

สรุปและขอเสนอแนะ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้ศึกษาถึง ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ กับตัวแปรทางการเงิน 3 ตัว คือ เงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย และ ปริมาณเงิน โดยศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวในกลุ่มประเทศเอเชีย 7 ประเทศ ซึ่งสามารถแบ่งได้เป็น 2 กลุ่มประเทศตามระดับการพัฒนา คือ กลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่ (NEWLY DEVELOPED COUNTRIES) ได้แก่ประเทศฮ่องกง สิงคโปร์ ไต้หวันและเกาหลีใต้ และกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เพื่อศึกษาถึงผลกระทบของตัวแปรทางการเงิน 3 ตัว คือ เงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย และ ปริมาณเงิน ที่มีต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ และ เปรียบเทียบผลกระทบของตัวแปรดังกล่าวต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ระหว่างกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่ กับกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนา โดยมีสมมุติฐานว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศเอเชีย จะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับ เงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ย แต่จะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับปริมาณเงิน ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ในทางทฤษฎี นอกจากนี้ตัวแปรทางการเงินดังกล่าวจะมีผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ของ 2 กลุ่มประเทศนี้ไม่เท่ากัน เนื่องจากระดับการพัฒนาของ 2 กลุ่มนี้แตกต่างกัน

การศึกษานี้ใช้ อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหลักทรัพย์ในแต่ละเดือนของตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ เป็นตัววัดผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ หรือ เรียกว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ( $SR_t$ ) ในกรณีที่มีดัชนีราคาหลักทรัพย์หลายตัว ก็เลือกมาเพียงดัชนีเดียว ตามความเหมาะสมของข้อมูล เพื่อใช้ดัชนีราคาหลักทรัพย์ดังกล่าว เป็นตัวแทนของระดับราคาหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ สำหรับตัวแปรทางการเงิน คือ เงินเฟ้อ ( $I_t$ ) จำนวนจากอัตราการเปลี่ยนแปลงรายเดือนของดัชนีราคาผู้บริโภค หรือเป็นอัตราเงินเฟ้อในแต่ละเดือนนั่นเอง อัตราดอกเบี้ย ( $R_t$ ) จำนวนจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นเฉลี่ยในแต่ละเดือนและปริมาณเงิน ( $M_t$ ) จำนวนจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินในความหมายแคบ ( $M_1$ ) ในแต่ละเดือน การที่ต้องแปรข้อมูลแต่ละตัวให้เป็นอัตราการเปลี่ยนแปลงก่อนที่จะนำไปหาความสัมพันธ์กันนั้น เพื่อเป็นการศึกษาถึงผลกระทบของอัตราการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรทางการเงิน ต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาหลักทรัพย์ หรือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งจะเห็นความสัมพันธ์กันเด่นชัดกว่าหากใช้

ข้อมูลในแต่ละเดือน ซึ่งเป็นตัวเลขสะสมและมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามเวลา

นอกจากจะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กับตัวแปรทางการเงินใน เวลาเดียวกันแล้ว ก็ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ณ เวลาหนึ่ง ๆ ( $t$ ) กับตัวแปรทางการเงินในเวลาที่ผ่านมาแล้ว ตั้งแต่ 1 เดือน จนถึง 5 เดือน ( $t - 1$  ถึง  $t - 5$ ) เนื่องจากอาจเกิดความสัมพันธ์ที่ล่าช้า (lagged Relations) ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กับตัวแปรทางการเงิน ซึ่งในแต่ละประเทศก็จะแตกต่างกันไป

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัวแปรทางการเงินในแต่ละ ประเทศ ใช้ข้อมูล 9 ปี คือตั้งแต่เดือนมกราคม 2520 - สิงหาคม 2528 ยกเว้นประเทศ ไต้หวัน และเกาหลีใต้นั้นใช้ข้อมูลประมาณ 5 ปี เนื่องจากความไม่สมบูรณ์ของข้อมูล เมื่อกำหนดตัวแปรดังกล่าวแล้ว ได้ใช้สมการถดถอยเพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ( $SR_t$ ) กับตัวแปรทางการเงินแต่ละตัว คือ เงินเฟ้อ ( $I_t$ ) อัตราดอกเบี้ย ( $R_t$ ) และปริมาณเงิน ( $M_t$ ) โดยมีรูปแบบของสมการถดถอยดังนี้

$$SR_t = \alpha + \sum \beta_{t-n} I_{t-n} \quad \text{-----} \quad 30$$

$$SR_t = \alpha + \sum \beta_{t-n} R_{t-n} \quad \text{-----} \quad 31$$

$$SR_t = \alpha + \sum \beta_{t-n} M_{t-n} \quad \text{-----} \quad 32$$

- เมื่อ
- $SR_t$  = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์
  - $\sum \beta$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของความสัมพันธ์ ระหว่างตัวแปรทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์
  - $I_t$  = อัตราเงินเฟ้อ
  - $R_t$  = อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย
  - $M_t$  = อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน
  - $\alpha$  = จุดตัดแกนของเส้นถดถอย

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัวแปรทางการเงินในกลุ่ม ประเทศเอเชีย สรุปได้ดังตารางที่ 34

ตารางที่ 34 แสดงความสัมพันธ์ของความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (SR<sub>F</sub>) กับตัวแปรทางการเงิน ได้แก่ เงินเฟ้อ (I<sub>F</sub>) อัตราดอกเบี้ย (R<sub>F</sub>) และปริมาณเงิน (M<sub>F</sub>) ของกลุ่มประเทศในเอเชีย

ประเทศ	ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทน (SR <sub>F</sub> ) กับ...	$\alpha$	$\beta_B$	F	R <sup>2</sup>
1) <u>กลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่</u>					
ฮ่องกง	- เงินเฟ้อ (I <sub>F</sub> )	2.45	-0.7011	4.7025*	8.60%
	- อัตราดอกเบี้ย (R <sub>F</sub> )	2.08	-0.1732	10.9907*	9.73%
	- ปริมาณเงิน (M <sub>F</sub> )	0.99	0.8017	15.1761**	12.95%
สิงคโปร์	- เงินเฟ้อ (I <sub>F</sub> )	1.42	-0.5157	0.3948	2.08%
	- อัตราดอกเบี้ย (R <sub>F</sub> )	1.32	-0.1569	1.4967	4.42%
	- ปริมาณเงิน (M <sub>F</sub> )	0.52	0.9414	3.7719*	7.28%
เกาหลีใต้	- เงินเฟ้อ (I <sub>F</sub> )	-0.01	0.1196	0.9887	4.01%
	- อัตราดอกเบี้ย (R <sub>F</sub> )	-0.55	0.7478	2.1856*	7.24%
	- ปริมาณเงิน (M <sub>F</sub> )	0.45	-0.3262	2.7224*	7.22%
ไต้หวัน	- เงินเฟ้อ (I <sub>F</sub> )	0.79	-0.3908	0.4501	3.80%
	- อัตราดอกเบี้ย (R <sub>F</sub> )	0.42	-0.0814	0.6041	4.79%
	- ปริมาณเงิน (M <sub>F</sub> )	-0.66	1.1118	1.4609	9.01%
2) <u>กลุ่มประเทศกำลังพัฒนา</u>					
มาเลเซีย	- เงินเฟ้อ (I <sub>F</sub> )	0.19	3.3223	8.1068***	7.50%
	- อัตราดอกเบี้ย (R <sub>F</sub> )	1.51	0.0537	0.9632	3.82%
	- ปริมาณเงิน (M <sub>F</sub> )	0.90	0.6471	7.5973***	7.06%
ฟิลิปปินส์	- เงินเฟ้อ (I <sub>F</sub> )	-0.93	-0.0152	0.5275	3.36%
	- อัตราดอกเบี้ย (R <sub>F</sub> )	-1.04	-0.1332	3.7059**	3.47%
	- ปริมาณเงิน (M <sub>F</sub> )	-1.46	0.3337	0.4772	1.47%
ไทย	- เงินเฟ้อ (I <sub>F</sub> )	1.41	-1.3749	2.1202	6.15%
	- อัตราดอกเบี้ย (R <sub>F</sub> )	0.71	-0.2454	0.8072	4.25%
	- ปริมาณเงิน (M <sub>F</sub> )	0.74	-0.2128	0.7745	2.39%

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 34 สรุปความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กับตัวแปรทางการเงินในแต่ละประเทศได้ดังต่อไปนี้

ประเทศฮ่องกง ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับเงิน เพื่อและอัตราดอกเบี้ย โดยมีนัยสำคัญ ณ ระดับ  $\alpha = .05$  ส่วนปริมาณเงินมีความสัมพันธ์ไปในทาง เดียวกัน กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยมีนัยสำคัญ ณ ระดับเดียวกัน ความสัมพันธ์ระหว่างผล ต่อตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัวแปรทางการเงินแต่ละตัวทั้ง 3 ตัวในประเทศฮ่องกงนี้ ไม่สอดคล้องกับ ทฤษฎี แต่อย่างไรก็ตามจะเห็นว่าปัจจัยทางการเงินทั้ง 3 มีผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของ ผลตอบแทนค่อนข้างมาก โดยการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์เป็นผลมาจากปริมาณเงิน ถึง 12.95% และรองลงมาจะเป็นผลจากอัตราดอกเบี้ย และเงิน เพื่อ โดยมีผลต่อการเปลี่ยนแปลง ของหลักทรัพย์ 9.73% และ 8.60% ตามลำดับ

ประเทศสิงคโปร์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับเงิน เพื่อ และอัตราดอกเบี้ย อย่างไรก็ตามมีนัยสำคัญ มีเพียงปริมาณเงินที่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผล ต่อตอบแทนของหลักทรัพย์โดยมีนัยสำคัญ ผลสรุปดังกล่าว ไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน เช่นกันแต่สรุปได้ว่า ปริมาณเงินเป็นตัวแปรทางการเงินตัว เดียวที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แม้จะมีทิศทาง ตรงกันข้ามกับทฤษฎี

ประเทศเกาหลีใต้ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะมีความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกับเงิน เพื่อ และอัตราดอกเบี้ย แต่จะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับปริมาณเงิน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี แต่มีเพียงอัตราดอกเบี้ยและปริมาณเงินที่มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับ  $\alpha = .20$

ประเทศไต้หวัน ผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับเงิน เพื่อ และอัตราดอกเบี้ย แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับปริมาณเงิน ซึ่งความสัมพันธ์ทั้งหมดไม่ มีนัยสำคัญ จึงกล่าวได้ว่าตัวแปรทางการเงินทั้ง 3 จะมีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใน ประเทศไต้หวันน้อยมาก หรือไม่มีเลย

ประเทศมาเลเซีย ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกับเงิน เพื่อ อัตราดอกเบี้ย และปริมาณเงิน โดยผลกระทบของเงิน เพื่อต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีนัยสำคัญ ณ ระดับ  $\alpha = .05$  และความสัมพันธ์สอดคล้องกับในทางทฤษฎี ส่วนปริมาณเงินนั้นมีผลกระทบต่อผล ต่อตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญแต่ไม่สอดคล้องกับในทางทฤษฎี

ประเทศฟิลิปปินส์ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับเงินเพื่อและอัตราดอกเบี้ยแต่จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับปริมาณเงิน ซึ่งความสัมพันธ์ทั้ง 3 นั้นไม่สอดคล้องกันในทางทฤษฎี สรุปได้ว่ามีเพียงอัตราดอกเบี้ยเท่านั้นที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในประเทศฟิลิปปินส์

ประเทศไทย ผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับเงินเพื่อ อัตราดอกเบี้ยและปริมาณเงิน ซึ่งมีเพียงปริมาณเงินเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์สอดคล้องกันในทางทฤษฎี สรุปได้ว่าตัวแปรทางการเงินทั้ง 3 มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในประเทศไทยน้อยมากหรือไม่มีนัยสำคัญ

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัวแปรทางการเงินทั้ง 3 ตัว คือ เงินเพื่อ อัตราดอกเบี้ย และปริมาณเงินของ 7 ประเทศในเอเชีย สรุปได้ว่า ประเทศฮ่องกงนั้นตัวแปรทางการเงินทั้ง 3 จะมีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญประเทศเกาหลีใต้มีอัตราดอกเบี้ยและปริมาณเงินที่มีผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญ ประเทศสิงคโปร์มีปริมาณเงินเท่านั้นที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์และประเทศฟิลิปปินส์ มีอัตราดอกเบี้ยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนประเทศไทยและไต้หวันนั้น ปัจจัยทางการเงินทั้ง 3 นี้ ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หรืออาจกล่าวได้ว่ามีความสัมพันธ์น้อยมากจนไม่มีนัยสำคัญ

ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับตัวแปรทางการเงินสรุปได้ดังนี้

1) ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับเงินเพื่อใน 7 ประเทศ มี 5 ประเทศ ที่มีความสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้ามและมีนัยสำคัญประเทศเดียว คือ ฮ่องกง ส่วน 2 ประเทศ ที่มีความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกันก็มีนัยสำคัญเพียงประเทศเดียวคือ มาเลเซีย

2) ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราดอกเบี้ยใน 7 ประเทศ มี 5 ประเทศที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม มี 2 ประเทศที่มีนัยสำคัญ คือ ฮ่องกง และ ฟิลิปปินส์ ส่วน 2 ประเทศที่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันนั้นมีนัยสำคัญประเทศเดียวคือ เกาหลีใต้

3) ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับปริมาณเงินใน 7 ประเทศ มี 5 ประเทศที่มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกัน โดยมีนัยสำคัญ 3 ประเทศ คือ ฮ่องกง สิงคโปร์และมาเลเซีย ส่วน 2 ประเทศที่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามมีนัยสำคัญประเทศเดียวคือ เกาหลีใต้

ผลการศึกษาสรุปได้ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางการเงินทั้ง 3 กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ แตกต่างกันไม่สามารถจัดกลุ่มได้แน่ชัด และความสัมพันธ์ส่วนใหญ่ไม่สอดคล้องกับความสัมพันธ์ทางทฤษฎี ผลการศึกษาในแต่ละประเทศที่แตกต่างกันนั้น อาจเนื่องจากปัจจัย

ทางเศรษฐกิจ การเมือง หรือปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลกระทบต่อการลงทุนของแต่ละประเทศซึ่งปัจจัยเหล่านี้ อาจแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ

ในการเปรียบเทียบผลกระทบของตัวแปรทางการเงินทั้ง 3 ตัว ต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่ ซึ่งได้แก่ ประเทศ เกาหลีใต้, ฮองกง, ไต้หวันและสิงคโปร์ กับกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา ได้แก่ ประเทศไทย ฟิลิปปินส์ และมาเลเซีย นั้น ไม่สามารถสรุปตามสมมติฐานที่ว่าตัวแปรทางการเงินมีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใน 2 กลุ่ม ประเทศในเอเชียไม่เท่ากันเพราะระดับการพัฒนาของ 2 กลุ่มนี้แตกต่างกัน การที่ไม่สามารถสรุปได้นี้เนื่องจากว่าผลกระทบดังกล่าวจะแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศอยู่แล้ว และไม่สามารถจัดกลุ่มได้ตามระดับการพัฒนาของประเทศ

สรุป ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางการเงินทั้ง 3 คือ เงินเพื่อ อัตรากอเบี้ย และปริมาณเงิน กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศในเอเชีย 7 ประเทศ จะมีทิศทางของความสัมพันธ์แตกต่างกัน และความสัมพันธ์ของประเทศส่วนใหญ่ที่นำมาศึกษาจะไม่สอดคล้องกับความสัมพันธ์ในทางทฤษฎี เมื่อเปรียบเทียบผลกระทบของตัวแปรทางการเงินต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของ 2 กลุ่มประเทศในเอเชีย ซึ่งแบ่งตามระดับการพัฒนาของประเทศ ก็ไม่สามารถสรุปได้ว่าตัวแปรทางการเงินมีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใน 2 กลุ่มนี้ไม่เท่ากัน เนื่องจากผลกระทบดังกล่าว ในแต่ละประเทศจะแตกต่างกันตามลักษณะเฉพาะของประเทศนั้น ๆ และไม่สามารถจัดกลุ่มได้ตามระดับการพัฒนาของประเทศ

แม้ว่าผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กับตัวแปรทางการเงินของประเทศโดยส่วนใหญ่ไม่สอดคล้องกับในทางทฤษฎี แต่อย่างไรก็ตามผลการศึกษาดังกล่าวก็สามารถเป็นแนวทางให้นักลงทุนทราบถึงทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กับตัวแปรทางการเงินของ 7 ประเทศในเอเชีย นอกจากนี้การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศจะเป็นผลสืบเนื่องมาจาก ตัวแปรทางการเงินทั้ง 3 ตัว คือ เงินเพื่อ อัตรากอเบี้ย และปริมาณเงิน ในสัดส่วนที่ค่อนข้างต่ำ ดังนั้นในการลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ ผู้ลงทุนจะต้องพิจารณาถึงปัจจัยอื่นนอกจากนี้ประกอบด้วย

ข้อสังเกตเกี่ยวกับตัวแปร

1. ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในการศึกษานี้คำนวณมาจากราคา ณ วันสุดท้ายของเดือนที่ตลาดหลักทรัพย์เปิดทำการ ในขณะที่ตัวแปรทางการเงิน คือ ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตรากอเบี้ย เป็น

ข้อมูลในแต่ละเดือนนั้นมาจากการหาค่าเฉลี่ยของข้อมูลทั้งเดือน ดังนั้นเมื่อนำมาหาความสัมพันธ์กัน อาจเป็นเหตุผลหนึ่งที่มีความสัมพันธ์ไม่มั่นคงสำคัญ ส่วนปริมาณเงินมาจากข้อมูล ณ วันสุดท้ายของเดือน เช่นเดียวกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

2. คำนีราคาหลักทรัพย์ของประเทศไทยและประเทศอื่น ๆ ในเอเชียที่นำมาศึกษานี้ จะไม่รวมเงินปันผลเข้าไปด้วย ซึ่งอาจทำให้ค่านีของราคาหลักทรัพย์นั้นผิดพลาดไปจากความเป็นจริง

3. คำนีราคาของหลักทรัพย์ในประเทศด้อยพัฒนา ไม่สะท้อนถึงภาวะของตลาดหลักทรัพย์ ในเวลานั้นอย่างแท้จริง เพราะมีจำนวนหลักทรัพย์ไม่มากที่มีราคาเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ส่วนหลักทรัพย์ที่ไม่ค่อยจะมีการซื้อขายนั้น ในการคำนวณคำนีราคาหลักทรัพย์นั้นจะใช้ราคาครั้งสุดท้ายที่มีการซื้อขายมากำหนด ทำให้คำนีราคาหลักทรัพย์นั้น บางส่วนจะสะท้อนถึงราคาในอดีตด้วย

4. การประกาศคำนีราคาผู้บริโภคในแต่ละเดือนของประเทศต่าง ๆ ส่วนมากจะประกาศช้ากว่าเวลา ณ สิ้นเดือนนอกจากนี้ว่านักลงทุนจะรับรู้ถึงข่าวสารนั้นก็ล่าช้าไปจึงอาจไม่เห็นผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในเวลานั้น

#### ข้อเสนอแนะ

1. นอกจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางการเงินทั้ง 3 ตัว คือ เงินเพื่ออัตราดอกเบี้ย และปริมาณเงินต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์แล้ว การศึกษาต่อไป อาจจะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับ ปัจจัยอื่น ๆ เช่น ผลิตภัณฑ์ประชาชาติเบื้องต้น (GNP) อัตราแลกเปลี่ยนของเงินต่างประเทศ (Exchange Rate) เป็นต้น โดยตัวแปรต่างที่นำมาศึกษาในแต่ละประเทศอาจจะแตกต่างกัน ซึ่งในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ไม่ได้ศึกษาเนื่องจากข้อจำกัดของข้อมูลและระยะเวลา

2. ในช่วงเวลาที่แตกต่างกันอาจจะมีผลทำให้ผลกระทบ ของตัวแปรทางการเงินต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นจึงอาจแบ่งการศึกษาเป็นช่วง ๆ เพื่อเปรียบเทียบว่าในประเทศเดียวกัน แต่ช่วงเวลาแตกต่างกัน ผลกระทบดังกล่าวจะสอดคล้องกันหรือไม่

3. การศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยใช้สมการถดถอยนี้ หากจำนวนข้อมูลที่นำมาศึกษามากขึ้น ข้อผิดพลาดก็ย่อมลดลง ในการศึกษาที่ใช้ข้อมูลรายเดือน เนื่องจากตัวแปรบางตัวเช่น คำนีราคาผู้บริโภค (CPI) ปริมาณเงิน (Money Supply) ของประเทศส่วนใหญ่สรุปเผยแพร่เป็นรายเดือน แต่หากสามารถใช้ข้อมูลรายสัปดาห์, รายวัน หรือระยะเวลาในการศึกษามากขึ้น ผลสรุปที่ได้ย่อมมีความถูกต้องมากขึ้น