

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย และอัตรา
แลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ของกลุ่มประเทศอาเซียน AEC



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2557

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ของกลุ่มประเทศอาเซียน AEC

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 2 มิถุนายน พ.ศ. 2557



นางสาวบุญศรี โสภณัฐยานนท์

ผู้วิจัย

.....

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

.....

รองศาสตราจารย์อรรณพ ตันละมัย, Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

.....

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทระโคติกา

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

.....

วสันต์ ศิริประภาศิริ

M.Sc.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

ข้าพเจ้าขอแสดงความซาบซึ้งอย่างยิ่งต่อที่ปรึกษาของข้าพเจ้า ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยะภัทร ธาระวานิช ที่ได้ให้คำแนะนำที่มีคุณค่า และคำปรึกษาที่ดีเยี่ยมต่องานวิจัยของข้าพเจ้า ข้าพเจ้าขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ชาติร์ จันทร โคลิกา เป็นอย่างยิ่งที่ได้ให้ความรู้เรื่องเศรษฐกิจมิติสำหรับใช้ในงานวิจัยฉบับนี้ และขอขอบพระคุณอาจารย์วสันต์ ศิริประภาศิริ เป็นอย่างยิ่งที่ได้คำแนะนำที่มีคุณค่าต่องานวิจัยของข้าพเจ้า งานวิจัยฉบับนี้คงไม่สามารถสำเร็จได้ หากปราศจากความช่วยเหลือจากทั้งสามท่าน

สุดท้ายนี้ ข้าพเจ้าขอขอบพระคุณบิดามารดา และครอบครัว ที่เป็นกำลังใจและสนับสนุนข้าพเจ้า ทำให้งานวิจัยฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี ความสำเร็จของข้าพเจ้าคงมีอาจเกิดขึ้นได้ หากขาดการสนับสนุนและกำลังใจจากบิดามารดา และครอบครัวของข้าพเจ้า

บุญศรี โสภณัฐยานนท์



ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยน
เงินตราต่างประเทศ ของกลุ่มประเทศอาเซียน AEC

THE RELATIONSHIP BETWEEN THE YIELD OF THE STOCK MARKET, INTEREST
RATE AND FOREIGN EXCHANGE RATE FROM AEC (ASEAN ECONOMIC
COMMUNITY) MARKETS

บุญศรี โสภณัฐยานนท์ 5450421

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์ : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D.,
รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทระ โคลิกา, Ph.D., วสันต์ ศิริประภาศิริ, M.Sc.

บทคัดย่อ

สารนิพนธ์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของ
ตลาดหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศของกลุ่ม AEC ใน 6 ประเทศ
จาก 10 ประเทศ ดังนี้ 1.อินโดนีเซีย 2.มาเลเซีย 3.ฟิลิปปินส์ 4.สิงคโปร์ 5.ไทย และ 6.เวียดนาม
ในช่วงเวลาที่ใช้การศึกษา คือ มกราคม พ.ศ.2546 ถึง กันยายน พ.ศ.2556 การศึกษานี้ใช้แบบจำลอง
ของ Vector Autoregressive (VARs) ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ คือเป็นแบบจำลองอนุกรมเวลา
หนึ่งที่สามารถวิเคราะห์อนุกรมเวลาที่มีผลกระทบซึ่งกันและกัน โดยการทดสอบคุณสมบัติ
Stationary (Unit Root Test) ด้วยวิธี Augmented Dickey-Fuller Test หรือ ADF Test ซึ่งได้ผลว่า
ประเทศที่มีความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์, อัตราดอกเบี้ย, และอัตรา
แลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศที่ชัดเจนคือ อินโดนีเซีย, ฟิลิปปินส์, ไทย, และเวียดนาม อีก 2
ประเทศที่มีความสัมพันธ์น้อยมากคือ มาเลเซีย และสิงคโปร์

คำสำคัญ : AEC/อัตราดอกเบี้ย/ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์/อัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา
ต่างประเทศ

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	จ
สารบัญรูปภาพ	ฉ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 แนวความคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 แนวความคิดและทฤษฎี	4
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	10
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย	13
3.1 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา	13
3.2 ขั้นตอนการวิเคราะห์ผลการศึกษา	14
3.3 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	15
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล	17
4.1 ผลการทดสอบคุณสมบัติ Stationary (Unit Root Test)	17
4.2 การทดสอบหา Optimal number of lags	21
4.3 การทดสอบ Stability Test	22
4.4 ทดสอบ Exogeneity Test	22
4.5 การวิเคราะห์ Impulse Response	23
4.6 แสดงค่าทางสถิติ	27
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ	29
5.1 สรุปผลการศึกษา	29
5.2 ข้อเสนอแนะ	48
บรรณานุกรม	49
ประวัติผู้วิจัย	50

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
4.1	Dickey-Fuller data	19
4.2	Dickey-Fuller data หาผลต่างอันดับที่หนึ่ง (First Difference)	20
4.3	Vector autoregressive analysis(VAR) results ของอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์	24
4.4	Vector autoregressive analysis(VAR) results ของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา ต่างประเทศ	25
4.5	Vector autoregressive analysis(VAR) results ของอัตราดอกเบี้ย	26
4.6	แสดงค่าทางสถิติ	28



สารบัญรูปภาพ

รูปภาพ	หน้า
2.1 ความสัมพันธ์ 3 ด้านของ 3 ตัวแปร : ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์, อัตราดอกเบี้ย และการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศ	4
5.1 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ประเทศอินโดนีเซีย	30
5.2 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ประเทศมาเลเซีย	30
5.3 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ประเทศฟิลิปปินส์	31
5.4 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสิงคโปร์	31
5.5 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ประเทศไทย	32
5.6 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ประเทศเวียดนาม	32
5.7 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ประเทศอินโดนีเซีย แบบต่อเนื่องระยะยาว	34
5.8 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ประเทศมาเลเซีย แบบต่อเนื่องระยะยาว	34
5.9 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ประเทศฟิลิปปินส์ แบบต่อเนื่องระยะยาว	35
5.10 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสิงคโปร์ แบบต่อเนื่องระยะยาว	35
5.11 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ประเทศไทย แบบต่อเนื่องระยะยาว	36

สารบัญรูปภาพ(ต่อ)

รูปภาพ	หน้า
5.12 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ประเทศเวียดนาม แบบต่อเนื่องระยะยาว	36
5.13 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทน ของตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย	38
5.14 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทน ของตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย	38
5.15 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทน ของตลาดหลักทรัพย์ประเทศฟิลิปปินส์	39
5.16 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทน ของตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์	39
5.17 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทน ของตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย	40
5.18 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทน ของตลาดหลักทรัพย์เวียดนาม	40
5.19 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทน ของตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซียแบบต่อเนื่องระยะยาว	42
5.20 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทน ของตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย แบบต่อเนื่องระยะยาว	42
5.21 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทน ของตลาดหลักทรัพย์ประเทศฟิลิปปินส์ แบบต่อเนื่องระยะยาว	43
5.22 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทน ของตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ แบบต่อเนื่องระยะยาว	43
5.23 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทน ของตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย แบบต่อเนื่องระยะยาว	44
5.24 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทน ของตลาดหลักทรัพย์เวียดนาม แบบต่อเนื่องระยะยาว	44

สารบัญรูปภาพ(ต่อ)

รูปภาพ	หน้า
5.25 ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กับอัตราดอกเบี้ย ของทั้ง 6 ประเทศ	46
5.26 ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กับอัตราดอกเบี้ย ของทั้ง 6 ประเทศ แบบต่อเนื่องระยะยาว	46
5.27 ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กับ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศของทั้ง 6 ประเทศ	47
5.28 ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กับ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศของทั้ง 6 ประเทศ แบบต่อเนื่องระยะยาว	47

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในปัจจุบันนักลงทุนได้มีความสนใจการลงทุนในหลายรูปแบบและยังสนใจการลงทุนในด้านต่างๆ เพื่อที่จะให้ตนเองได้รับผลประโยชน์สูงสุด และให้ความสำคัญในเรื่องของการเคลื่อนย้ายเงินทุนกันมากขึ้น โดยเฉพาะด้านอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ และอัตราดอกเบี้ย เพราะว่าปัจจัยดังกล่าว ได้ส่งผลกระทบต่อในหลายๆด้าน เช่น ด้านเศรษฐกิจ, การลงทุนในประเทศ, การลงทุนในต่างประเทศ และยังรวมถึงในตลาดทุน(ตลาดหลักทรัพย์) โดยเฉพาะความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์, อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ และอัตราดอกเบี้ย

จะมีการรวมกลุ่มประเทศทางอาเซียนขึ้นมาเป็น AEC หรือ Asean Economics Community คือการรวมตัวของชาติในอาเซียน 10 ประเทศ โดยมี ไทย, พม่า, ลาว, เวียดนาม, มาเลเซีย, สิงคโปร์, อินโดนีเซีย, ฟิลิปปินส์, กัมพูชา และ บรูไน เพื่อที่จะให้มีผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจร่วมกัน จะมีรูปแบบคล้ายๆ กลุ่ม Euro Zone จะทำให้มีผลประโยชน์, อำนาจต่อรองต่างๆ กับคู่ค้าได้มากขึ้น และการนำเข้า - ส่งออกของชาติในอาเซียนก็จะเสรี ยกเว้นสินค้าบางชนิดที่แต่ละประเทศอาจจะขอไว้ไม่ลดภาษีนำเข้า (เรียกว่าสินค้าอ่อนไหว) อาเซียน จะรวมตัวเป็น ประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนและมีผลเป็นรูปธรรม ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2558 การรวมตัวทางกลุ่มประเทศนี้ จะเป็นแรงดึงดูดแก่นักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศมาลงทุนในกลุ่มประเทศนี้กันมากขึ้น รวมถึงการลงทุนในตลาดทุน(ตลาดหลักทรัพย์)

เมื่อมีการรวมกลุ่มประเทศ AEC แล้ว การลงทุนในกลุ่มประเทศนี้จะมีทิศทาง หรือมีความสัมพันธ์กันอย่างไร โดยเฉพาะความสัมพันธ์ที่เกี่ยวกับตลาดทุนว่าจะมีปัจจัยหรือตัวแปรใดที่เข้ามาเกี่ยวข้อง หรือส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศนี้หรือไม่ ซึ่งตัวแปรที่น่าสนใจในการหาความสัมพันธ์ ที่จะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ คือ อัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

จึงได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์, อัตราดอกเบี้ย, และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ โดยทำการวิจัยครอบคลุมในกลุ่มอาเซียน หรือ AEC แต่เนื่องจากบางประเทศไม่มีฐานข้อมูลเพียงพอที่จะนำมา

ศึกษาได้ จึงเลือกทำการศึกษาในประเทศที่มีฐานข้อมูลเพียงพอคือ 6 ประเทศ จาก 10 ประเทศ ดังนี้
1.อินโดนีเซีย 2.มาเลเซีย 3.ฟิลิปปินส์ 4.สิงคโปร์ 5.ไทย และ 6.เวียดนาม

1.2 สมมติฐานการวิจัย

การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศของแต่ละประเทศในอาเซียน คือประเทศ อินโดนีเซีย, มาเลเซีย, ฟิลิปปินส์, สิงคโปร์, ไทย และ เวียดนาม จะมีความสัมพันธ์กันหรือไม่ อย่างไร กับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศนั้นๆ

1.3 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

การศึกษาถึงความสัมพันธ์ของทั้ง 3 ตัวแปรที่เลือกมานั้น เป็นการศึกษาว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศนั้นได้ส่งผลหรือมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ อย่างไร เพื่อเป็นประโยชน์ต่อการช่วยตัดสินใจในการลงทุนของนักลงทุนในตลาดทุนของทั้ง 6 ประเทศนี้ เป็นการศึกษาว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศได้ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ ถ้ามีผลกระทบ จะส่งผลกระทบมากน้อยแค่ไหน (คือเป็นการวิเคราะห์ว่าตลาดหลักทรัพย์ประเทศไหนอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศมากน้อยแค่ไหน) หรือมีประเทศไหนบ้างที่ไม่ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศบ้าง

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

จากการศึกษานี้ จะช่วยให้ความรู้ความเข้าใจในเรื่องของความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศในกลุ่มประเทศ AEC (Asean Economics Community) หรือกลุ่มอาเซียน ที่ได้เลือกมาศึกษา คือ ประเทศ อินโดนีเซีย, มาเลเซีย, ฟิลิปปินส์, สิงคโปร์, ไทย และ เวียดนาม โดยเลือกทำการศึกษาย้อนหลัง 10 ปี ตั้งแต่ มกราคม พ.ศ.2546 ถึง กันยายน พ.ศ.2556 เพื่อเป็นตัวช่วยในการตัดสินใจของ

นักลงทุนในตลาดทุนว่าจะเลือกตัดสินใจลงทุนในประเทศไหนอย่างไรให้เหมาะสมและได้ประโยชน์สูงสุด

1.5 ขอบเขตของการศึกษา

เลือกศึกษาข้อมูลใน 6 ประเทศของกลุ่ม AEC (Asean Economics Community) คือ ประเทศ อินโดนีเซีย, มาเลเซีย, ฟิลิปปินส์, สิงคโปร์, ไทย และ เวียดนาม ช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษา คือ ตั้งแต่ มกราคม พ.ศ.2546 ถึง กันยายน พ.ศ.2556 โดยดึงข้อมูลจาก CEIC Data Manager

1.6 ข้อจำกัดในการศึกษา

การรวบรวมจัดเก็บข้อมูลทางสถิติของแต่ละประเทศมีมาตรฐานที่ไม่เหมือนกันเมื่อนำข้อมูลมาใช้ในการศึกษา อาจทำให้ผลลัพธ์ที่ได้บิดเบือนไปจากความเป็นจริงได้

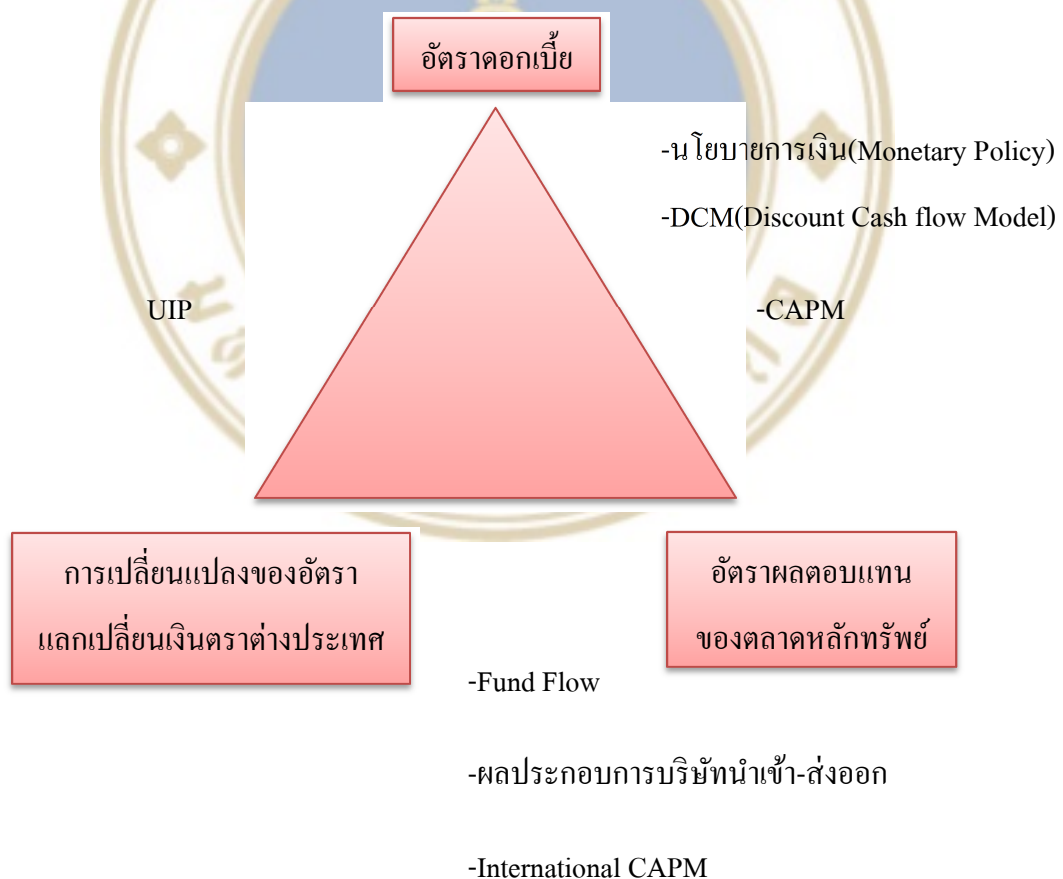


บทที่ 2

แนวความคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวความคิดและทฤษฎี

เนื่องด้วยงานศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ 3 ด้านของ 3 ตัวแปร คือ ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์, อัตราดอกเบี้ย และการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา ระหว่างประเทศ ดังภาพที่ 2.1 ที่แสดงถึงความสัมพันธ์ทั้ง 3 ด้านดังกล่าว ซึ่งมีแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องดังนี้



ภาพที่ 2.1 ความสัมพันธ์ 3 ด้านของ 3 ตัวแปร : ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์, อัตราดอกเบี้ย และการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

2.1.1 นโยบายการเงิน (Monetary Policy)

นโยบายการเงิน (Monetary Policy) หมายถึง มาตรการต่างๆ ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้เพื่อเป็นเครื่องมือ สำหรับควบคุมปริมาณเงินและเครดิตในระบบเศรษฐกิจของประเทศ มีอำนาจ ในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน ที่เป็นอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารแห่งประเทศไทย เรียกเก็บจาก การเป็นแหล่งเงินกู้แหล่งสุดท้าย โดยที่ในแต่ละประเทศจะมีนโยบายการเงินที่ไม่เหมือนกัน ซึ่งจะมี การกำหนดนโยบายการเงินให้เหมาะสมกับระบบเศรษฐกิจของแต่ละประเทศนั้นๆ รวมถึงระบบ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศด้วย ว่าใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศแบบคงที่ (Fixed Exchange Rate), แบบลอยตัว (Floating Exchange Rate), หรือ แบบลอยตัวแบบจัดการ (Managed Floating)

2.1.2 DCM (Discount Cash flow Model)

การคิดลดกระแสเงินสด คือ การเปรียบเทียบเงินในปัจจุบันกับเงินในอนาคต ยกตัวอย่างเช่น ถ้าเราลงทุนวันนี้ด้วยเงิน 1,000 บาท เมื่อเวลาผ่านไป 1 ปี ได้ผลตอบแทนกลับมา 1,100 บาท (10% ต่อปี) เงิน 1,100 บาทนี้เมื่อคิดลดกลับมาในปีปัจจุบันจะมีมูลค่าเท่ากับ 1,000 บาท ด้วยอัตราคิดลด 10% หรือจะมองให้ง่ายจึ้นจากสูตรนี้

$$DCF = FCF_1/(1+r) + FCF_2/(1+r)^2 + FCF_3/(1+r)^3 + \dots + FCF_n/(1+r)^n$$

การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้เป็นวิธีที่แม่นยำมากที่สุด เพราะหลักการที่เป็นหัวใจ ของการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้ คือ การวัดมูลค่าหุ้นจากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow : FCF) ซึ่งกระแสเงินสดอิสระเป็นตัวบ่งบอกการสร้างกระแสเงินสดของบริษัทที่หักค่าใช้จ่ายอย่าง อื่นออกหมดแล้ว ทำให้สะท้อนผลการดำเนินงานของบริษัทได้อย่างดี โดยกระแสเงินสดอิสระมี สูตรดังนี้

$$FCF = EBIT(1-Tax) + Depreciation + Amortization - CAPEX - CWC$$

EBIT (Earnings before Interest and Tax) หมายถึง กำไรจากการดำเนินงาน สามารถหาได้ในงบ กำไรขาดทุน

Depreciation หมายถึง ค่าเสื่อมราคา สามารถหาได้ในงบกระแสเงินสด

Amortization หมายถึง ค่าตัดจำหน่าย สามารถหาได้ในงบกระแสเงินสด

CAPEX (Capital Expenditure) หมายถึง ค่าใช้จ่ายในการลงทุน แบ่งเป็นค่าใช้จ่ายในการลงทุนซื้อสินทรัพย์ใหม่ และค่าใช้จ่ายในการปรับปรุงสินทรัพย์เดิมที่มีอยู่แล้ว ซึ่งสามารถหาได้ในงบกระแสเงินสด

CWC (Change in Net Working Capital) หมายถึง การเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียนที่บริษัทใช้ในการบริหารกิจการต่อปี ซึ่งกิจการจะได้รับ Credit จาก Supplier ให้สามารถจ่ายเงินภายหลังได้ และเวลาขายสินค้า บางครั้งก็อาจจะยังไม่ได้รับเงินจากลูกค้าโดนทันที จึงจำเป็นต้องให้ Credit กับลูกค้าด้วยเช่นกัน บางกิจการค่า CWC นี้แทบจะเป็นศูนย์ ในการประเมินมูลค่าหุ้นแบบคิดลดกระแสเงินสดนี้เป็นการนำผลรวมของกระแสเงินสดอิสระในอนาคตทั้งหมดของบริษัทคิดลดกลับมาที่ปัจจุบันโดยใช้อัตราการคิดลดที่เหมาะสม

โดยมูลค่าของบริษัทประกอบไปด้วยสองส่วน คือ มูลค่าหุ้นและมูลค่าหนี้ เมื่อคิดลดมูลค่าหุ้นเรียบร้อยแล้วต้องไม่ลืมหักลบมูลค่าหนี้ในปัจจุบันด้วยอัตราการคิดลดในที่นี่จะใช้ค่า

WACC (Weighted Average Cost of Capital) หรือต้นทุนเงินทุนของกิจการ ซึ่งเงินทุนของกิจการประกอบจาก 2 แหล่ง คือ เงินทุนจากผู้ถือหุ้น และเงินกู้จากเจ้าหนี้ ดังนั้นต้นทุนเงินทุนของกิจการจึงเท่ากับค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักระหว่างต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นกับต้นทุนเงินทุนของเจ้าหนี้ มีสูตรดังนี้

$$r = (E/(D+E)) * Ke + (D/(D+E)) * (1-Tax) * Kd$$

r คือ ต้นทุนเงินทุนของกิจการ

E คือ มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น

D คือ มูลค่าหนี้สินของกิจการ

Ke คือ ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น ซึ่งหาได้จาก Risk-free rate + Beta x Market Risk Premium

Kd คือ ต้นทุนเงินทุนของเจ้าหนี้ ซึ่งหาได้จาก Risk-free rate + ค่า Spread Risk-free rate คือ อัตราดอกเบี้ยขั้นต่ำ ในที่นี้ให้ห้มีค่าเท่ากับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล

Risk premium คือ ส่วนเพิ่มชดเชยความเสี่ยง สำหรับตลาดหุ้นไทย ให้มีค่าเท่ากับ 6.29% ค่า Spread คือ ค่าที่เพิ่มจากอัตราดอกเบี้ยขั้นต่ำเพื่อชดเชยความเสี่ยง

2.1.3 ทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Capital Asset Pricing Model : CAPM เป็นแบบจำลองที่ใช้อธิบายความสัมพันธ์ของความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทน โดยมีหลักสำคัญคือ ผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์ เท่ากับ

อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง บวก อัตราผลตอบแทนจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น เมื่อกำจัดความเสี่ยงที่กำจัดได้ออกไปแล้ว และทฤษฎีนี้อธิบายถึงความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ มีสูตรดังนี้

$$R_i = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

โดยที่ R_f = อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk Free Rate)
 $R_m - R_f$ = อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงของตลาด (Market Risk premium)
 β = ค่าเบต้า (Beta Factor) คือ สัมประสิทธิ์ชดเชยความเสี่ยง

จากสูตร ถ้าค่า R_f เพิ่มขึ้น ค่า R_i เพิ่มขึ้นด้วย เมื่อมีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ ณ วันที่ประกาศจะทำให้ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ลดลง และในระยะยาวผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์จะต้องขึ้น แต่ในข้อมูลที่ได้ทำการศึกษาไม่เห็นว่าเห็นผล เนื่องจากวันที่ขึ้นอัตราดอกเบี้ยค่าอัตราคิดลดนั้นสูง เพราะค่าอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น ทำให้ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ลดลง แต่เพราะเป็นมูลค่าปัจจุบันจึงทำให้คิดลบแก่ช่วงนั้น ถ้าในระยะยาวตาม CAPM ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้น เพราะเมื่อหุ้นลง นักลงทุนจะมองว่าเป็นของถูก จึงทำการเข้าซื้อหลักทรัพย์

2.1.4 ทฤษฎี International CAPM

ทฤษฎีนี้นำมาอธิบายถึงความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ โดยมีสูตรดังนี้

$$E(\tilde{r}_j - r) = \beta_{j,w} E(\tilde{r}_w - r) + \gamma_{j,s_1} E(\tilde{s}_1 + r_1^* - r) + \gamma_{j,s_2} E(\tilde{s}_2 + r_2^* - r) + \dots + \gamma_{j,s_n} E(\tilde{s}_n + r_n^* - r),$$

หรือ

$$E(\tilde{r}_j - r) = \beta_{j,w} E(\bar{r}_w - r) + \gamma_{j,s} E(\bar{S}_s - (r - r_s^*))$$

โดยที่

E = ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ j - ผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง

\tilde{r}_j = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ j

R = ผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง

β = ค่าเบต้า (ความเสี่ยงที่เป็นระบบ)

W = ดัชนีตลาดหลักทรัพย์โลก

γ = ค่าสัมประสิทธิ์

S = เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

r^* = ผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยงของ USD. (USD. Risk-free rate)

จากทฤษฎีนี้สามารถบอกถึงอัตราผลตอบแทนของแต่ละดัชนีจะขึ้นกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์โลก คล้ายๆว่าผลตอบแทนของตลาดโลกจะบอกผลของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศซึ่งความสัมพันธ์จะเชื่อมโยงกันอย่างนั้น

นอกจากทฤษฎี International CAPM แล้ว ยังมีแนวคิดมาช่วยอธิบายความสัมพันธ์นี้ด้วยคือ

2.1.5 ผลประกอบการของบริษัทที่นำเข้า-ส่งออกสินค้า

อัตราแลกเปลี่ยนมีผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทนำเข้า-ส่งออกสินค้า ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศอ่อนค่า (เงินสกุลท้องถิ่นอ่อนค่า) จะส่งผลดีต่อบริษัทที่ทำการส่งออกสินค้า แล้วถ้าในตลาดหลักทรัพย์มีบริษัทส่งออกเป็นจำนวนมากหรือเป็นส่วนใหญ่ จะทำให้ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ซึ่งดูในด้านของผลประกอบการของบริษัทที่ดีขึ้น ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ก็ดีขึ้นด้วย ในทางกลับกันถ้าเป็นบริษัทนำเข้าสินค้าจะส่งผลในทิศทางตรงกันข้าม

ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศแข็งค่า (เงินสกุลท้องถิ่นแข็งค่า) จะส่งผลดีต่อบริษัทที่ทำการนำเข้าสินค้า แล้วถ้าในตลาดหลักทรัพย์มีบริษัทนำเข้าเป็นจำนวนมากหรือเป็นส่วนใหญ่ จะทำให้ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ซึ่งดูในด้านของผลประกอบการของบริษัทที่ดีขึ้น ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ก็ดีขึ้นด้วย ในทางกลับกันถ้าเป็นบริษัทส่งออกสินค้าจะส่งผลในทิศทางตรงกันข้าม

2.1.6 กระแสการไหลของเงินทุน (Fund Flow)

กระบวนการ Fund flow หรือการไหลของเงินทุนจะเกิดขึ้นเป็นวัฏจักรดังนี้ เริ่มจากที่ประเทศใดประเทศหนึ่งมีค่าเงินที่ค่อนข้างอ่อนแล้วดัชนีราคาหลักทรัพย์ในประเทศไม่สูงนัก นักลงทุนกลุ่มแนวหน้าของโลกมองเห็นก็จะทำการประเมินว่าประเทศดังกล่าวสามารถสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนได้คุ้มค่ากับค่าเสียโอกาสหรือไม่ เมื่อประเมินแล้วว่าคุ้มค่า จะนำเม็ดเงิน

เข้ามาถึงกำไรในหลักทรัพย์ในประเทศนั้นๆ นักลงทุนกลุ่มอื่นๆ ที่มองเห็นทีหลังก็จะไล่ๆ ตามกันมา ตีตาจนในที่สุดหลักทรัพย์ในประเทศนั้นก็สูงขึ้นไป การที่นำเงินสกุลต่างประเทศมาขอแลกเงินสกุลท้องถิ่นของประเทศนั้นมากๆ ก็จะกดดันให้สกุลเงินประเทศนั้นมีค่ามากขึ้น(แข็งค่าขึ้น) ตามกฎอุปสงค์ อุปทาน พอระดับราคาหลักทรัพย์มาถึงจุดๆ หนึ่งที่นักลงทุนแนวหน้าเหล่านั้นมองแล้วว่าราคาต่อไปต่อไม่ได้ หรือมองว่ามีแหล่งอื่นที่จะให้ผลตอบแทนได้ดีกว่าเดิมแล้ว พวกเขาเหล่านั้นก็จะเทขายหลักทรัพย์ในประเทศนั้นๆ แล้วไปลงทุนยังสถานที่ที่ให้ผลตอบแทนคุ้มค่ากว่า โดยการเทขายหลักทรัพย์ เมื่อเงินทุนเหล่านี้ไหลออกไปมาก ราคาหลักทรัพย์ในประเทศนั้นก็อยู่ในระดับต่ำ ค่าเงินกลับมาอ่อนค่าอีกครั้ง

2.1.7 ทฤษฎี Uncovered Interest rate Parity (UIP)

ทฤษฎีนี้ช่วยอธิบายความสัมพันธ์ของผลต่างของอัตราดอกเบี้ยกับอัตราแลกเปลี่ยนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ คือเป็นการคาดการณ์ของนักลงทุนที่คาดว่าค่าเงินสกุลท้องถิ่นจะเปลี่ยนแปลงไปกี่เปอร์เซ็นต์ จะต้องประมาณได้ด้วยผลต่างของอัตราดอกเบี้ยได้ด้วยเช่นกัน มีสูตรดังนี้

$$\dot{e}_{(d/s)} = i_d - i_s$$

โดยที่ i_d = อัตราดอกเบี้ยในประเทศ(สกุลท้องถิ่น)

i_s = อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ(สกุลดอลลาร์สหรัฐอเมริกา)

ซึ่งนักลงทุนมองว่าถ้าลงทุนในประเทศไทย (สมมติว่าเป็นประเทศไทย) ได้ผลตอบแทน 10 เปอร์เซ็นต์ แล้วไปลงทุนที่ประเทศสหรัฐอเมริกาได้ผลตอบแทน 4 เปอร์เซ็นต์ คาดว่าอัตราแลกเปลี่ยนค่าเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯแข็งค่าขึ้น 6 เปอร์เซ็นต์ด้วย ถ้าค่าเป็นบวกเท่ากับว่าค่าเงินบาทหรือสกุลเงินท้องถิ่นอ่อนค่า แล้วค่าเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯแข็งค่าขึ้น 6 เปอร์เซ็นต์จริง ดังนั้นนักลงทุนทำการลงทุนในประเทศหรือต่างประเทศก็จะได้ผลตอบแทนเท่ากัน แต่ถ้าค่าทั้งสองข้างของสมการไม่เท่ากัน คือ สมมติว่าค่าเงินของสกุลดอลลาร์สหรัฐฯแข็งค่าเพิ่มขึ้นเป็น 7 เปอร์เซ็นต์ นักลงทุนจะไปลงทุนในต่างประเทศที่ให้ผลตอบแทน 11 เปอร์เซ็นต์ เมื่อเงินทุนไหลออกเป็นจำนวนมาก จะทำให้ค่าเงินสกุลท้องถิ่นอ่อนค่า จนกระทั่งถึงจุดที่คาดการณ์ว่าเงินสกุลท้องถิ่นจะอ่อนค่าไป 7 เปอร์เซ็นต์ นั่นไม่จริง ค่าเงินจะกลับมาอยู่ที่ 6 เปอร์เซ็นต์ ให้ค่าทั้ง 2 ข้างของสมการนั้นเท่ากัน

ดังนั้น ที่จุดดุลยภาพนักลงทุนสามารถคาดการณ์ได้ว่า การคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศสกุลท้องถิ่นต่อสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ เงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯจะแข็งค่าไปที่เปอร์เซ็นต์ จะต้องเท่ากับผลต่างของอัตราดอกเบี้ย

จากทฤษฎีและแนวคิดข้างต้นนั้น สามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้ง 3 ตัวแปรได้ดังนี้

1. ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและผลต่างของอัตราดอกเบี้ย (ที่ใช้ตัวแปรเป็นผลต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างสกุลท้องถิ่นกับสกุลดอลลาร์สหรัฐฯนั้น เนื่องจากจะศึกษาถึงทิศทางการลงทุนของนักลงทุน โดยที่นักลงทุนจะไปลงทุนในประเทศที่ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า)

2. ความสัมพันธ์เป็นแบบส่งผลซึ่งกันและกัน(interdependence) คือ การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศส่งผลกระทบต่อให้ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลง ในทางกลับกันการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ส่งผลกระทบต่อให้อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศมีการเปลี่ยนแปลง, การเปลี่ยนแปลงของผลต่างอัตราดอกเบี้ยส่งผลกระทบต่อให้ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลง ในทางกลับกัน การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ส่งผลกระทบต่อให้ผลต่างของอัตราดอกเบี้ยมีการเปลี่ยนแปลง, และ การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศส่งผลกระทบต่อให้ผลต่างของอัตราดอกเบี้ยมีการเปลี่ยนแปลง ในทางกลับกัน การเปลี่ยนแปลงของผลต่างอัตราดอกเบี้ยส่งผลกระทบต่อให้อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศมีการเปลี่ยนแปลง

3. เป็นความสัมพันธ์แบบพลวัต (dynamic) คือ ผลจากอดีตได้ส่งผลกระทบต่อปัจจุบันและเป็นผลกระทบอย่างต่อเนื่องข้ามช่วงเวลา

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องจะเป็นงานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ ความเชื่อมโยงกันของตัวแปรทั้ง 3 ตัวแปร คือ อัตราดอกเบี้ย อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ และการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ของประเทศทวีปเอเชียที่อยู่ในกลุ่ม AEC (ASEAN Economic Community) หรือกลุ่มประเทศใกล้เคียงกัน ดังนี้

1. Dynamic linkages between exchange rates and stock prices: Evidence from East Asian markets (Ming-Shiun Pan , Robert Chi-Wing Fox , & Liu, 2007) เป็นการศึกษาถึงการเชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและราคาหลักทรัพย์ในตลาด

เอเชีย ทางคณะวิจัยได้ทำการวิจัยใน 7 ประเทศเอเชียตะวันออก คือ ฮองกง, ญี่ปุ่น, เกาหลี, มาเลเซีย, สิงคโปร์, ไต้หวัน และไทย สำหรับช่วงระยะเวลา มกราคม 1988 ถึง ตุลาคม 1998 ทางคณะวิจัยได้ผลการวิจัยออกมาว่าอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เช่น การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรามีผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของบริษัทข้ามชาติรวมถึงประมาณการกำไรและราคาหุ้นของบริษัท โดยเฉพาะบริษัทที่เป็นบริษัทส่งออก-นำเข้าสินค้าจะได้รับผลกระทบจากค่าเงินสกุลท้องถิ่นแข็งค่า-อ่อนค่า คือถ้าค่าเงินสกุลท้องถิ่นแข็งค่าจะส่งผลดีต่อผลประกอบการของบริษัทนำเข้า ซึ่งจะตรงกันข้ามกับบริษัทส่งออก ในทางกลับกัน ถ้าค่าเงินสกุลท้องถิ่นอ่อนค่าก็จะส่งผลดีต่อบริษัทส่งออก ซึ่งจะตรงกันข้ามกับบริษัทนำเข้า นอกจากนี้ราคาหลักทรัพย์ยังส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศด้วย คือ ตลาดหลักทรัพย์สามารถดึงดูดกระแสเงินทุนจากนักลงทุนต่างชาติ จึงทำให้เกิดความต้องการเงินสกุลท้องถิ่นมากขึ้น เป็นเหตุให้เงินสกุลท้องถิ่นแข็งค่าขึ้น

2. ปัจจัยที่มีผลต่อการไหลเข้าของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ของภาคเอกชนต่างประเทศ (ศรีนวล, 2552) เป็นการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการไหลเข้าของเงินทุนในหลักทรัพย์ของภาคเอกชนต่างประเทศ พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง มีผลกระทบต่อมูลค่าการไหลเข้าของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ของภาคเอกชนต่างประเทศในทิศทางตรงกันข้าม คือถ้าอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงแข็งค่าขึ้นจะส่งผลให้มูลค่าการไหลเข้าของเงินลงทุนในหลักทรัพย์สุทธิจากภาคเอกชนลดลง และในทางตรงกันข้ามถ้าอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงอ่อนค่าลงจะส่งผลให้มูลค่าการไหลเข้าของเงินลงทุนในหลักทรัพย์สุทธิจากภาคเอกชนเพิ่มขึ้นเช่นกัน ส่วนดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 5 ปีนั้นไม่มีผลมูลค่าการไหลเข้าของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ของภาคเอกชนต่างประเทศ

3. ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจกับดัชนีหลักทรัพย์ หมวธนาการพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (สมชนก วันพฤหัส & สุตตะเมือง, เมษายน-มิถุนายน, 2556) เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจกับดัชนีหลักทรัพย์ หมวธนาการพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาสามารถบอกผลลัพธ์ได้ดังนี้ ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับธนาคารโดยตรง อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวธนาการพาณิชย์ ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวธนาการพาณิชย์, ปัจจัยทางเศรษฐกิจภายในประเทศ ดัชนีราคาผู้บริโภค มีความสัมพันธ์ ไปในทิศทางเดียวกันกับดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวธนาการพาณิชย์ส่วนอัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์

สหรัฐอเมริกา และอัตรา เงินปันผลตอบแทนตามตลาด มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวดธนาคารพาณิชย์ และปัจจัยทางเศรษฐกิจภายนอกประเทศ ดัชนีราคาหุ้นอุตสาหกรรมดาวโจนส์ และดัชนีน้ำมันเบนซิน (ตลาดโลก) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวดธนาคารพาณิชย์ ส่วนดัชนีน้ำมันดีเซล (ตลาดโลก) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวดธนาคารพาณิชย์

4. ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (บรริลลูอฤทธิ, 2554) เป็นการศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ ได้ผลออกมาคือ ดัชนีราคาผู้บริโภคในประเทศ(CPI), อัตราดอกเบี้ยแบบ MOR และ MLR และอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ต่อกลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนอัตราเงินเฟ้อกับอัตราดอกเบี้ย MRR เป็นแบบทิศทางเดียวกัน ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนนั้นไม่ได้ส่งผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์



บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

3.1 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

จากแนวคิดและทฤษฎีที่กล่าวไว้ในบทที่ 2 จะเห็นความสัมพันธ์ทั้ง 2 แบบ คือแบบ สัมพันธ์กัน (Interdependence) กับแบบพลวัต (Dynamic) อย่างต่อเนื่องจึงต้องใช้วิธีการศึกษาโดยใช้แบบจำลองของ Vector Autoregressive (VARs) ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ ก็เป็นแบบจำลองอนุกรมเวลาหนึ่งที่สามารถวิเคราะห์อนุกรมเวลาที่มีผลกระทบซึ่งกันและกัน

3.1.1 Vector Autoregressive (VARs)

เป็นแบบจำลองอนุกรมเวลาหนึ่งที่สามารถวิเคราะห์อนุกรมเวลาที่มีผลกระทบซึ่งกันและกัน โดยมีสูตรดังนี้

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

โดยที่ $Y_t = \begin{pmatrix} r_t \\ f_{xt} \\ sp_t \end{pmatrix}$

โดยที่

r_t คืออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ คำนวณจาก $\ln(\text{ผลตอบแทนวันนี้} - \text{ผลตอบแทนเมื่อวาน})$

f_{xt} คืออัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ คำนวณจาก $\ln(\text{อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราวันนี้} - \text{อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราเมื่อวาน})$

sp_t คือผลต่างของอัตราดอกเบี้ย ระหว่างสกุลท้องถิ่นกับสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ คำนวณจาก อัตราดอกเบี้ยสกุลท้องถิ่น - อัตราดอกเบี้ยสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ

3.2 ขั้นตอนการวิเคราะห์ผลการศึกษา

3.2.1 การทดสอบคุณสมบัติ Stationary (Unit Root Test)

เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีลักษณะเป็นข้อมูลอนุกรมเวลา ซึ่งข้อมูลส่วนใหญ่จะเป็นข้อมูลอนุกรมเวลาที่มีลักษณะเป็น Non-stationary ดังนั้น การทดสอบจะเริ่มจากการทดสอบว่าข้อมูลมีลักษณะเป็น Stationary หรือไม่ เพราะถ้านำตัวแปรที่ไม่เป็น Stationary มาใช้ในแบบจำลองนี้ จะทำให้ค่าทางสถิติที่ได้ขาดความน่าเชื่อถือ เพื่อป้องกันปัญหาดังกล่าว การทดสอบ Unit Root test จึงเป็นสิ่งสำคัญอันดับแรกก่อนการทดสอบอื่นๆ โดยวิธีการทดสอบคุณสมบัติ Stationary นี้คือ Augmented Dickey-Fuller Test หรือ ADF Test เพื่อทดสอบข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้มีลักษณะเป็น Stationary หรือ Non-stationary

วิธีการทดสอบความนิ่งของอนุกรมเวลาด้วยวิธี ADF จะใช้สมการ

$$\Delta x_t = \gamma x_{t-1} + c_1 \Delta x_{t-1} + \varepsilon_t$$

โดยตั้งสมมติฐานหลักและสมมติฐานรอง ดังนี้

$$H_0: \gamma = 0$$

$$H_1: \gamma < 0$$

ถ้ายอมรับสมมติฐานหลักแสดงว่าข้อมูลมี Unit Root หรือ Non-stationary ถ้าปฏิเสธสมมติฐานหลักแสดงว่าข้อมูลไม่มี Unit Root หรือ มีคุณสมบัติ Stationary และถ้าผลการทดสอบ Stationary ปรากฏว่าตัวแปรต่างๆที่นำมาใช้ในแบบจำลองมีคุณสมบัติเป็น Stationary ทั้งหมด $I(0)$ ก็จะสามารถที่จะนำตัวแปรเหล่านั้นไปสร้างแบบจำลอง โดยอาศัยวิธีการประมาณค่าแบบ OLS ได้ แต่ถ้าพบว่าตัวแปรบางตัวเป็น Non-Stationary จะต้องทำการหาผลต่างลำดับที่ 1 (First Difference) ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระก่อน

3.2.2 หา Optimal number of lags

แบบจำลองในการหา Optimal number of lags ใช้ SIC โดยมีสมการคือ

$$SIC(p) = \log(\det(\hat{\Omega}_p)) + \log(n) \frac{pm^2}{n}$$

3.2.3 การทดสอบ Stability Test

เป็นการทดสอบ Eigen Value ของ Matrix A1 ที่อยู่ใน Unit Circle มีสมการ

$$X_t = (I + A1 + \dots + A1^n)A_0 + \sum_{i=0}^n A1^i \varepsilon_{t-1} + A1^{n+1} X_{t-n-1}$$

ซึ่งค่า X_{t-n-1} คือตัวเงื่อนไขเพื่อ

1. เพื่อให้ค่า Y กับ Z เป็น Stationarity
2. A1 ต้องมีค่าน้อยกว่า 1 ซึ่งอยู่ภายใต้วงกลมที่ชื่อว่า Unit Circle

3.2.4 ทดสอบ Exogeneity Test

ใช้การทดสอบของ Granger exogeneity test

$$\begin{bmatrix} \phi_{11}(L) & \phi_{12}(L) \\ \phi_{21}(L) & \phi_{22}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Y_1 \\ X_1 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \alpha_1 \\ \alpha_2 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix}$$

หมายถึงค่าทดสอบ Z อธิบาย Y, Y อธิบาย Z โดยต้องไม่มีค่าเท่ากับศูนย์ เป็นการทดสอบว่า ค่า X_t เป็นตัวแปรนอกสมมุติฐานหรือไม่ $\phi_{21}(Z) = 0$ และ $\phi_{12} = 0$

3.2.5 การวิเคราะห์ Impulse Response

เป็นการวิเคราะห์ผลกระทบต่อเนื่องจากแบบจำลองแบบพลวัต(อดีตส่งผลต่อปัจจุบัน) และเป็นผลกระทบความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน จึงทำการ Impulse Response แบบธรรมดาไม่ได้ ต้องทำแบบการวิเคราะห์แรงกระตุ้นและการตอบสนองแบบตั้งฉาก (Orthogonal Impulse Response Analysis) ซึ่งเป็นการวิเคราะห์แบบคำนึงถึงความสัมพันธ์ของทั้งตัวแปร Y_1 และ Y_2

3.3 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา คือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์, อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ, และอัตราดอกเบี้ย โดยที่ข้อมูลทั้งหมดเป็นแบบรายวัน ของ 6 ประเทศสมาชิก AEC (ASEAN Economic Community) คือ อินโดนีเซีย, มาเลเซีย, ฟิลิปปินส์, สิงคโปร์, ไทย, และเวียดนาม ตั้งแต่ช่วงเวลา มกราคม พ.ศ.2546 ถึง กันยายน พ.ศ.2556

1. ดัชนีตลาดหลักทรัพย์รายวันตั้งแต่ช่วงเวลา มกราคม พ.ศ.2546 ถึง กันยายน พ.ศ.2556 ของ 6 ประเทศสมาชิก AEC (ASEAN Economic Community) คือ

-Indonesia= Jakarta Stock Exchange (JSX)

-Malaysia= FTSE Bursa Malaysia Index

-Philippines= Philippine Stock Exchange (PSE)

-Singapore= Singapore Exchange (SGX)

-Thailand= The Stock Exchange of Thailand (SET)

-Vietnam= Ho Chi Minh City Securities Exchange Centre

โดยที่นำดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศมาทำเป็นอัตราผลตอบแทน

2. อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ของแต่ละประเทศ เป็นการเทียบกันระหว่างสกุลเงินท้องถิ่นกับสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯและทำเป็นอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศแบบรายวัน

3. อัตราดอกเบี้ยของแต่ละประเทศใช้อัตราดอกเบี้ยสกุลท้องถิ่นเทียบกับอัตราดอกเบี้ยสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ(SIBOL) เป็นอัตราดอกเบี้ยระยะเวลา 3 เดือน แบบ Interbank rates หรือ แบบ Deposit rates โดยที่นำอัตราดอกเบี้ยสกุลท้องถิ่นมาลบกับอัตราดอกเบี้ยสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ(SIBOL) เพื่อทำเป็นอัตราผลตอบแทนของอัตราดอกเบี้ย

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาถึงความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์, อัตราดอกเบี้ย, และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ของทั้ง 6 ประเทศ ในกลุ่มประเทศ AEC(ASEAN Economic Community) นั้น สามารถแบ่งผลการทดสอบออกได้เป็น 5 ขั้นตอน คือ ขั้นตอนแรกเริ่มจากการทดสอบคุณสมบัติความนิ่ง(ทดสอบคุณสมบัติ Stationary) ของอนุกรมเวลาต่างๆที่อยู่ในแบบจำลอง ว่าแต่ละตัวแปรนั้นมีคุณสมบัติ Stationary หรือไม่ โดยใช้วิธีการทดสอบ Augmented Dickey-Fuller(ADF) ขั้นตอนที่สองเป็นการทดสอบหา Optimal lags ด้วยวิธี Schwarz's Information Criterion(SIC) ขั้นตอนที่สามเป็นการทดสอบ Stability Test เป็นการทดสอบว่าระบบที่นำมาศึกษานี้มีผลลัพธ์ออกมาหรือไม่ ขั้นตอนที่สี่เป็นการทดสอบ Exogeneity Test ใช้การทดสอบของ Granger exogeneity Test เป็นการทดสอบยืนยันอีกครั้งว่าเลือกใช้แบบจำลอง VARs นั้นถูกต้องเหมาะสมกับข้อมูลที่ใช้ศึกษา และขั้นตอนสุดท้ายเป็นการวิเคราะห์แรงกระตุ้นและการตอบสนอง(Impulse Response) เพื่อดูว่าเมื่อมีแรงกระตุ้นจากตัวแปรหนึ่ง แล้วอนุกรมเวลาอื่นๆในแบบจำลอง VARs จะมีการตอบสนองอย่างไร เมื่อเวลาผ่านไป โดยใช้การวิเคราะห์แรงกระตุ้นและการตอบสนองแบบตั้งฉาก(Orthogonal Impulse Response Analysis)

4.1 ผลการทดสอบคุณสมบัติ Stationary (Unit Root Test)

ในการทดสอบคุณสมบัติ Stationary เป็นการทดสอบคุณสมบัติของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาทั้ง 3 ตัวแปร ใน 6 ประเทศ AEC (ASEAN Economic Community) คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์, อัตราดอกเบี้ย, และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ โดยผลการทดสอบ Unit Root ในช่วงเวลาตั้งแต่ มกราคม พ.ศ.2546 ถึง กันยายน พ.ศ.2556 ดังแสดงในตาราง 1 พบว่าค่า Augmented Dickey-Fuller(ADF) ของตัวแปร อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์, อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ทั้ง 6 ประเทศ และอัตราดอกเบี้ยของประเทศอินโดนีเซีย นั้นค่า Prob มีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงว่าปฏิเสธสมมุติฐานหลัก หรือไม่มี Unit Root คือข้อมูลมีลักษณะเป็น Stationary ณ ระดับ(At Level) หรือ $I(0)$ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ในขณะที่ค่า Augmented Dickey-Fuller(ADF) ของตัวแปรอัตราดอกเบี้ยของอีก 5 ประเทศ คือ มาเลเซีย, ฟิลิปปินส์, สิงคโปร์, ไทย, และเวียดนามนั้น มีค่า Prob. มากกว่า 0.05 แสดงว่าไม่ปฏิเสธสมมติฐานหลัก หรือมี Unit Root คือข้อมูลมีลักษณะเป็น Non-Stationary ดังตารางที่ 4.1 จึงต้องทำการแก้ปัญหาโดยการหาผลต่างอันดับที่หนึ่ง (First Difference) แล้วจึงทำการทดสอบ Unit Root อีกครั้งหนึ่ง เมื่อตัวแปรดังกล่าวผ่านการหาผลต่างอันดับที่หนึ่ง แล้วมีคุณสมบัติ Stationary แสดงว่าตัวแปรมีอันดับของการ Integration อันดับที่ 1 หรือ $I(1)$ คูณได้ที่ตารางที่ 4.2 เป็นตารางที่แสดงผลของการทำผลต่างอันดับที่หนึ่ง (First Difference) ของตัวแปรทั้งหมด แล้วผลที่ได้ คือ ตัวแปรทั้งหมดนั้นมีค่า Prob. น้อยกว่า 0.05 แสดงว่าปฏิเสธสมมติฐานหลัก หรือไม่มี Unit Root คือข้อมูลมีลักษณะเป็น Stationary ณ ระดับ (At Level) หรือ $I(0)$ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.05



ตารางที่ 4.1 Dickey-Fuller data

Variable	Indonesia			Malaysia			Philippines			Singapore			Thai			Vaitnam		
	test	p-value		test	p-value		test	p-value		test	p-value		test	p-value		test	p-value	
ret	-45.9070	0.0000	***	-44.9740	0.0000	***	-42.3950	0.0000	***	-50.2740	0.0000	***	-44.7410	0.0000	***	-35.9270	0.0000	***
fx	-50.1900	0.0000	***	-50.9120	0.0000	***	-44.9670	0.0000	***	-54.1600	0.0000	***	-44.2180	0.0000	***	-45.8600	0.0000	***
sp	-4.3120	0.0004	***	-0.4460	0.9021		-2.3570	0.1544		-1.3220	0.6188		-0.4950	0.8931		-0.7720	0.8273	

* ** *** ค่า significant ที่นัยสำคัญ 10%, 5%, และ 1% ตามลำดับ



ตารางที่ 4.2 Dickey-Fuller data หาผลต่างอันดับที่หนึ่ง (First Difference)

Variable	Indonesia			Malaysia			Philippines			Singapore			Thai			Vaitnam		
	test	p-value		test	p-value		test	p-value		test	p-value		test	p-value		test	p-value	
ret	-45.9070	0.0000	***	-44.9740	0.0000	***	-42.3950	0.0000	***	-50.2740	0.0000	***	-44.7410	0.0000	***	-35.9270	0.0000	***
fx	-50.1900	0.0000	***	-50.9120	0.0000	***	-44.9670	0.0000	***	-54.1600	0.0000	***	-44.2180	0.0000	***	-45.8600	0.0000	***
sp	-4.3120	0.0004	***	-0.4460	0.9021		-2.3570	0.1544		-1.3220	0.6188		-0.4950	0.8931		-0.7720	0.8273	
d.ret	-81.8990	0.0000	***	-81.2450	0.0000	***	-76.8410	0.0000	***	-89.6670	0.0000	***	-79.5530	0.0000	***	-66.2570	0.0000	***
d.fx	-88.4590	0.0000	***	-87.2180	0.0000	***	-80.6360	0.0000	***	-94.4190	0.0000	***	-80.4430	0.0000	***	-82.6640	0.0000	***
d.sp	-48.2960	0.0000	***	-60.2280	0.0000	***	-50.1280	0.0000	***	-63.2740	0.0000	***	-53.3790	0.0000	***	-50.2340	0.0000	***

* ** *** ค่า significant ที่นัยสำคัญ 10%, 5%, และ 1% ตามลำดับ

4.2 การทดสอบหา Optimal number of lags

แบบจำลองในการหา Optimal number of lags ใช้ SIC โดยมีสมการคือ

$$SIC(p) = \log(\det(\hat{\Omega}_p)) + \log(n)(pm^2)/n$$

จากสมการข้างต้นสามารถหาจำนวน lags และเลือก lags ที่เหมาะสมสำหรับนำมาใช้ในแบบจำลองที่ใช้ในการวิเคราะห์ผลดังนี้

ประเทศอินโดนีเซีย ได้ lags ที่ 3

lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	3126.28				.000018	-2.43816	-2.43567	-2.43131
1	8070.43	9888.3	9	0.000	3.7e-07	-6.29073	-6.2808	-6.26334
2	8092.05	43.233	9	0.000	3.7e-07	-6.30058	-6.2832	-6.25264
3	8412.11	640.12	9	0.000	2.9e-07	-6.54341	-6.51858*	-6.47493*
4	8428.68	33.151*	9	0.000	2.9e-07*	-6.54932*	-6.51704	-6.46029

ประเทศมาเลเซีย ได้ lags ที่ 2

lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	30595.8				1.4e-14	-23.3622	-23.3597	-23.3554
1	39751.4	18311	9	0.000	1.3e-17	-30.347	-30.3373	-30.3201
2	39794.3	85.754	9	0.000	1.3e-17	-30.3729	-30.3559*	-30.3258*
3	39812.5	36.391	9	0.000	1.3e-17	-30.3799	-30.3556	-30.3127
4	39827.6	30.212*	9	0.000	1.3e-17*	-30.3846*	-30.3529	-30.2972

ประเทศฟิลิปปินส์ ได้ lags ที่ 1

lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	5470.72				2.0e-06	-4.60246	-4.5998	-4.59517
1	11020.1	11099*	9	0.000	1.9e-08*	-9.26604*	-9.25542*	-9.23688*
2	11026.1	12.094	9	0.208	1.9e-08	-9.26355	-9.24498	-9.21253
3	11034.1	15.926	9	0.068	1.9e-08	-9.26268	-9.23615	-9.18978
4	11038.3	8.4085	9	0.494	1.9e-08	-9.25864	-9.22415	-9.16388

ประเทศสิงคโปร์ ได้ lags ที่ 2

lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	31893.7				9.7e-15	-23.7547	-23.7523	-23.7481
1	39620	15453	9	0.000	3.1e-17	-29.5031	-29.4936	-29.4768
2	39684.8	129.71	9	0.000	3.0e-17	-29.5447	-29.5281*	-29.4986*
3	39695.9	22.197	9	0.008	3.0e-17	-29.5463	-29.5225	-29.4804
4	39705.2	18.626*	9	0.029	3.0e-17*	-29.5465*	-29.5156	-29.4609

ประเทศไทย ได้ lags ที่ 1

lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	5233.83				2.7e-06	-4.30167	-4.29907	-4.29452
1	13225.5	15983	9	0.000	3.8e-09	-10.8663	-10.8559*	-10.8377*
2	13236.9	22.933	9	0.006	3.8e-09	-10.8684	-10.8502	-10.8183
3	13250.5	27.094	9	0.001	3.8e-09	-10.8721	-10.8461	-10.8006
4	13280.4	59.935*	9	0.000	3.7e-09*	-10.8893*	-10.8556	-10.7964

ประเทศเวียดนาม ได้ lags ที่ 1

lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	4843.52				2.5e-06	-4.37463	-4.3718	-4.3669
1	11970	14253	9	0.000	4.1e-09	-10.807	-10.7957*	-10.7761*
2	11981.8	23.67	9	0.005	4.1e-09	-10.8096	-10.7898	-10.7555
3	11992.1	20.609	9	0.015	4.1e-09	-10.8108	-10.7825	-10.7335
4	12017.1	50.047*	9	0.000	4.0e-09*	-10.8252*	-10.7885	-10.7248

4.3 การทดสอบ Stability Test

การทดสอบ Stability Test เป็นการทดสอบว่าระบบที่เอามาทดสอบนี้มีผลลัพธ์ออกมาหรือไม่ แล้วจากการทดสอบก็ได้ผลออกมาว่า ระบบที่เอามาทดสอบนั้น มีผลลัพธ์ ซึ่งอยู่ใน Unit Circle คือได้ค่า A1 น้อยกว่า 1 แสดงให้เห็นว่า เมื่อมีการใส่แรงกระตุ้นเข้าไปแล้วมีการตอบสนองที่ลดลงเรื่อยๆ ในที่สุด

4.4 ทดสอบ Exogeneity Test

ทดสอบ Exogeneity Test เป็นการทดสอบเพื่อยืนยันว่าใช้แบบจำลอง VARs นั้น ถูกต้องเหมาะสมกับข้อมูลตัวแปรที่นำมาใช้ศึกษา

$$\begin{bmatrix} \phi_{11}(L) & \phi_{12}(L) \\ \phi_{21}(L) & \phi_{22}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Y_1 \\ X_1 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \alpha_1 \\ \alpha_2 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix}$$

โดยที่ค่า $\phi_{21}(L)$ $\phi_{22}(L)$ เมื่อทำการทดสอบแล้วไม่เท่ากับศูนย์ จึงเป็นการยืนยันว่าการศึกษานี้ใช้แบบจำลอง VARs นั้นถูกต้องเหมาะสมแล้ว

4.5 การวิเคราะห์ Impulse Response

เป็นการวิเคราะห์ผลกระทบต่อเนื่องจากแบบจำลองแบบพลวัต(อดีตส่งผลต่อปัจจุบัน) และเป็นผลกระทบความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน จึงทำการ Impulse Response แบบธรรมดาไม่ได้ ต้องทำแบบการวิเคราะห์แรงกระตุ้นและการตอบสนองแบบตั้งฉาก (Orthogonal Impulse Response Analysis) ซึ่งเป็นการวิเคราะห์แบบคำนึงถึงความสัมพันธ์ของทั้งตัวแปร Y_1 และ Y_2

วิเคราะห์ได้จากแบบจำลอง VARs ได้ผลดังตารางที่ 4.3 ซึ่งแสดงค่านัยสำคัญทางสถิติของตัวแปรทั้งหมดของทั้ง 6 ประเทศ ว่าในแต่ละประเทศ ในแต่ละตัวแปรมีระดับนัยสำคัญที่แสดงอยู่ใน lags ว่ามีนัยสำคัญใน lags ที่เท่าไร เป็นการแสดงถึงว่าในแต่ละประเทศและแต่ละตัวแปร Lags ที่เหมาะสมควรเป็น lags ที่เท่าไร ผลที่ตารางที่ 4.3-4.5 จะเข้าใจมากขึ้น

ตารางที่ 4.3 Vector autoregressive analysis (VAR) results ของอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์

Variable	Indonesia		Malaysia		Philippines		Singapore		Thai		Vietnam	
Ret												
L1-ret	0.0863	***	0.1264	***	0.1295	***	0.0260		0.0918	***	0.2831	***
L1-fx	-0.0509		-0.0242	*	-0.0687		-0.0421		-0.1124		0.0531	
L1-sp	-81.3558	**	-0.0258		35.1297		-2.6719	*	-225.9532		-25.3033	
L2-ret	-0.0414	*	-0.0242		-0.0289		0.0028		-0.0145		-0.0748	***
L2-fx	-0.2760	***	-0.0768	*	-0.0999	**	-0.2621	***	-0.1357		0.2148	
L2-sp	56.9386		-1.9327		-81.5847	**	-0.5189		417.7022		-94.2979	
L3-ret	-0.0581	***	0.0489	**	0.0390	*	-0.0388	*	-0.0512	**	0.0496	**
L3-fx	-0.0487		0.0043		-0.0455		0.0751		0.0085		-0.4916	***
L3-sp	27.4040		1.9602	*	49.9120	*	3.3456	**	-196.5448		115.1876	

* ** *** ค่า significant ที่นัยสำคัญ 10%, 5%, และ 1% ตามลำดับ

ตารางที่ 4.4 Vector autoregressive analysis(VAR) results ของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

Variable	Indonesia		Malaysia		Philippines		Singapore		Thai		Vietnam	
Fx												
L1-ret	-0.0609	***	-0.0336	***	-0.0174	*	-0.0108	*	-0.0061		-0.0040	
L1-fx	-0.0441	**	-0.0225		0.0701	***	-0.0553	***	0.0962	***	0.0223	
L1-sp	42.8404	***	-0.9025	*	-14.0431		-0.5954		49.3854		0.8998	
L2-ret	0.0161	**	0.0032		0.0140		-0.0076		-0.0057		-0.0008	
L2-fx	0.0289		-0.0197		0.0188		0.0211		0.0072		0.0440	**
L2-sp	-56.2722	***	0.9164		6.1810		0.1697		-26.0225		8.2262	
L3-ret	-0.0106		0.0161	*	-0.0016		0.0150	**	-0.0039		-0.0008	
L3-fx	0.0013		0.0005		0.0266		-0.0175		-0.0142		-0.0108	
L3-sp	10.5080		0.0051		8.1565		0.4206		-21.1585		-7.6333	

* ** *** ค่า significant ที่นัยสำคัญ 10%, 5%, และ 1% ตามลำดับ

ตารางที่ 4.5 Vector autoregressive analysis(VAR) results ของอัตราดอกเบี้ย

Variable	Indonesia	Malaysia	Philippines	Singapore	Thai	Vietnam
Sp						
L1-ret	0.0000	-0.0001	0.0000	0.0003	1.6E-06	2.5E-06
L1-fx	-0.0001 **	-0.0009	0.0001 ***	0.0006	-1.2E-05	1.4E-05
L1sp	1.0618 ***	0.8498 ***	0.9609 ***	0.8086 ***	9.2E-01 ***	9.4E-01 ***
L2-ret	0.0000 *	0.0001	0.0000	-0.0002	-7.8E-07	3.7E-07
L2-fx	0.0000	-0.0015 *	0.0000	-0.0008	-5.7E-06	1.1E-05
L2-sp	-0.5339 ***	0.2327 ***	-0.0011	0.2169 ***	1.4E-01 ***	1.2E-01 ***
L3-ret	0.0000	-0.0001	0.0000	0.0001	5.4E-06 **	8.6E-07
L3-fx	0.0000	-0.0007	0.0000	0.0006	4.1E-06	8.4E-07
L3-sp	0.4634 ***	-0.0827 ***	0.0358 *	-0.0267	-6.2E-02 ***	-5.5E-02 ***

* ** *** ค่า significant ที่นัยสำคัญ 10%, 5%, และ 1% ตามลำดับ

4.6 แสดงค่าทางสถิติ

แสดงค่าทางสถิติ คือ ค่าเฉลี่ย, ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน, ค่าสูงสุด, ค่ากลาง, และค่าต่ำสุดของตัวแปร 3 ตัวแปร คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์, อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ, และผลต่างของอัตราดอกเบี้ย ของทั้ง 6 ประเทศ คือ อินโดนีเซีย, มาเลเซีย, ฟิลิปปินส์, สิงคโปร์, ไทย, และเวียดนาม ดังตารางที่ 4.6



ตารางที่ 4.6 แสดงค่าทางสถิติ : หน่วยเป็นร้อยละ

Variable	Indonesia	Malaysia	Philippines	Singapore	Thai	Vietnam
Ret						
Mean	0.0878	0.0004	0.0325	0.0003	0.0858	0.0004
S.D.	1.4845	0.0078	0.7834	0.0119	1.4816	0.0164
Max	7.6231	0.0426	4.0551	0.0753	7.6231	0.0576
Median	0.1381	0.0005	0.0576	0.0007	0.1375	0.0000
Min	-10.9540	-0.0998	-9.9785	-0.0870	-10.9540	-0.0840
Fx						
Mean	0.0070	-0.0001	-0.0093	-0.0001	-0.0109	0.0001
S.D.	-0.5500	0.0035	0.3435	0.0035	0.2861	0.0018
Max	3.9630	0.0198	2.9105	0.0187	1.9461	0.0595
Median	0.0152	0.0000	-0.0010	-0.0002	-0.0074	0.0000
Min	-5.7990	-0.0256	-3.2621	-0.0243	-2.1172	-0.0091
Sp						
Mean	0.0171	0.0030	0.0090	-0.0020	-0.0007	0.0131
S.D.	0.0055	0.0046	0.0056	0.0026	0.0040	-0.0052
Max	0.0334	0.0084	0.0257	0.0012	0.0051	0.0197
Median	0.0174	0.0050	0.0086	-0.0012	-0.0003	0.0129
Min	-0.0001	-0.0059	-0.0010	-0.0090	-0.0099	0.0046



บทที่ 5

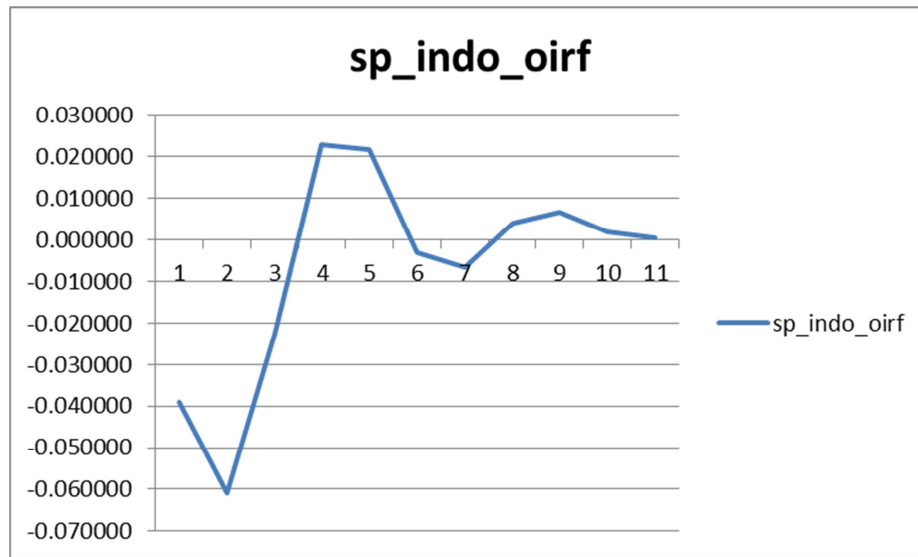
สรุปผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์, อัตราดอกเบี้ย, และอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ว่าตัวแปรทั้ง 3 นั้น มีความสัมพันธ์กันหรือไม่อย่างไร โดยเลือกศึกษาใน 6 ประเทศสมาชิก AEC (ASEAN Economic Community) ในช่วงเวลา มกราคม พ.ศ.2546 ถึง กันยายน พ.ศ.2556

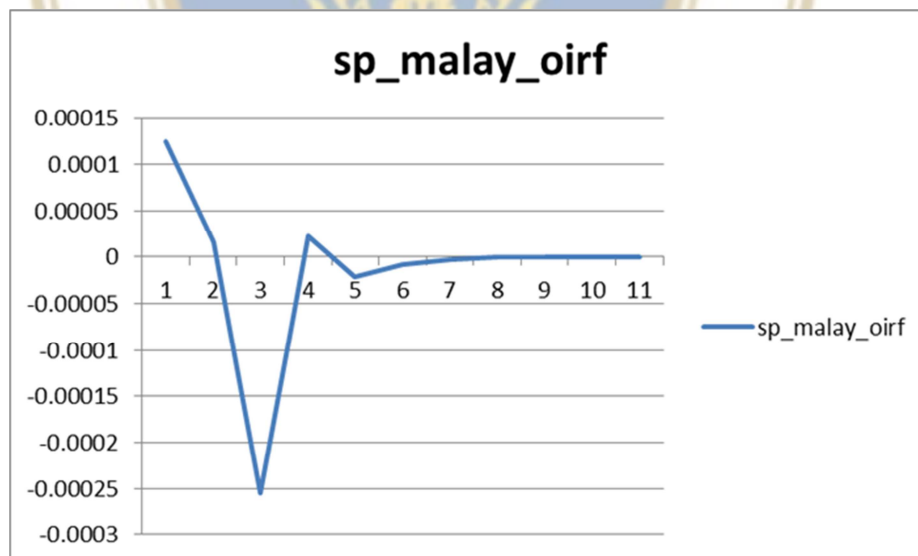
การศึกษานี้ได้ใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VARs) ซึ่งเป็นแบบจำลองที่เหมาะสมในการใช้ในการศึกษาครั้งนี้จากข้อมูลที่เป็นอนุกรมเวลา ที่มีลักษณะเป็นแบบส่งผลซึ่งกัน (Interdependence) และแบบพลวัต(Dynamic) ด้วยวิธีการวิเคราะห์ผลการศึกษา Impulse Response แบบการวิเคราะห์แรงกระตุ้นและการตอบสนองแบบตั้งฉาก (Orthogonal Impulse) เพื่อใช้ศึกษาถึงทิศทางการตอบสนองของตัวแปรที่สนใจศึกษาในแบบจำลองเมื่อเกิดแรงกระตุ้นขึ้นในระบบ แล้วตัวแปรจะมีการตอบสนองต่อแรงกระตุ้นอย่างไร

ดังนั้นเพื่อง่ายต่อการเข้าใจในผลการศึกษาที่ได้จากการทำการวิเคราะห์ด้วยวิธีที่กล่าวข้างต้น จึงขออธิบายด้วยกราฟ ดังนี้



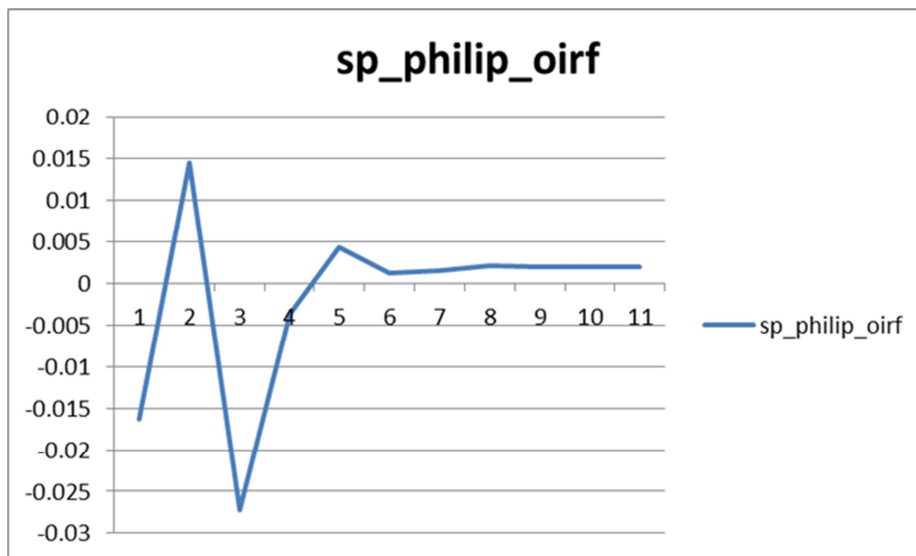
แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.1 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์
ประเทศอินโดนีเซีย

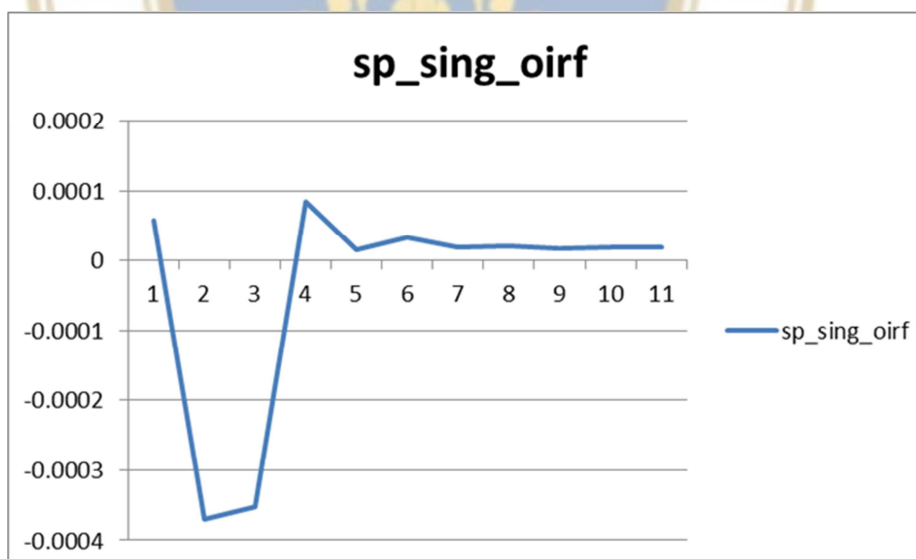


แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

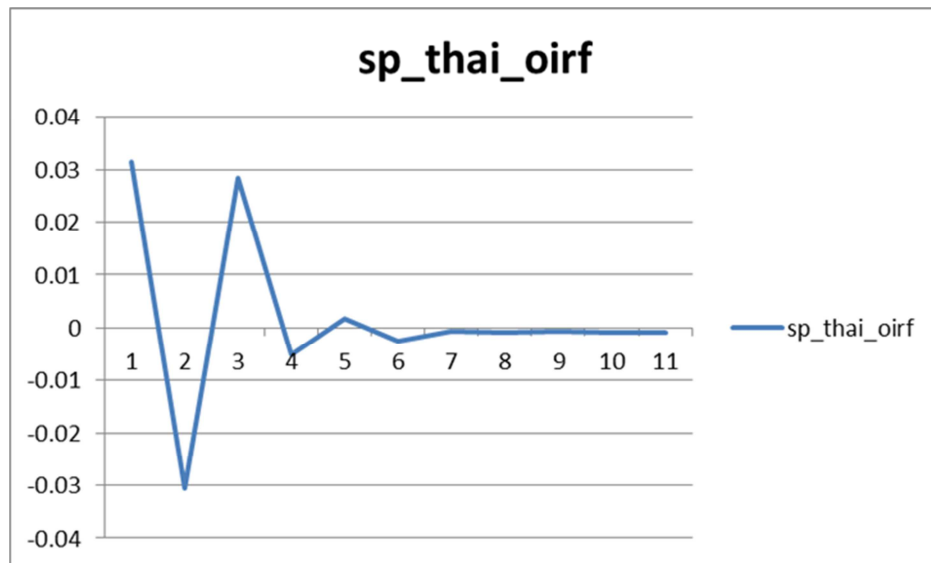
ภาพที่ 5.2 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์
ประเทศมาเลเซีย



แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา
 ภาพที่ 5.3 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์
 ประเทศฟิลิปปินส์



แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา
 ภาพที่ 5.4 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์
 ประเทศสิงคโปร์



แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

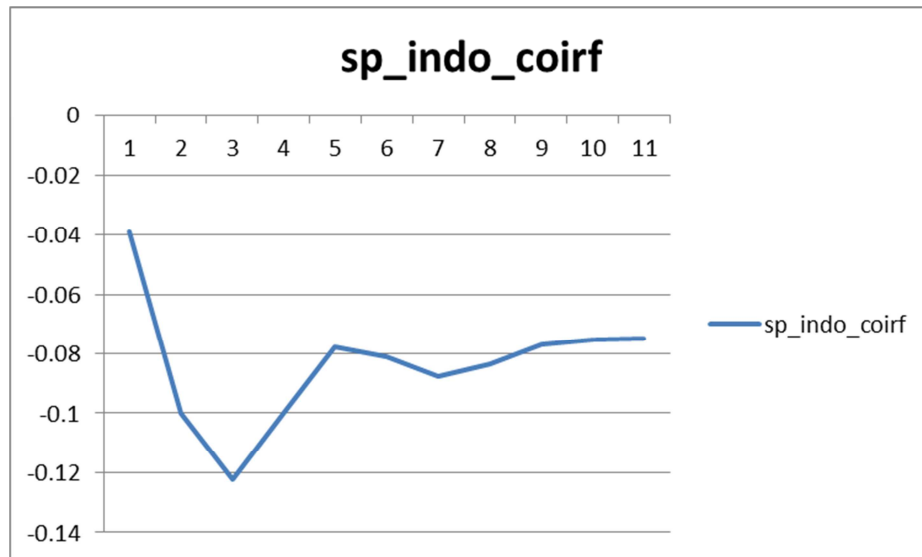
ภาพที่ 5.5 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย



แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

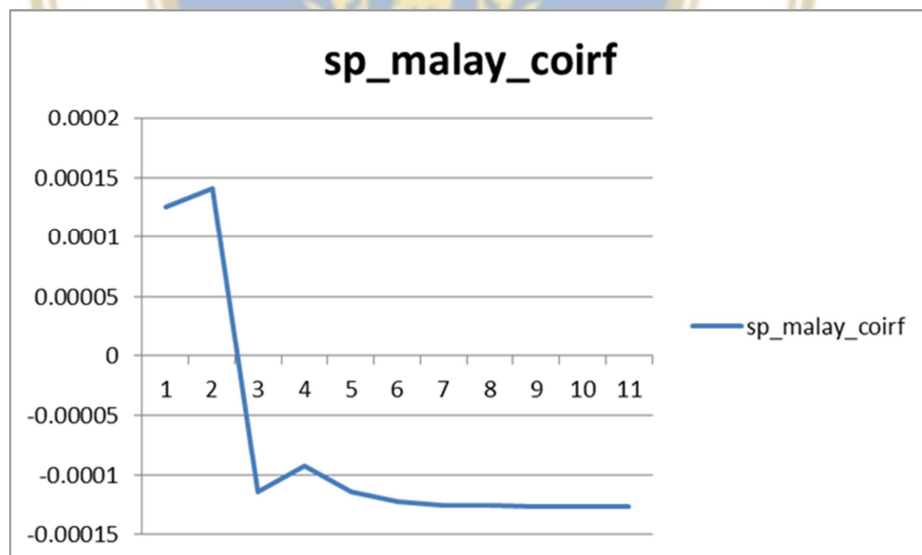
ภาพที่ 5.6 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ประเทศเวียดนาม

จากภาพที่ 5.1-5.6 แสดงถึงความสัมพันธ์ของ 2 ตัวแปร คือ ผลต่างของอัตราดอกเบี้ยกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ของ 6 ประเทศสมาชิก AEC (ASEAN Economic Community) ระหว่างช่วงเวลา มกราคม พ.ศ.2546 ถึง กันยายน พ.ศ.2556 จากกราฟแสดงให้เห็นว่ามีประเทศสิงคโปร์กับประเทศมาเลเซีย อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงของผลต่างอัตราดอกเบี้ยน้อยมากๆ ต่างจาก 4 ประเทศคือ อินโดนีเซีย, ฟิลิปปินส์, ไทย, และเวียดนาม ที่อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงของผลต่างอัตราดอกเบี้ย เมื่ออัตราดอกเบี้ยมีการเปลี่ยนแปลงไป 1% จะทำให้อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งในแต่ละประเทศเปลี่ยนแปลงไม่เท่ากัน ถ้าผลต่างของอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น จะทำให้อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ลดลง ในทางกลับกันถ้าอัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงลดลง จะทำให้อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น โดยมี 3 ประเทศที่มีค่าใกล้เคียงกันคือ ประเทศฟิลิปปินส์, ไทย, และเวียดนาม และประเทศที่อ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของผลต่างอัตราดอกเบี้ยมากที่สุดคือประเทศอินโดนีเซีย



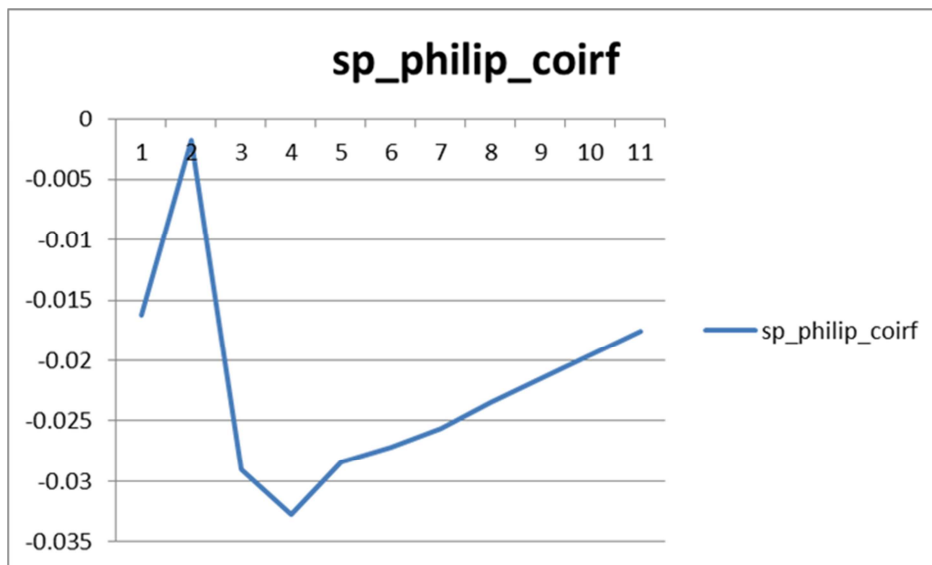
แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.7 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์
ประเทศอินโดนีเซีย แบบต่อเนื่องระยะยาว



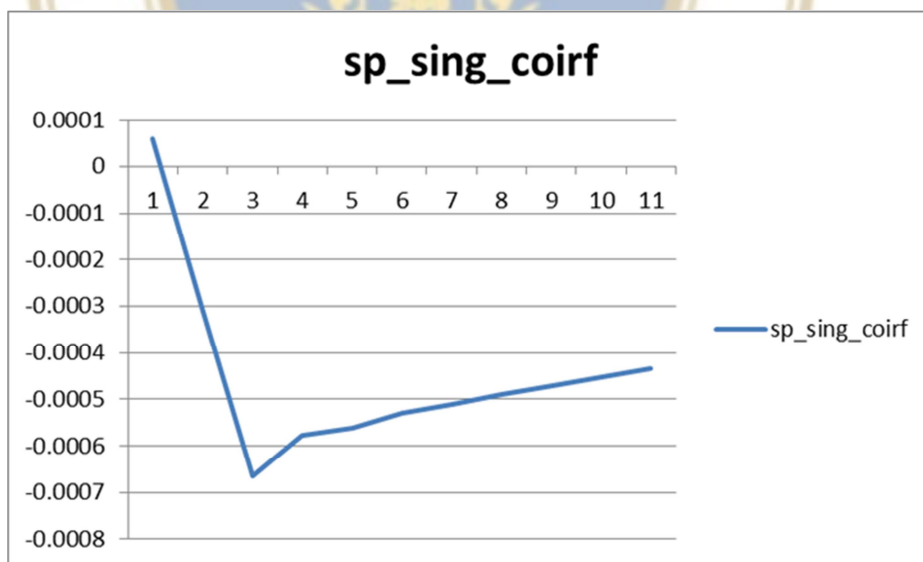
แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.8 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์
ประเทศมาเลเซีย แบบต่อเนื่องระยะยาว



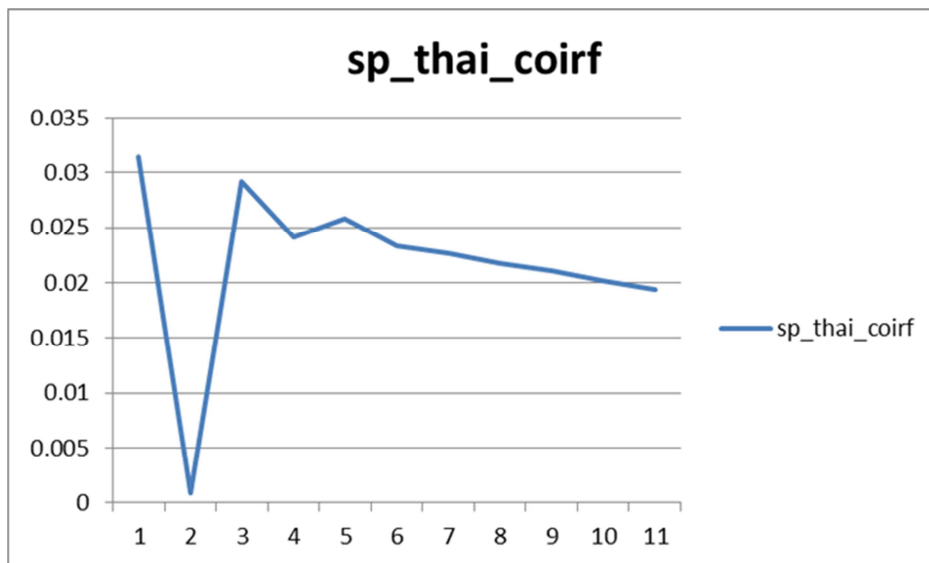
แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.9 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์
ประเทศฟิลิปปินส์ แบบต่อเนื่องระยะยาว



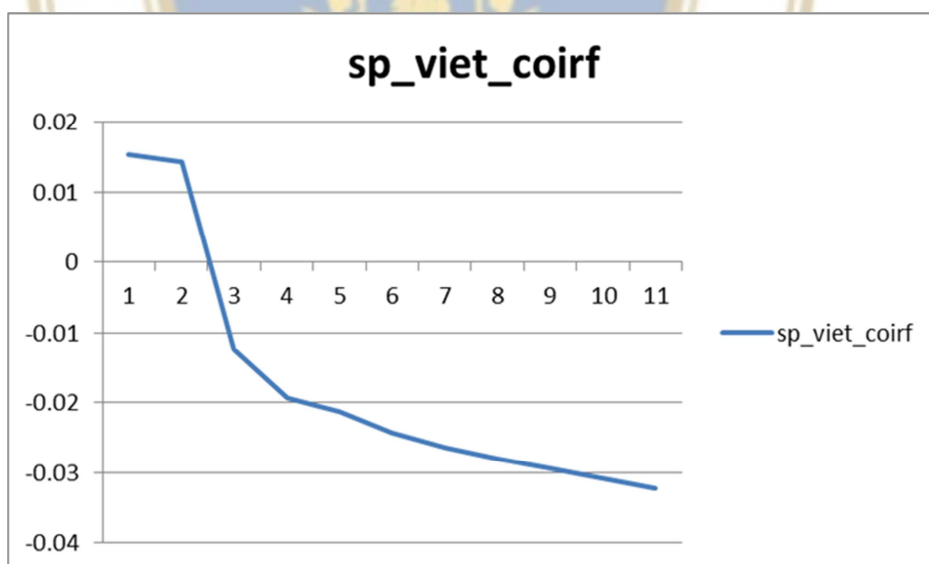
แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.10 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์
ประเทศสิงคโปร์ แบบต่อเนื่องระยะยาว



แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.11 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย แบบต่อเนื่องระยะยาว

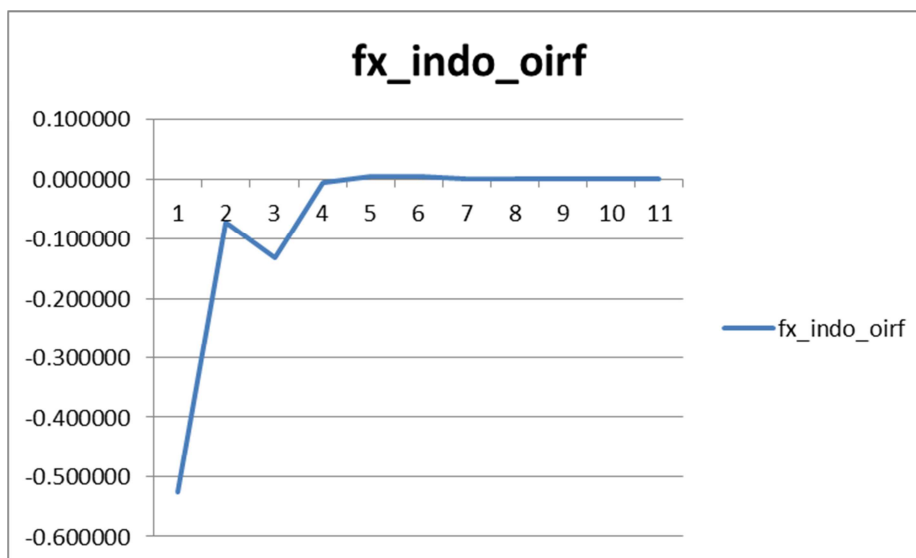


แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.12 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ประเทศเวียดนาม แบบต่อเนื่องระยะยาว

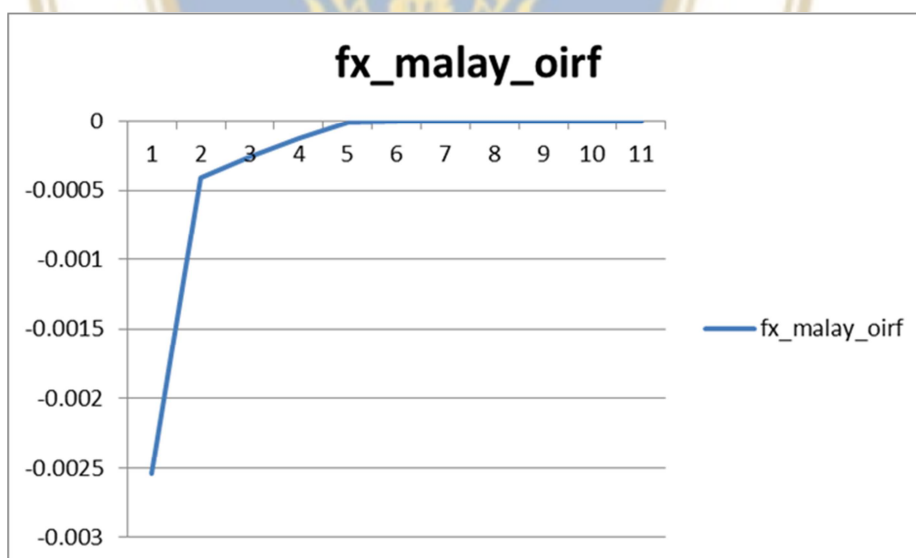
จากภาพที่ 5.7-5.12 แสดงถึงความสัมพันธ์ของ 2 ตัวแปร คือ ผลต่างของอัตราดอกเบี้ยกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในระยะยาวอย่างต่อเนื่อง ของ 6 ประเทศสมาชิก AEC (ASEAN Economic Community) ระหว่างช่วงเวลา มกราคม พ.ศ.2546 ถึง กันยายน พ.ศ.2556 จากกราฟแสดงให้เห็นว่ามีประเทศสิงคโปร์กับประเทศมาเลเซีย ที่ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงของผลต่างอัตราดอกเบี้ยน้อยมากๆ และ 4 ประเทศ คือ อินโดนีเซีย, ฟิลิปปินส์, ไทย, และเวียดนาม ที่ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงของผลต่างอัตราดอกเบี้ย เมื่ออัตราดอกเบี้ยมีการเปลี่ยนแปลงไป 1% จะทำให้อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งในแต่ละประเทศเปลี่ยนแปลงไม่เท่ากัน ถ้าผลต่างของอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น จะทำให้อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ลดลง ในทางกลับกันถ้าอัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงลดลง จะทำให้อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น โดยมี 3 ประเทศที่มีค่าใกล้เคียงกัน คือ ประเทศฟิลิปปินส์, ไทย, และเวียดนาม และประเทศที่อ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของผลต่างอัตราดอกเบี้ยมากที่สุดคือประเทศอินโดนีเซีย





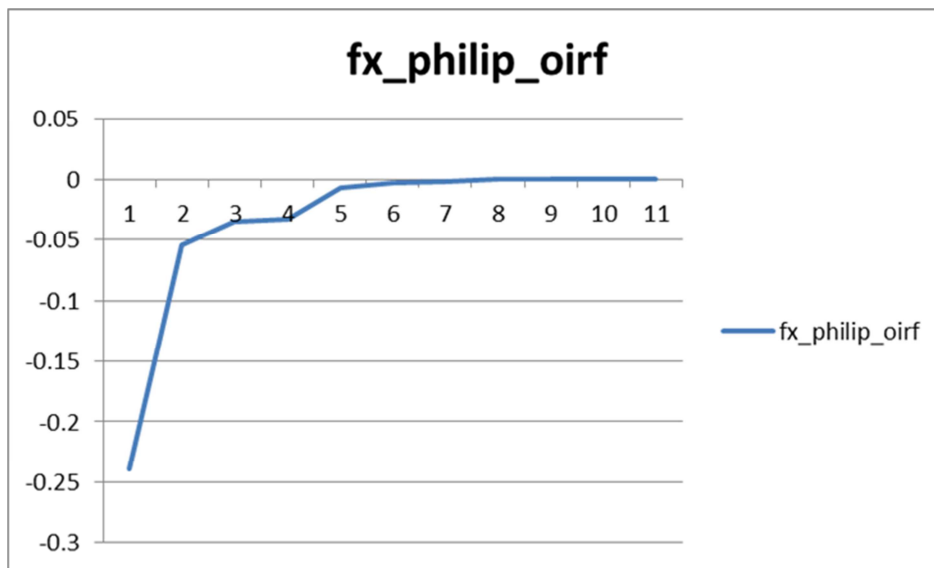
แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.13 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย



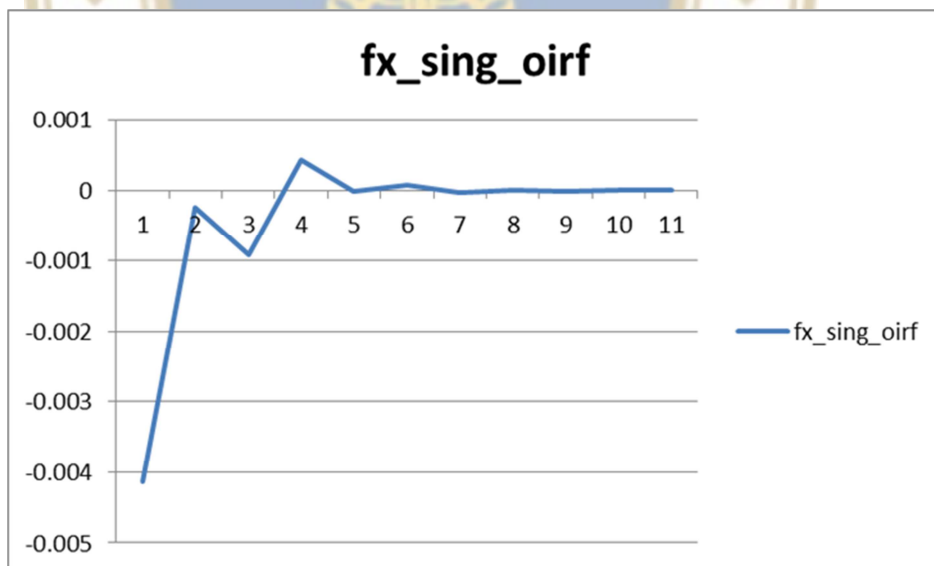
แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.14 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย



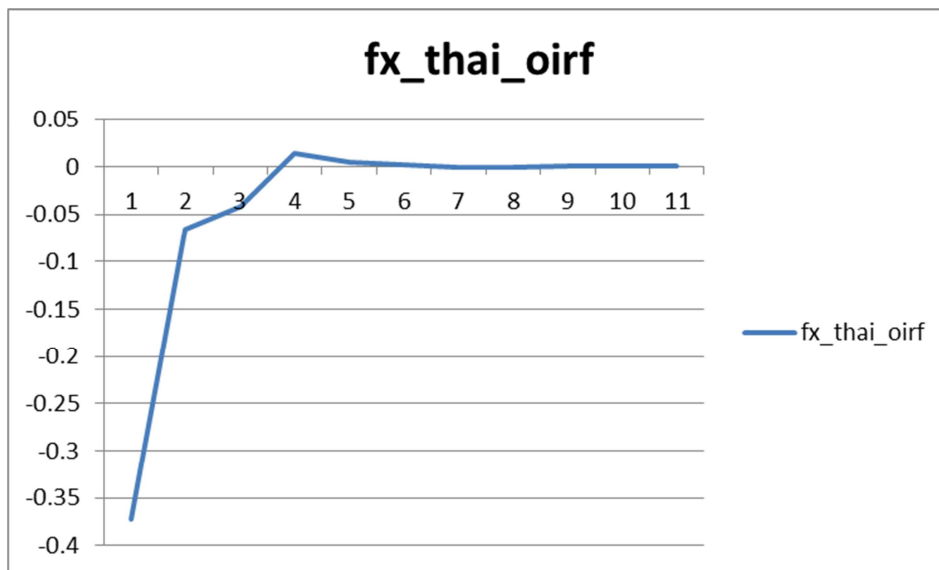
แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.15 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ประเทศฟิลิปปินส์



แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.16 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์



แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.17 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย

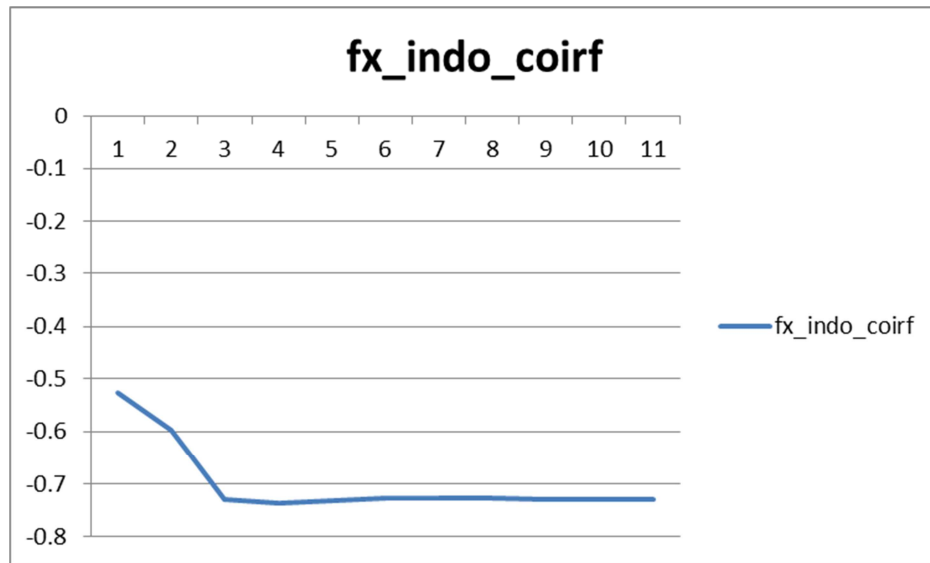


แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.18 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เวียดนาม

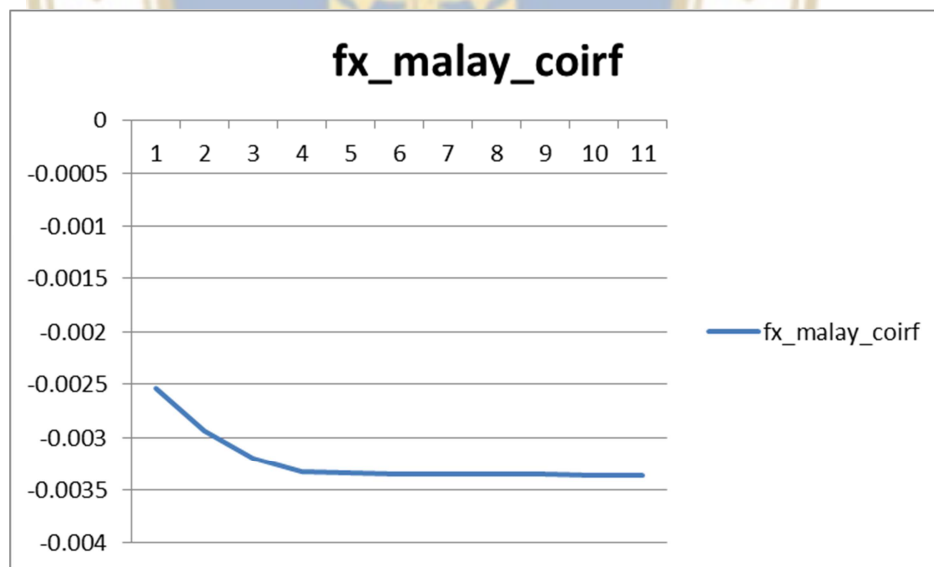
จากภาพที่ 5.13-5.18 แสดงถึงความสัมพันธ์ของ 2 ตัวแปร คือ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ของ 6 ประเทศสมาชิก AEC (ASEAN Economic Community) ระหว่างช่วงเวลา มกราคม พ.ศ.2546 ถึง กันยายน พ.ศ.2556 จากกราฟแสดงให้เห็นว่ามีประเทศสิงคโปร์กับประเทศมาเลเซียที่ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศน้อยมากๆ และ 4 ประเทศที่ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงของผลต่างอัตราดอกเบี้ย คือ อินโดนีเซีย, ฟิลิปปินส์, ไทย, และเวียดนาม เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศมีการเปลี่ยนแปลงไป 1% จะทำให้อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งในแต่ละประเทศเปลี่ยนแปลงไม่เท่ากัน ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น(ค่าเงินสกุลท้องถิ่นอ่อนค่า) จะทำให้ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ในทางกลับกันถ้าอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเปลี่ยนแปลงลดลง(ค่าเงินสกุลท้องถิ่นแข็งค่า) จะทำให้อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ลดลง โดยมี 3 ประเทศที่มีค่าใกล้เคียงกัน คือ ประเทศอินโดนีเซีย, ประเทศไทย, และประเทศฟิลิปปินส์ แต่มีประเทศเวียดนามที่มีการเปลี่ยนแปลงที่แตกต่างออกไป





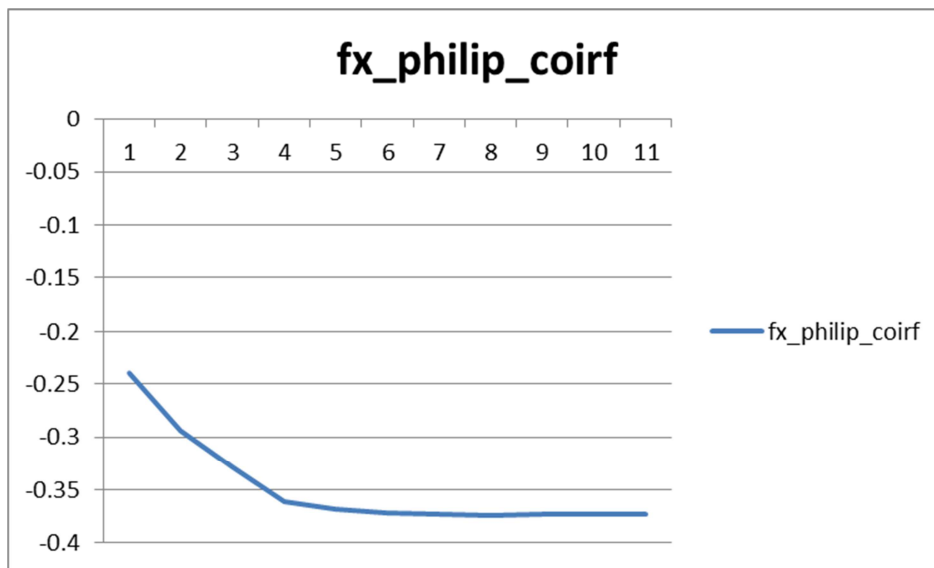
แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.19 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซียแบบต่อเนื่องระยะยาว



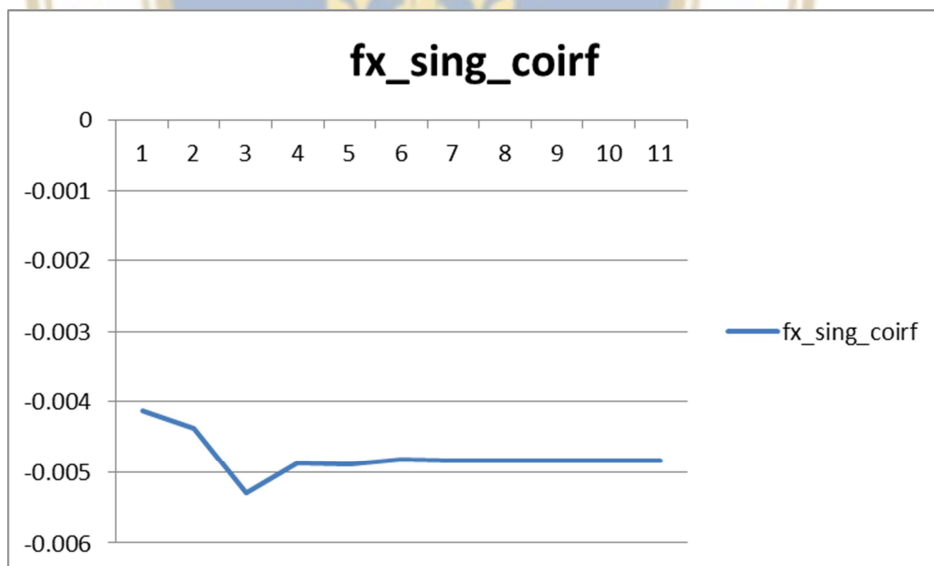
แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.20 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซียแบบต่อเนื่องระยะยาว



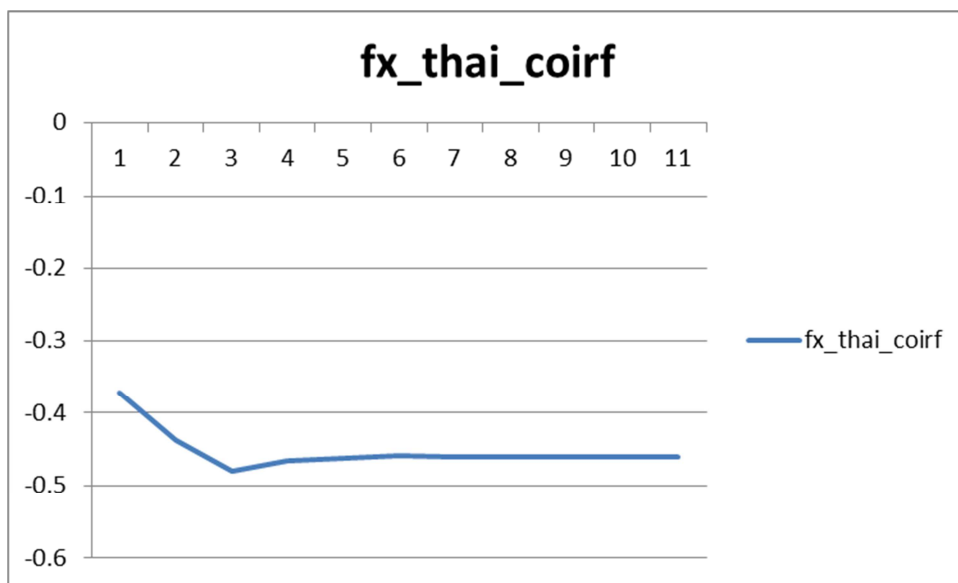
แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.21 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ประเทศฟิลิปปินส์ แบบต่อเนื่องระยะยาว



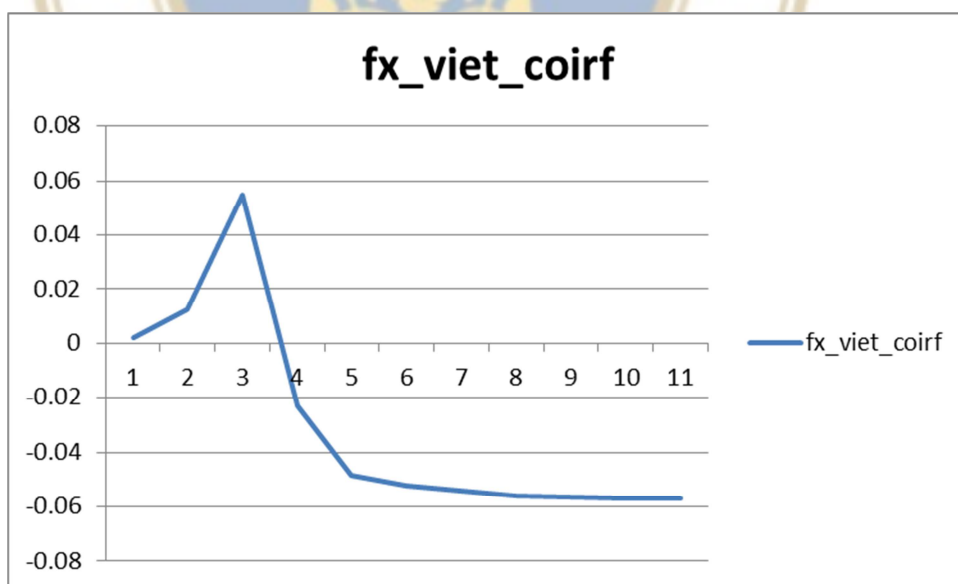
แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.22 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ แบบต่อเนื่องระยะยาว



แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.23 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย แบบต่อเนื่องระยะยาว

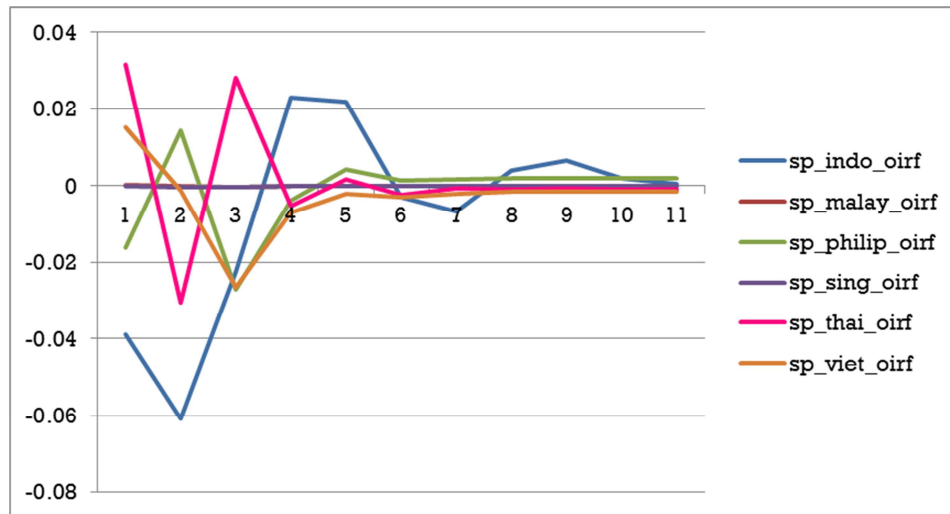


แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.24 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เวียดนาม แบบต่อเนื่องระยะยาว

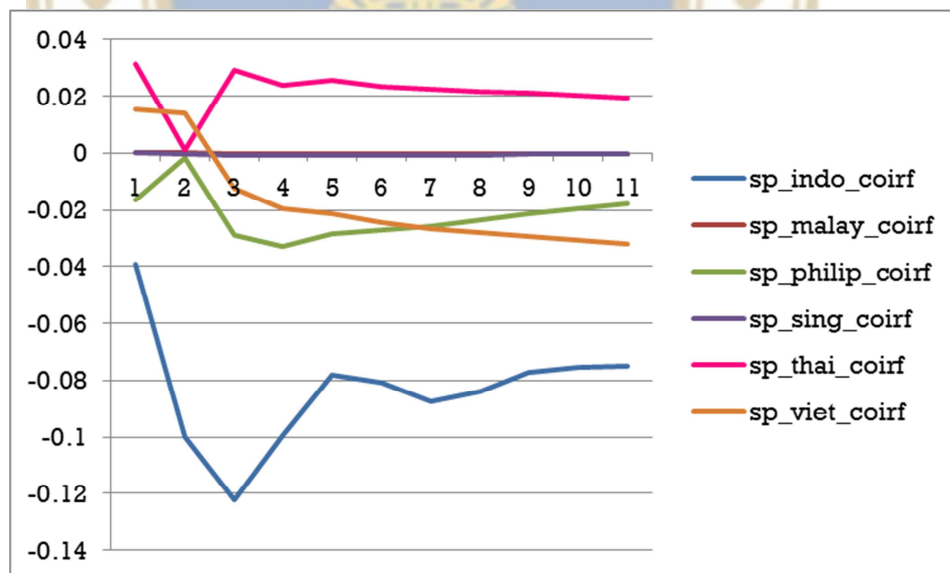
จากภาพที่ 5.19-5.24 แสดงถึงความสัมพันธ์ของ 2 ตัวแปร คือ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในระยะยาวอย่างต่อเนื่อง ของ 6 ประเทศสมาชิก AEC (ASEAN Economic Community) ระหว่างช่วงเวลา มกราคม พ.ศ.2546 ถึง กันยายน พ.ศ.2556 จากกราฟแสดงให้เห็นว่ามีประเทศสิงคโปร์กับประเทศมาเลเซียที่อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศอย่างอ่อนนุ่มมาก ๆ และ 4 ประเทศที่อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของผลต่างอัตราดอกเบี้ย คือ อินโดนีเซีย, ฟิลิปปินส์, ไทย, และเวียดนาม เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศมีการเปลี่ยนแปลงไป 1% จะทำให้อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งในแต่ละประเทศเปลี่ยนแปลงไม่เท่ากัน ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น (ค่าเงินสกุลท้องถิ่นอ่อนค่า) จะทำให้ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ในทางกลับกันถ้าอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเปลี่ยนแปลงลดลง (ค่าเงินสกุลท้องถิ่นแข็งค่า) จะทำให้อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ลดลง โดยมี 3 ประเทศที่มีค่าใกล้เคียงกัน คือ ประเทศอินโดนีเซีย, ประเทศไทย, และประเทศฟิลิปปินส์ แต่มีประเทศเวียดนามที่มีการเปลี่ยนแปลงที่แตกต่างออกไป

จากการอธิบายของภาพทั้ง 5.1-5.24 จะเป็นการแสดงผลกราฟให้เห็นแต่ละประเทศ จึงสามารถสรุปได้ว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ของทุกประเทศมีความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศทั้งธรรมดาและแบบในระยะยาวอย่างต่อเนื่อง ซึ่งประเทศที่มีความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศน้อยมากจนเหมือนไม่มีความสัมพันธ์นั้นเลยทั้งธรรมดาและแบบในระยะยาวอย่างต่อเนื่อง คือ ประเทศสิงคโปร์และประเทศมาเลเซีย และ 4 ประเทศที่ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศทั้งธรรมดาและแบบในระยะยาวอย่างต่อเนื่อง คือ อินโดนีเซีย, ฟิลิปปินส์, ไทย, และเวียดนาม ดังที่จะแสดงในรูปภาพที่ 5.25, 5.26, 5.27, และ 5.28 ตามลำดับ



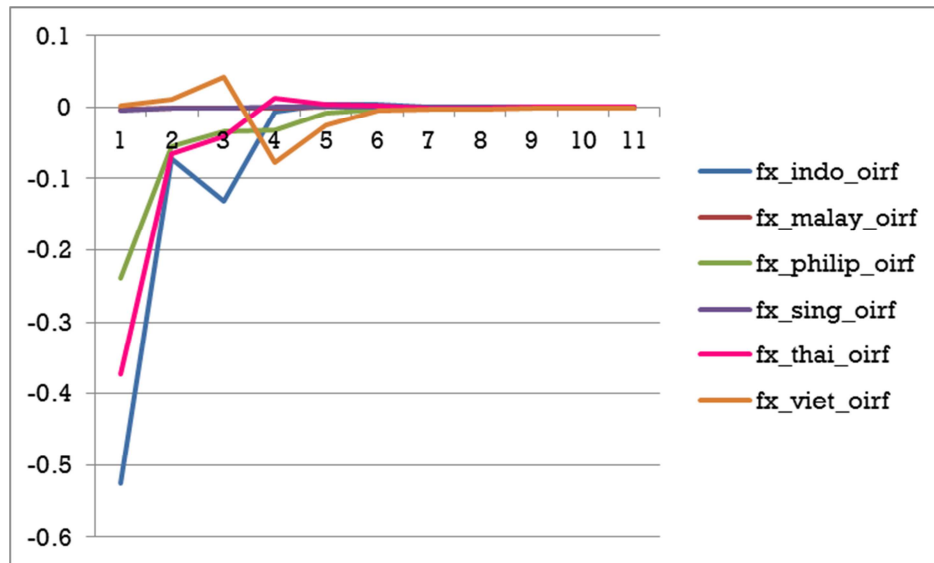
แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.25 แสดงถึงความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กับอัตราดอกเบี้ยของทั้ง 6 ประเทศ



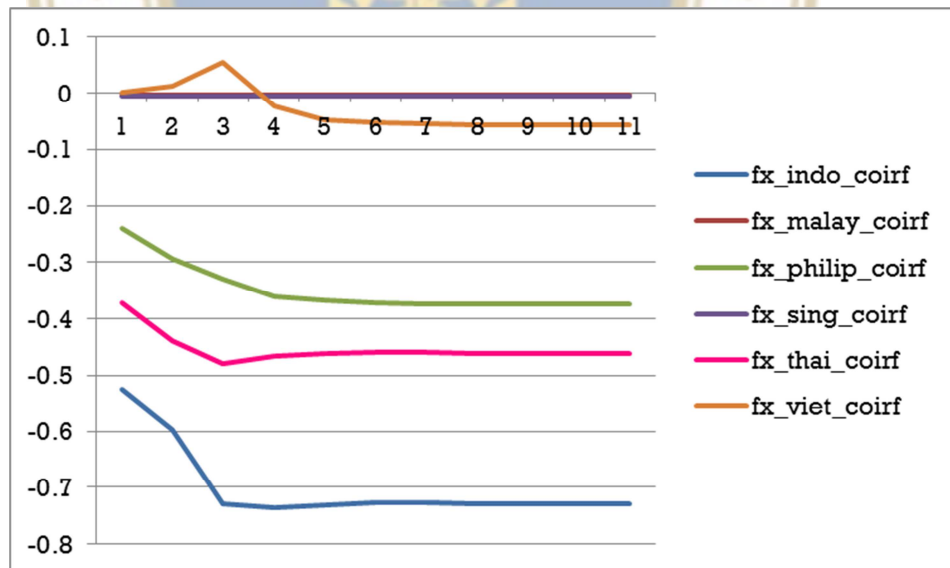
แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.26 แสดงถึงความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กับอัตราดอกเบี้ยของทั้ง 6 ประเทศ แบบต่อเนื่องระยะยาว



แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.27 แสดงถึงความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กับอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศของทั้ง 6 ประเทศ



แกนตั้งคืออัตราร้อยละ แกนนอนคือช่วงเวลา

ภาพที่ 5.28 แสดงถึงความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กับอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศของทั้ง 6 ประเทศ แบบต่อเนื่องระยะยาว

ประเทศมาเลเซียและสิงคโปร์เป็นประเทศที่มีความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์, อัตราดอกเบี้ย, และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศน้อยมากจนเหมือนจะไม่มี ความสัมพันธ์นั้นเลย อาจเป็นเพราะนโยบายทางการเงินของประเทศนั้นๆ รวมถึงระบบเศรษฐกิจของประเทศนั้นๆด้วย ซึ่งเนื่องด้วยทั้ง 2 ประเทศนี้ มีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง จึงทำให้ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้รับผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ และประเทศเวียดนามที่มีกราฟที่แตกต่างนั้น อาจเป็นเพราะว่าตลาดทุนหรือตลาดหลักทรัพย์ของเวียดนามยังไม่มีเสถียรภาพที่เพียงพอ และก่อตั้งได้ไม่นานเมื่อเทียบกับประเทศอื่น

5.2 ข้อเสนอแนะ

สำหรับผู้ที่ต้องการทำการศึกษางานวิจัยนี้ต่อไป ต้องคำนึงถึงปัจจัยอื่นๆ เพิ่มเข้าไปด้วย เนื่องจากการวิจัยครั้งนี้ เป็นการเน้นที่ความสัมพันธ์ของการอัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ของในแต่ละประเทศของกลุ่มประเทศ AEC (ASEAN Economic Community) โดยปัจจัยอื่นที่น่าสนใจ ทำการศึกษาต่อ อาจจะศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยภายในประเทศ เช่น ปริมาณเงินในระบบ, นโยบายทางการเงิน, นโยบายต่างๆ ของรัฐบาล ที่อาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนในตลาดทุนได้

บรรณานุกรม

- Ming-Shiun Pan , Robet Chi-Wing Fox , & Liu, Y. A. (2007). Dynamic linkages between exchange rates and stock prices: Evidence from East Asian markets. *International Review of Economics & Finance*, 16(4), 503-520.
- บรรลือฤทธิ์, ส. (2554). ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี, 1(1), 1-109.
- ศรีนวล, ท. (2552). ปัจจัยที่มีผลต่อการไหลเข้าของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ของภาคเอกชนต่างประเทศ. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ, 1(1).
- สมชนก วันพฤษ์, & สุตะเมือง, ค. ไ. (เมษายน-มิถุนาคม, 2556). ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจกับดัชนีหลักทรัพย์ หมวดธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารการเงิน การลงทุน การตลาด และการบริหารธุรกิจ, 3(2), 394-412.