันในการวิเคราะห์เชิงปริมาณและสามารถสะท้อนการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจและตลาดทุนไทยในแต่ละช่วงเวลาได้อย่างเหมาะสม

4. นิยามเชิงปฏิบัติการของตัวแปร

4.1 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET index) คือ ค่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ สิ้นเดือน (หน่วย: จุด) ใช้เป็นตัวแทนระดับราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยรวม

4.2 อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (PR) คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ประกาศโดยธนาคารแห่งประเทศไทยในแต่ละเดือน (หน่วย: ร้อยละต่อปี)

4.3 อัตราเงินเฟ้อ (INF) คือ อัตราเงินเฟ้อทั่วไปวัดจาก CPI แบบร้อยละเมื่อเทียบกับช่วงเวลาเดียวกันของปีก่อน (หน่วย: ร้อยละ)

5. แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยนี้ใช้แบบจำลองการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple linear regression) เพื่อประเมินผลกระทบของตัวแปรอิสระ 2 ตัวต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้วิธีประมาณค่าแบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) สามารถเขียนสมการได้ดังนี้

$$SET_t = \beta_0 + \beta_1 PR_t + \beta_2 INF_t + \varepsilon_t$$

โดยที่

SET_t คือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เดือน t

PR_t คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ เดือน t

INF_t คือ อัตราเงินเฟ้อ ณ เดือน t

β_0 คือ ค่าคงที่ของสมการ

β_1, β_2 คือ สัมประสิทธิ์ที่สะท้อนผลกระทบของตัวแปรอิสระต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ε_t คือ ค่าคลาดเคลื่อน (Error term)

6. วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลและเกณฑ์การตัดสินผล

ดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยโปรแกรม IBM SPSS Statistics โดยมีขั้นตอนสำคัญดังนี้

6.1 วิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) เพื่อสรุปลักษณะข้อมูลของตัวแปร เช่น ค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

6.2 ประเมินค่าแบบจำลองถดถอยเชิงเส้นพหุคูณด้วยวิธี OLS

6.3 ประเมินความเหมาะสมของแบบจำลองด้วยค่า R , R^2 และ Adjusted R^2

6.4 ทดสอบนัยสำคัญของแบบจำลองโดยรวมด้วยสถิติ F-test (จากตาราง ANOVA)

6.5 ทดสอบนัยสำคัญของตัวแปรอิสระรายตัวด้วยสถิติ t-test โดยพิจารณาค่า Sig. (p-value) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

นอกจากนี้ เพื่อให้ผลการวิเคราะห์มีความน่าเชื่อถือในเชิงเศรษฐมิติ ผู้วิจัยได้ตรวจสอบคุณสมบัติของข้อมูลอนุกรมเวลา (Time series properties) พิจารณาความนิ่งของข้อมูลจากลักษณะการเคลื่อนไหวของข้อมูลอนุกรมเวลาและอ้างอิงแนวทางจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และความเหมาะสมของการใช้แบบจำลอง รวมทั้งได้ตรวจสอบปัญหาทางเศรษฐมิติที่สำคัญ ได้แก่ การทดสอบ Multicollinearity โดยใช้ค่า Variance Inflation Factor (VIF) การทดสอบ Autocorrelation โดยใช้ค่า Durbin-Watson (DW) และการพิจารณาลักษณะการกระจายของค่าคลาดเคลื่อนเพื่อประเมินปัญหา Heteroskedasticity

ทั้งนี้ เนื่องจากข้อจำกัดของโปรแกรม SPSS ในการทดสอบ Unit root โดยตรง ผู้วิจัยจึงพิจารณาความนิ่งของข้อมูลจากลักษณะการเคลื่อนไหวของข้อมูลอนุกรมเวลาและอ้างอิงแนวทางจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผลการวิจัย

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายเดือนในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2557 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2566 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ครอบคลุมทั้งภาวะเศรษฐกิจปกติและช่วงที่เศรษฐกิจมีความผันผวนสูง เช่น ช่วงการแพร่ระบาดของโรคโควิด-19 และช่วงการปรับทิศทางนโยบายการเงินของประเทศหลัก ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลองการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple linear regression) สามารถนำเสนอผลการวิจัยได้ดังต่อไปนี้

1. ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตารางที่ 1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรการวิจัย

ตัวแปร	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
SET index	120	1125.86	1830.13	1541.2353	137.40668
Policy Rate	120	.50	2.50	1.3708	.56415
Inflation	120	-3.44	7.86	1.1357	2.10401
Valid N (listwise)	120				

ที่มา: จากการคำนวณ

จากตารางที่ 1 พบว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ประมาณ 1,541 จุด โดยมีช่วงการเปลี่ยนแปลงตั้งแต่ 1,125.86 จุด ถึง 1,830.13 จุด ซึ่งสะท้อนถึงระดับความผันผวนของตลาดหุ้นไทยในช่วงเวลาที่ศึกษา ความผันผวนดังกล่าวอาจได้รับอิทธิพลจากปัจจัยทางเศรษฐกิจทั้งภายในและภายนอกประเทศ รวมถึงเหตุการณ์สำคัญทางเศรษฐกิจและการเงินในช่วงเวลาดังกล่าว

ในส่วนของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย พบว่ามีค่าเฉลี่ยร้อยละ 1.37 และมีการเปลี่ยนแปลงในช่วงร้อยละ 0.50 ถึง 2.50 ซึ่งสะท้อนการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นช่วงและเข้มงวดสลับกันตามภาวะเศรษฐกิจ ขณะที่อัตราเงินเฟ้อ มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 1.14 และมีช่วงการเปลี่ยนแปลงค่อนข้างกว้างตั้งแต่ร้อยละ -3.44 ถึง 7.86 แสดงให้เห็นถึงความผันผวนของระดับราคาสินค้าและบริการ โดยเฉพาะในช่วงที่เศรษฐกิจเผชิญภาวะด้านอุปสงค์และอุปทาน

โดยภาพรวม สถิติเชิงพรรณนาชี้ให้เห็นว่าตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคและตัวแปรตลาดทุนที่ใช้ในการศึกษา มีความผันผวนตามลักษณะของข้อมูลอนุกรมเวลา ซึ่งเหมาะสมต่อการนำมาวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงปริมาณด้วยแบบจำลองการถดถอย

2. ผลการตรวจสอบคุณสมบัติของข้อมูลและเงื่อนไขของแบบจำลอง OLS

ก่อนการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลองการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ ผู้วิจัยได้ตรวจสอบคุณสมบัติของข้อมูล และเงื่อนไขเบื้องต้นของการใช้แบบจำลอง OLS เพื่อประเมินความเหมาะสมของข้อมูลในการวิเคราะห์ ได้แก่ การตรวจสอบปัญหา Multicollinearity, Autocorrelation และเงื่อนไขเบื้องต้นของข้อมูลสำหรับการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลอง OLS ผลการตรวจสอบพบว่า ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่าน้อยกว่า 10 และค่า Tolerance มีค่ามากกว่า 0.10 แสดงว่าไม่พบปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระ นอกจากนี้ ผลการตรวจสอบค่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 0.260 ซึ่งอาจสะท้อนถึงความเป็นไปได้ของปัญหา Autocorrelation ในข้อมูลอนุกรมเวลา ดังนั้น ผลการศึกษาจึงควรตีความด้วยความระมัดระวัง

อย่างไรก็ตาม การศึกษาครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงเส้นเบื้องต้นด้วยแบบจำลอง OLS เพื่อศึกษาทิศทางและอิทธิพลของตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. ผลการวิเคราะห์ความเหมาะสมของแบบจำลอง

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ความเหมาะสมของแบบจำลอง (Model summary)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-watson
1	.442 ^a	.196	.182	124.27803	.260

ที่มา: จากการคำนวณ

จากตารางที่ 2 พบว่า แบบจำลองมีค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.182 แสดงว่าตัวแปรอิสระ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ประมาณร้อยละ 18.2 หลังจากปรับค่าตามจำนวนตัวแปรและจำนวนข้อมูล ซึ่งสะท้อนว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของตัวแปรตามได้ในระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ค่า Adjusted R² ดังกล่าวยังบ่งชี้ว่ายังมีปัจจัย

อื่นที่ไม่ได้รวมอยู่ในแบบจำลอง ซึ่งอาจมีอิทธิพลต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่น ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียน ความเชื่อมั่นของนักลงทุน สถานการณ์เศรษฐกิจโลก และปัจจัยทางการเมือง

ในส่วนของค่า Durbin-Watson ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.260 พบว่ามีค่าค่อนข้างต่ำ อาจสะท้อนถึงปัญหาความสัมพันธ์กันของค่าคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) ในข้อมูลอนุกรมเวลา อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้มุ่งเน้นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงเส้นเบื้องต้นระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น ผลการวิเคราะห์ยังสามารถใช้อธิบายแนวโน้มความสัมพันธ์เบื้องต้นระหว่างตัวแปรได้ อาจส่งผลให้ค่าประมาณมีความเอนเอียงบางส่วน จึงควรตีความผลด้วยความระมัดระวัง และควรมีการพัฒนาแบบจำลองเพิ่มเติมในอนาคต เช่น การใช้แบบจำลองอนุกรมเวลา เพื่อเพิ่มความแม่นยำของผลการศึกษา

ตารางที่ 3 ผลการทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลอง

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	439722.615	2	219861.307	14.235	.000 ^b
1 Residual	1806066.275	117	15445.029		
Total	2246791.020	119			

ที่มา: จากการคำนวณ

จากตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวน พบว่า แบบจำลองการถดถอยโดยรวมมีค่า F เท่ากับ 14.235 และมีค่า Sig. เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 แสดงให้เห็นว่าแบบจำลองมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ เมื่อพิจารณาอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อร่วมกัน ตัวแปรอิสระทั้งสองสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และแบบจำลองโดยรวมมีความเหมาะสมในการใช้วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร

4. ผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2557-2566

ตารางที่ 4 ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยและการตรวจสอบ Multicollinearity

Model	Unstandardized		Standardized		t	Sig.	Collinearity	Statistics
	Coefficients		Coefficients					
	B	Std. Error	Beta				Tolerance	VIF
(Constant)	1470.650	32.228			45.627	.000		
Inflation	29.468	5.528	.451		5.331	.000	.959	1.043
Policy Rate	26.992	20.621	.111		1.309	.193	.959	1.043

ที่มา: จากการคำนวณ

จากตารางที่ 4 พบว่า อัตราเงินเฟ้อมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 29.468 และมีค่า Sig. เท่ากับ 0.000 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 แสดงให้เห็นว่าอัตราเงินเฟ้อมีผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ เมื่ออัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น 1 หน่วย ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นประมาณ 29.468 จุด ภายใต้เงื่อนไขที่ตัวแปรอื่นคงที่ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายมีค่า Sig. เท่ากับ 0.193 ซึ่งสูงกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 จึงสรุปได้ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่มีผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงเวลาที่ศึกษา

ผลลัพธ์ดังกล่าวอาจสะท้อนว่าตลาดหุ้นไทยมีลักษณะเป็นตลาดที่มองไปข้างหน้า (Forward-Looking Market) โดยนักลงทุนอาจรับรู้และสะท้อนการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการเงินเข้าสู่ราคาหลักทรัพย์ล่วงหน้าแล้ว หรืออิทธิพลของอัตราดอกเบี้ยอาจถูกกลบโดยปัจจัยทางเศรษฐกิจอื่น เช่น ภาวะเงินเฟ้อและความเชื่อมั่นของนักลงทุน

5. ผลการเปรียบเทียบทิศทางและขนาดของอิทธิพลของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากผลการวิเคราะห์พบว่า อัตราเงินเฟ้อมีค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐาน (Beta) เท่ากับ 0.451 ซึ่งสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่มีค่า Beta เท่ากับ 0.111 แสดงให้เห็นว่าอัตราเงินเฟ้อมีอิทธิพลต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างชัดเจน นอกจากนี้ ทิศทางของอิทธิพลพบว่า ทั้งอัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างไรก็ตาม มีเพียงอัตราเงินเฟ้อเท่านั้นที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงบทบาทของภาวะเงินเฟ้อในการขับเคลื่อนตลาดหุ้นไทยในช่วงเวลาที่ศึกษา ผลลัพธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับลักษณะของตลาดหุ้นในประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งปัจจัยด้านเงินเฟ้อมีบทบาทต่อการคาดการณ์ผลประโยชน์และการเติบโตทางเศรษฐกิจมากกว่านโยบายการเงินในระยะสั้น

6. สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

จากผลการวิเคราะห์สามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้ สมมติฐานที่ 1 ซึ่งระบุว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่ได้รับการสนับสนุน เนื่องจากไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สมมติฐานที่ 2 ซึ่งระบุว่าอัตราเงินเฟ้อมีผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้รับการสนับสนุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสรุป ผลการวิจัยสะท้อนในเบื้องต้นว่าในช่วงปี พ.ศ. 2557-2566 การเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินเฟ้อมากกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งแสดงให้เห็นถึงบทบาทของภาวะเงินเฟ้อในการกำหนดทิศทางของตลาดหุ้นไทยในช่วงเวลาที่ศึกษา ทั้งนี้ ผลการศึกษาดังกล่าวสามารถนำไปใช้เป็นประเด็นในการอภิปรายเชิงลึกเกี่ยวกับกลไกการส่งผ่านของปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคต่อตลาดหุ้น

อภิปรายผลการวิจัย

ผลการวิจัยเรื่องผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2557-2566 พบว่า แบบจำลองการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณที่ใช้ในการศึกษามีความเหมาะสมและมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ในระดับหนึ่ง ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Arbitrage Pricing Theory (APT) ที่อธิบายว่าผลตอบแทนของ

หลักทรัพย์ได้รับอิทธิพลจากปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคหลายด้านร่วมกัน และปัจจัยเหล่านี้สามารถส่งผลกระทบต่อราคาลิขสิทธิ์ในตลาดหุ้นได้ (Chen, Roll and Ross. 1986)

ผลการศึกษาที่พบว่าอัตราเงินเฟ้อมีผลเชิงบวกต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอธิบายเชิงกลไกได้ว่า เงินเฟ้อในระดับต่ำถึงปานกลางมักสะท้อนการขยายตัวของอุปสงค์รวม ทำให้รายได้และกำไรของบริษัทจดทะเบียนเพิ่มขึ้น ซึ่งถูกสะท้อนผ่านราคาลิขสิทธิ์และดัชนีตลาด นอกจากนี้ เงินเฟ้อยังส่งผลกระทบต่อ “ความคาดหวังกำไรในอนาคต” ของนักลงทุน จึงเร่งการปรับพอร์ตลงทุนไปยังสินทรัพย์เสี่ยงมากขึ้นผลดังกล่าวสอดคล้องกับ Fama (1981) ที่เสนอว่าความสัมพันธ์ระหว่างเงินเฟ้อกับตลาดหุ้นสะท้อนผ่านกิจกรรมทางเศรษฐกิจ และสอดคล้องกับ Mukherjee and Naka (1995) และ Humpe and Macmillan (2009) ในช่วงเศรษฐกิจฟื้นตัว

นอกจากนี้ ผลการศึกษายังสอดคล้องกับแนวคิดของ Fama (1981) ที่เสนอว่า ความสัมพันธ์ระหว่างเงินเฟ้อกับตลาดหลักทรัพย์อาจเป็นไปในทิศทางบวกในบางช่วงเวลา โดยเฉพาะเมื่อการเพิ่มขึ้นของระดับราคาสินค้าสะท้อนถึงการขยายตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจและผลประกอบการของภาคธุรกิจ ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามภาวะเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวหรือขยายตัว อย่างไรก็ตาม ผลลัพธ์ดังกล่าวแตกต่างจากบางการศึกษาที่พบว่า เงินเฟ้ออาจส่งผลเชิงลบต่อราคาหุ้นเมื่อระดับเงินเฟ้ออยู่ในระดับสูงและก่อให้เกิดความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ ซึ่งส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและความสามารถในการทำกำไรของภาคธุรกิจ (Bodie. 1976; Fama. 1981) สะท้อนให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างเงินเฟ้อกับตลาดหลักทรัพย์อาจแตกต่างกันไปตามบริบททางเศรษฐกิจ ระดับเงินเฟ้อ และช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

ในทางตรงกันข้าม ผลการศึกษาพบว่า อัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่มีผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลลัพธ์ดังกล่าวสามารถอธิบายได้ด้วยแนวคิดของตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH) ซึ่งเสนอว่าข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับนโยบายการเงินและแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยอาจถูกสะท้อนอยู่ในราคาลิขสิทธิ์ล่วงหน้าแล้ว นักลงทุนจึงสามารถปรับพอร์ตการลงทุนตามความคาดหวังเกี่ยวกับนโยบายการเงินก่อนการประกาศอย่างเป็นทางการ ส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่ส่งผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์อย่างชัดเจนในเชิงสถิติ (Fama. 1970) ประเด็นนี้สามารถอธิบายเพิ่มเติมได้ด้วยทฤษฎี Efficient market hypothesis ของ Fama (1970) ซึ่งระบุว่าราคาลิขสิทธิ์สะท้อนข้อมูลที่มีอยู่แล้วอย่างรวดเร็ว จึงทำให้ผลของนโยบายการเงินไม่ปรากฏในเชิงสถิติ นอกจากนี้ แนวคิด Behavioral Finance ยังชี้ว่าพฤติกรรมและความคาดหวังของนักลงทุนอาจมีบทบาทสำคัญมากกว่าปัจจัยพื้นฐานบางประการในระยะสั้น

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษานี้แตกต่างจากผลการศึกษาบางส่วนที่พบว่าอัตราดอกเบี้ยมีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ความแตกต่างดังกล่าวอาจเกิดจากความแตกต่างของช่วงเวลาศึกษา ความถี่ของข้อมูล ลักษณะของตลาดทุน ตลอดจนบริบททางเศรษฐกิจและนโยบายการเงินในแต่ละช่วงเวลา ซึ่งอาจส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับตลาดหลักทรัพย์แตกต่างกันไป (Chen, Roll and Ross. 1986; Mukherjee and Naka. 1995) โดยเฉพาะในช่วงปี พ.ศ. 2557-2566 ซึ่งเศรษฐกิจไทยเผชิญเหตุการณ์สำคัญ เช่น การแพร่ระบาดของโควิด-19 และการปรับทิศทางนโยบายการเงินของประเทศหลัก (ธนาคารแห่งประเทศไทย. 2566)

โดยภาพรวม ผลการวิจัยสะท้อนว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลาดังกล่าวมีความอ่อนไหวต่อภาวะเงินเฟ้อมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งตอกย้ำบทบาทของภาวะเศรษฐกิจและระดับราคาต่อการกำหนดความคาดหวังของนักลงทุนในตลาดหุ้นไทย อย่างไรก็ตาม แบบจำลองที่ใช้ใน

การศึกษาครั้งนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ในระดับร้อยละ 18.2 ($\text{Adjusted } R^2 = 0.182$) ซึ่งสะท้อนว่ายังมีปัจจัยอื่นที่ไม่ได้รวมอยู่ในแบบจำลอง อาทิ ผลผลิตมวลรวมภายในประเทศ (GDP) อัตราแลกเปลี่ยน ความเชื่อมั่นของนักลงทุน และปัจจัยเศรษฐกิจระหว่างประเทศ ซึ่งอาจมีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นไทย ดังนั้น การศึกษาครั้งต่อไปควรพิจารณาเพิ่มตัวแปรอิสระดังกล่าวเพื่อเพิ่มอำนาจในการอธิบายและพยากรณ์ของแบบจำลองให้มีความครอบคลุมมากยิ่งขึ้น ในเชิงปฏิบัติ ผู้กำหนดนโยบายควรติดตามเงินเพื่อคาดการณ์ (Expected Inflation) ควบคู่กับเครื่องมือสื่อสารนโยบาย (Forward Guidance) เพื่อลดความไม่แน่นอนในตลาด ขณะที่นักลงทุนควรพิจารณาปรับพอร์ตโดยเพิ่มสัดส่วนสินทรัพย์ที่ได้ประโยชน์จากเงินเฟ้อ เช่น กลุ่มพลังงาน สินค้าโภคภัณฑ์ และหุ้นที่มีอำนาจกำหนดราคา (Pricing power) พร้อมทั้งกระจายความเสี่ยงระหว่างอุตสาหกรรม

สรุปผลการวิจัย

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิรายเดือนในช่วงปี พ.ศ. 2557-2566 และวิเคราะห์ด้วยแบบจำลองการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ ผลการวิจัยสามารถสรุปได้ว่า

1. แบบจำลองการถดถอยโดยรวมมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีค่า $\text{Adjusted } R^2$ เท่ากับ 0.182 ซึ่งสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ในระดับที่ยอมรับได้สำหรับการศึกษาตลาดหุ้น
2. อัตราเงินเฟ้อมีผลกระทบเชิงบวกต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ
3. อัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่พบว่ามีผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงเวลาที่ศึกษา

โดยภาพรวม ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลาดังกล่าวมีความอ่อนไหวต่อภาวะเงินเฟ้อมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งสะท้อนบทบาทของภาวะเศรษฐกิจและระดับราคาในการกำหนดความคาดหวังและการตัดสินใจลงทุนในตลาดหุ้นไทย

ข้อเสนอแนะจากงานวิจัย

จากผลการวิจัย สามารถเสนอข้อเสนอแนะได้ดังนี้

1. ข้อเสนอแนะที่ได้จากการศึกษาในครั้งนี้

1.1 หน่วยงานที่กำหนดนโยบายเศรษฐกิจและนโยบายการเงินควรให้ความสำคัญกับเสถียรภาพด้านราคา โดยเฉพาะการควบคุมอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมและไม่ผันผวนเกินไป เช่น การดำเนินนโยบายการเงินแบบค่อยเป็นค่อยไป (Gradual adjustment) และการสื่อสารนโยบาย (Forward guidance) อย่างชัดเจน เพื่อช่วยลดความไม่แน่นอนในตลาดหุ้นและเสริมสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุนในระยะยาว

1.2 นักลงทุนควรติดตามแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อควบคู่กับตัวแปรเศรษฐกิจอื่น เช่น อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน และภาวะเศรษฐกิจโดยรวม โดยสามารถนำข้อมูลเงินเฟ้อมาใช้ในการวางกลยุทธ์การลงทุน เช่น การเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับประโยชน์จากเงินเฟ้อ (เช่น พลังงานหรือสินค้าโภคภัณฑ์) และการกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนเพื่อลดผลกระทบจากความผันผวนของตลาด

2. ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

การวิจัยนี้มีข้อจำกัดบางประการ ได้แก่ การใช้แบบจำลองการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณซึ่งเป็นแบบจำลองเชิงสถิติเชิงเส้น อาจไม่สามารถสะท้อนความสัมพันธ์เชิงพลวัตหรือผลกระทบที่มีลักษณะล่าช้าของตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคได้อย่างครบถ้วน นอกจากนี้ งานวิจัยยังใช้ตัวแปรอิสระเพียงสองตัว ซึ่งอาจไม่ครอบคลุมปัจจัยทั้งหมดที่มีผลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น งานวิจัยในอนาคตควรพิจารณาใช้แบบจำลองเชิงพลวัต เช่น VAR หรือ ARDL เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในระยะสั้นและระยะยาว รวมถึงเพิ่มตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค เช่น อัตราแลกเปลี่ยน การเติบโตทางเศรษฐกิจ และกระแสเงินทุนเคลื่อนย้าย เพื่อเพิ่มความครอบคลุมและความแม่นยำของแบบจำลองในการอธิบายการเคลื่อนไหวของตลาดทุน

รายการอ้างอิง

- ชาติรี จันทรเจริญฤทธิ์. (กรกฎาคม-ธันวาคม 2566). “ปัจจัยที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนในการเลือกใช้บัญชีซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัลผ่านศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัลในประเทศไทย.” *วารสารสถาบันวิจัยญาณสังวร*. 14(2) : 49-57.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566). *รายงานประจำปี 2566*. [ออนไลน์]. แหล่งที่มา: https://media.set.or.th/set/Documents/2024/Apr/SET_Annual_Report_2023_TH.pdf. [10 มกราคม 2569].
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2565). *รายงานนโยบายการเงิน มีนาคม 2565*. [ออนไลน์]. แหล่งที่มา: https://www.bot.or.th/content/dam/bot/documents/th/our-roles/monetary-policy/mpc-publication/monetary-policy-report/MPR_2565_Q1.pdf. [15 มกราคม 2569].
- _____. (2566). *รายงานภาวะเศรษฐกิจไทย ปี 2566*. [ออนไลน์]. แหล่งที่มา: <https://www.bot.or.th/content/dam/bot/documents/th/thai-economy/state-of-thai-economy/annual-report/annual-econ-report-th-2566.pdf>. [15 มกราคม 2569].
- ผาณิตา ยศพล และมรรษกร เชื้อทองฮั่ว. (พฤษภาคม 2566). “อิทธิพลของดัชนีความผันผวน ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีต่อดัชนีหลักทรัพย์หุ้นยั่งยืน (SETTHSI) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ Hang Seng Corporate Sustainability Index (HSSUS) ของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง.” *Procedia of Multidisciplinary Research*. 1(5) : 26.
- พรจรัส เอกอมรปัญญา และณัฐภูมิ คุ้มฉนวนเจริญชัย. (พฤษภาคม 2566). “ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นหมวดธุรกิจบริการรับเหมาก่อสร้างของประเทศไทยและประเทศเวียดนาม.” *Procedia of Multidisciplinary Research*. 1(5) : 42.
- สถาพร เพชรประดับ และอรุณรัตน์ รักมิตร. (มกราคม-มิถุนายน 2567). “อัตราดอกเบี้ยและดัชนีราคาหุ้นเพื่อการลงทุน.” *วารสารบัญชีปริทัศน์ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย*. 9(1) : 1-11.
- สำนักงานสถิติแห่งชาติ. (2566). *ดัชนีราคาผู้บริโภคของประเทศไทย*. [ออนไลน์]. แหล่งที่มา: https://www.nso.go.th/nsoweb/nso/statistics_and_indicators?impt_branch=321#gsc.tab=0. [15 มกราคม 2569].

- สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ. (2566). **ภาวะเศรษฐกิจไทยไตรมาสแรกของปี 2566 และแนวโน้มปี 2566**. [ออนไลน์]. แหล่งที่มา: https://www.nesdc.go.th/wordpress/wp-content/uploads/2025/04/article_20230531172318.pdf. [15 มกราคม 2569].
- สุกมล ดวงตา, กัสมา กาซ็อน และพีระพล ศรีวิชัย. (กันยายน-ตุลาคม 2566). “ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100.” **วารสารสหวิทยาการมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์**. 6(5) : 2443-2456.
- Bodie, Z. (May 1976). “Common stocks as a hedge against inflation.” **The Journal of Finance**. 1(2): 459-470.
- Chen, N. F., Roll, R., & Ross, S. A. (July, 1986). “Economic forces and the stock market.” **The Journal of Business**. 59(3) : 383-403.
- Fama, E. F. (May, 1970). “Efficient capital markets: A review of theory and empirical work.” **The Journal of Finance**. 25(2) : 383-417.
- _____. (September, 1981). “Stock returns, real activity, inflation, and money.” **The American Economic Review**. 71(4) : 545-565.
- Fisher, I. (1930). **The Theory of Interest**. New York: Macmillan. [online]. Available: <https://oll.libertyfund.org/titles/fisher-the-theory-of-interest>. [5 มกราคม 2569].
- Humpe, A., & Macmillan, P. (January, 2009). “Can macroeconomic variables explain long-term stock market movements? A comparison of the US and Japan.” **Applied Financial Economics**. 19(2) : 111-119.
- 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.
- Williams, J. B. (1938). **The Theory of Investment Value**. Cambridge, MA: Harvard University Press. [online]. Available : <https://ia601506.us.archive.org/18/items/in.ernet.dli.2015.225177/2015.225177.The-Theory.pdf>. [5 มกราคม 2569].