



การวัดความเสี่ยงตลาดทุนอาเซียน 3 ประเทศ ระหว่างปี พ.ศ. 2552 - 2556 Risk Measurement of 3 ASEAN Capital Markets during the Year 2009 – 2013

นัตยา แซ่เล้า¹ และ ปริญญ์ มากลิน²

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร

Nartaya Saelao¹ and Parinya Maglin²

Business Administration Faculty, Rajamangala University of Technology Phra Nakhon

บทคัดย่อ

การศึกษาเรื่องการวัดความเสี่ยงตลาดทุนอาเซียน 3 ประเทศ ระหว่างปี พ.ศ. 2552 - 2556 มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาและเปรียบเทียบความเสี่ยงของตลาดทุนทั้งก่อนและหลังการรวมตัวกันของตลาดทุนอาเซียน 3 ประเทศ ประกอบด้วย ประเทศไทย สหพันธรัฐมาเลเซียและสาธารณรัฐสิงคโปร์ โดยแบ่งช่วงเวลาในการศึกษาออกเป็น 2 ช่วง ประกอบด้วย ช่วงก่อนการรวมตัวตลาดทุนอาเซียน ระหว่างวันที่ 1 ธันวาคม 2552 - 1 ธันวาคม 2554 และช่วงหลังการรวมตัวตลาดทุนอาเซียน ระหว่างวันที่ 1 ธันวาคม 2555 - 1 ธันวาคม 2556 ซึ่งใช้ดัชนีชี้วัด - ขายรายวันของดัชนีตลาดหลักทรัพย์นำมาคำนวณตลาดหลักทรัพย์เพื่อใช้ในการวัดความเสี่ยงด้วยแบบจำลอง GARCH Model ซึ่งผลการศึกษาพบว่าทั้งช่วงก่อนและหลังการรวมตัวตลาดทุนอาเซียน ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นมาจากความผันผวนที่เกิดจากตลาดหลักทรัพย์นั้นๆ และความผันผวนที่ส่งผ่านมาจากตลาดหลักทรัพย์อื่น ซึ่งมีทั้งปัจจัยภายในและปัจจัยภายนอกที่ก่อให้เกิดความผันผวน ทั้งนี้ระดับและทิศทางของผลกระทบจากความผันผวนอาจขึ้นอยู่กับความสมดุลระหว่างระหว่างโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กับโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศนั้นๆ ลักษณะเฉพาะของตลาดหลักทรัพย์ตลอดจนกลุ่มนักลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์นั้น

คำสำคัญ : 1) การวัดความเสี่ยง 2) ตลาดทุนอาเซียน

Abstract

This study examined risk measurement of 3 ASEAN capital markets during the year 2009 –2013. The objective was to study and compare risk of 3 ASEAN capital markets before and after the integration of 3 ASEAN member countries: Thailand, Malaysia and Singapore. GARCH Model was used for estimating risk in order to measure the daily securities price index of 3 ASEAN member countries. The study split the data into two timeperiods: the first period before integration starting from December 1st, 2009 to December 1st, 2011 and the second period after integration starting from December 1st, 2012 to December 1st, 2013. The results showed volatility which was transferred by the stock exchange and the other stock exchange. The internal and external factors caused the volatility. The level and direction of volatility was likely to depend on the balance between the structure of the listed companies, the economic structure of those countries, the characteristics of the stock exchanges, and the majority of the investors in those stock exchanges

Keywords: 1) Risk Measurement 2) ASEAN Capital Markets

¹ นิสิตปริญญาโท สาขาการเงิน (Graduate Student, Department of Business Administration)

Email: nartaya.sep@gmail.com

² อาจารย์ประจำสาขาวิชาการเงิน (Lecturer in Department of Business Administration)



บทนำ (Introduction)

ในหลายๆ ปีที่ผ่านมาเศรษฐกิจการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศมีการแข่งขันที่สูงขึ้น อาเซียนจึงมีแผนที่จะสร้างความแข็งแกร่งทางเศรษฐกิจโดยลดระดับการพึ่งพิงเงินลงทุนของโลก อาเซียนต้องการเน้นลงทุนระหว่างภูมิภาคให้มากขึ้น เพื่อพัฒนาศักยภาพการแข่งขันในเวทีโลก จึงได้จัดตั้งประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนภายในปี พ.ศ. 2558 การที่อาเซียนร่วมมือกันเพื่อพัฒนาตลาดทุนในภูมิภาคให้แข็งแกร่ง มีระดับเท่าเทียมกันจะก่อให้เกิดประโยชน์กับตลาดทุนอาเซียนมากกว่าแยกกันอยู่ ซึ่งพิจารณาได้จากมูลค่ารวมของตลาดหลักทรัพย์อาเซียนจะอยู่ในอันดับที่ 8 ของตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพียงแห่งเดียวจะอยู่ในอันดับที่ 27 ของตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก ซึ่งความร่วมมือของตลาดหลักทรัพย์อาเซียนจะเพิ่มความน่าสนใจและดึงดูดการลงทุนมายังส่วนภูมิภาค ในขณะเดียวกันเพื่อให้ นักลงทุนมีช่องทางเลือกในการลงทุนในการหาหลักทรัพย์ใหม่ซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ ได้สะดวก จึงได้มีการจัดทำ ASEAN Trading Link ประกอบด้วย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ซึ่งตลาดทุนทั้ง 3 ประเทศดังกล่าวเป็นตลาดทุนที่มีขนาดใหญ่ที่สุด 3 อันดับแรกในภูมิภาคอาเซียน โดยมีมูลค่าตลาดรวมเป็นมูลค่า 1.4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือ 70% ของมูลค่ารวมตลาดรวมทั้งอาเซียน ด้วยตลาดทุนทั้ง 3 ประเทศมีขนาดใหญ่ที่สุด 3 อันดับแรกในภูมิภาคอาเซียน จึงเป็นที่น่าสนใจและน่าดึงดูดสำหรับนักลงทุนทั่วโลก ซึ่งตลาดทุนมีลักษณะเฉพาะที่น่าลงทุนแตกต่างกัน จากผลการดำเนินงานที่ผ่านมา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดทุนที่มีขนาดใหญ่และมีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่สูงมากเป็นอันดับ 2 รองจากตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ โดยมีมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันไม่ต่ำกว่า 10 ล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐ มีมูลค่ารวมตลาดไม่ต่ำกว่า 1,000 ล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐ มีการเพิ่มขึ้นของดัชนีราคาหุ้นสูงสุดในรอบ 17 ปีและปรับเพิ่มสูงสุดในภูมิภาคอาเซียน และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถูกปรับอันดับโดย FTSE GROUP ซึ่งเป็นสถาบันระดับโลกให้เป็น 1 ใน 10 ของกลุ่ม

ตลาดเกิดใหม่ชั้นนำของโลกรวมทั้งได้ถูกคัดเลือกจาก CG Watch 2012 เป็นตลาดทุนที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นอันดับ 3 ของภูมิภาคเอเชีย (Chotiksatearn, 2012, pp. 4-5) จะเห็นได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความโดดเด่นมากในตลาดทุนภูมิภาคอาเซียนและเป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับนักลงทุน

ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ เป็นตลาดทุนที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในอาเซียนมีมูลค่ารวมตลาดประมาณ 6 แสนล้านเหรียญสหรัฐ มีน้ำหนักขนาดตลาด 1.14% เมื่อเทียบกับตลาดทุนทั่วโลกตาม MSCI INDEX และเป็นจุดศูนย์กลางทางการเงินของโลกโดยมีความยืดหยุ่นของกฎระเบียบต่างๆ ที่ดึงดูดนักลงทุนรวมทั้งมีความหลากหลายของหุ้น ซึ่งมีหุ้นจากต่างประเทศ (Global Stock) มากถึง 60% ในขณะที่อีก 40% เป็นหุ้นดำเนินธุรกิจภายในประเทศ (Domestic stock) ทำให้นักลงทุนที่เป็นสถาบันการเงินเข้ามาลงทุนในปริมาณมากและยังใช้สาธารณรัฐสิงคโปร์เป็นฐานธุรกิจเพื่อลงทุนในประเทศอื่นๆ ของโลกอีกด้วย ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์จึงถือว่าเป็นประตูการลงทุนระดับโลกสำหรับนักลงทุน (The stock exchange of Thailand, 2013, TV Program) ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียเป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับ นักลงทุนที่นิยมลงทุนแบบระยะยาว การแกว่งตัวและปริมาณการซื้อขายน้อยกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากนักลงทุนส่วนใหญ่จะเป็นนักลงทุนสถาบันมีสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน 75% และเป็นนักลงทุนรายย่อยเพียง 25% เท่านั้น ทั้งนี้ ส่วนประกอบเศรษฐกิจของประเทศมาเลเซียจะมีความคล้ายคลึงกับประเทศไทย ซึ่งปัจจัยภายในประเทศจะมีผลกระทบทางเศรษฐกิจมากกว่าปัจจัยภายนอกประเทศ ในสภาวะปกติการเคลื่อนไหวในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียจะสอดคล้องทั่วไปกับตลาดหลักทรัพย์อาเซียน (The stock exchange of Thailand, 2013, TV Program) ด้วยความแตกต่างของลักษณะตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าวข้างต้นจึงส่งผลต่อพฤติกรรมของนักลงทุนที่เลือกจะลงทุนตามความชอบของลักษณะเฉพาะของตลาดหลักทรัพย์ พฤติกรรมดังกล่าวจึงส่งผลต่อระดับราคาและแนวโน้มของตลาดหลักทรัพย์ การรวมตัวกันของตลาดทุนจะมี



ประโยชน์อย่างมากสำหรับกลุ่มนักลงทุน กลุ่มธุรกิจ และกลุ่มบริษัทหลักทรัพย์ แต่ถ้าการรวมตัวตลาดทุนดังกล่าวขาดประสิทธิภาพและไม่มีความเข้มแข็งในเรื่องการกำกับดูแลและการจัดการบริหารตลาดทุน การรวมตัวกันของตลาดทุนอาจจะส่งผลก่อให้เกิดผลกระทบได้ เช่น การจัดสรรทรัพยากรทางการเงินเกิดผิดพลาด ไม่สามารถนำไปใช้ให้เกิดประโยชน์สูงสุด การไหลเวียนของเงินทุนที่ผันผวนทำให้เกิดความเสี่ยง และส่งผลให้เศรษฐกิจขาดเสถียรภาพ เป็นต้น จากอดีตที่ผ่านมาได้มีเหตุการณ์และวิกฤตต่างๆ ที่มีผลกระทบต่อตลาดทุนและกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน ยกตัวอย่างเช่น วิกฤตการเงินในเอเชีย วิกฤตหนี้สาธารณะในกรีซ วิกฤตสินเชื่อซับไพรม์ในสหรัฐอเมริกา จากตัวอย่างวิกฤตการเงินดังกล่าวแสดงให้เห็นถึงการเชื่อมโยงของตลาดทุนที่จะต้องคำนึงถึงความผันผวนหรือความไม่แน่นอนของมูลค่าหลักทรัพย์ ณ ขณะนั้นของตลาดทุนของประเทศใดประเทศหนึ่งซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนเข้าออกอย่างรวดเร็วในปริมาณมาก อันเป็นผลมาจากพฤติกรรมของนักลงทุนต่อการลงทุนของมูลค่าหลักทรัพย์ จากแนวคิดของ Markowitz, (1952, pp. 77-91) กล่าวไว้ว่า การกระจายการลงทุนจะช่วยลดความเสี่ยงได้ในกรณีที่การลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่หลักทรัพย์แต่ละคู่ไม่ได้มีความสัมพันธ์กันในลักษณะที่ไปด้วยกันอย่างสมบูรณ์ จากแนวคิดดังกล่าวข้างต้น ถ้านักลงทุนกระจายการลงทุนจะช่วยลดความเสี่ยงจากการลงทุนได้เพียงเบื้องต้น แต่ถ้าหากนักลงทุนสามารถที่จะเข้าใจความผันผวนและศึกษาวิธีการวัดความเสี่ยงก่อนที่จะมีการกระจายการลงทุน จะทำให้นักลงทุนสามารถลดความเสี่ยงจากการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้ จะทำการศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงของตลาดที่เกิดขึ้นก่อนและหลังการรวมตัวกันของตลาดทุนอาเซียน ความเสี่ยงดังกล่าวเป็นผลมาจากความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเฉพาะตัวของหลักทรัพย์และความเสี่ยงอันเกิดจากปัจจัยที่ทุกๆ หลักทรัพย์จะได้รับเมื่อเกิดผลกระทบนั้นๆ โดยทำการศึกษา 3 ประเทศของอาเซียน ได้แก่ ประเทศไทย สหพันธรัฐมาเลเซีย และสาธารณรัฐสิงคโปร์

วัตถุประสงค์การวิจัย (Objectives)

เพื่อศึกษาและเปรียบเทียบความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์ก่อนและหลังการรวมตัวกันของตลาดทุนอาเซียน โดยความเสี่ยงดังกล่าวเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเฉพาะตัวของหลักทรัพย์และความเสี่ยงที่เกิดจากทุกๆ ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อทุก ๆ หลักทรัพย์ของตลาดทุน 3 ประเทศ (ประเทศไทย สหพันธรัฐมาเลเซีย และสาธารณรัฐสิงคโปร์)

ขอบเขตงานวิจัย (Scope of study)

ศึกษาจากข้อมูลที่ทำการศึกษา เป็นข้อมูลทุติยภูมิจากตลาดหลักทรัพย์ 3 แห่งที่สำคัญ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย และตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ โดยใช้ดัชนีชี้ - ขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นเป็นรายวัน (Daily Price Index) และแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ช่วงเวลา ได้แก่ ช่วงก่อนการรวมตัวตลาดทุนอาเซียน ตั้งแต่วันที่ 1 ธันวาคม 2552 - 1 ธันวาคม 2554 และช่วงหลังการรวมตัวตลาดทุนอาเซียน ตั้งแต่วันที่ 1 ธันวาคม 2555 - 1 ธันวาคม 2556

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Related Literature)

1. แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับความเสี่ยงตลาดหุ้น

ความเสี่ยงจากการลงทุน คือ โอกาสหรือความเป็นไปได้ที่นักลงทุนจะไม่ได้ผลตอบแทนตามที่คาดหวังไว้ ดังนั้น หากการลงทุนใดที่มีความไม่แน่นอนของอัตราผลตอบแทนสูงก็จะส่งผลให้การลงทุนนั้นมีความเสี่ยงมากขึ้น (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2548, หน้า 202)

ทฤษฎีความเสี่ยงจากการลงทุน (Investment Risk)

ความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ แบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่

1) ความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยมหภาค (Macro Factors) เป็นความเสี่ยงที่มีอยู่ในระบบที่ผู้ลงทุนไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ และไม่สามารถคาดการณ์ได้ล่วงหน้า อันเป็นผลกระทบจากภาวะแวดล้อมภายนอกธุรกิจ

2) ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากปัจจัยจุลภาค (Micro Factors)



Unsystematic Risk เป็นความเสี่ยงเฉพาะตัวของหลักทรัพย์ซึ่งสามารถลดลงได้โดยการกระจายการลงทุนออกไปให้กว้างขวาง ความเสี่ยงนี้เป็นความเสี่ยงเฉพาะตัวของธุรกิจหรือหลักทรัพย์นั้นเอง ผู้ลงทุนสามารถหลีกเลี่ยงหรือลดความเสี่ยงประเภทนี้ได้โดยการกระจายการลงทุนออกไปยังหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงเฉพาะตัวที่ต่างกัน (Thailand Securities Institute (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2555, หน้า 203-204)

ทฤษฎีว่าด้วยพฤติกรรมของนักลงทุนที่เป็นผู้ไม่ชอบความเสี่ยงหรือต้องการหลีกเลี่ยง

เป็นแนวคิดที่ถือว่าอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการมีลักษณะความสัมพันธ์ที่จะแปรผันไปในทิศทางเดียวกันกับระดับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะต้องเผชิญ นักลงทุนแต่ละคนมีระดับความกลัวความเสี่ยงไม่เท่ากัน จึงอาจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์หรือกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนในระดับสูงโดยยอมรับความเสี่ยงที่สูงขึ้นได้ ในขณะที่ผู้ลงทุนบางคนมีระดับความกลัวความเสี่ยงค่อนข้างมาก จึงเลือกลงทุนในหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำและพอใจในระดับอัตราผลตอบแทนที่ค่อนข้างต่ำ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2548, หน้า 31)

แนวคิดข่าวสารข้อมูลเพื่อการตัดสินใจ

ข่าวสารข้อมูลเพื่อการตัดสินใจลงทุน หมายถึง ข้อมูลทางการเงินและข้อมูลเชิงคุณภาพ ซึ่งเป็นข้อมูลข่าวสารทั้งที่เป็นตัวเลข และไม่อยู่ในรูปของตัวเลขที่เกี่ยวข้องทั้งโดยตรงและโดยอ้อมกับหลักทรัพย์ รวมถึงข่าวลือ ความเชื่อและความเห็น ข้อมูลเหล่านี้กระทบต่อหลักทรัพย์ทุกตัว แต่ทิศทางและผลกระทบที่เกิดขึ้นกับแต่ละหลักทรัพย์อาจแตกต่างกันไป (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2555, หน้า 217)

การทดสอบ Unit Root

ก่อนที่จะนำข้อมูลใช้ในการศึกษาโครงสร้างแบบจำลอง Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity จะต้องทดสอบความนิ่งของข้อมูลอนุกรมเวลา สามารถทำได้โดยวิธีการทดสอบ DF (Dickey - Fuller Test) และวิธีการทดสอบ ADF (Augmented Dickey - Fuller Test) ซึ่งเป็นวิธีการพัฒนาจาก DF ซึ่งวิธี ADF พัฒนาขึ้นเพื่อใช้แก้ปัญหา Serial Correlation

ข้อมูลอนุกรมเวลาหนึ่ง หมายถึง ข้อมูลอนุกรมเวลาที่อยู่ในสถานะสมดุลเชิงสถิติ โดยสามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\text{ค่าเฉลี่ย} \quad E(x_t) = \mu \quad (1)$$

$$\text{ความแปรปรวน} \quad V(x_t) = \sigma^2 \quad (2)$$

ความแปรปรวนร่วม :

$$\text{cov}(x_t, x_{t+k}) = \sigma_k - \mu \quad (3)$$

โดยที่ x_t เท่ากับข้อมูลอนุกรมเวลาซึ่งเป็นกระบวนการเชิงสุ่ม

วิธีการทดสอบความนิ่งของข้อมูลโดยใช้วิธีการทดสอบ ADF กำหนดโดยสมการดังนี้

$$x_t = \rho x_{t-1} + \varepsilon_t$$

และกำหนดสมมติฐานดังนี้

$$H_0 : \rho = 1 \dots\dots \text{สมมติฐานหลัก}$$

$$H_1 : |\rho| < 1 \dots\dots \text{สมมติฐานรอง}$$

ถ้ายอมรับสมมติฐานหลัก แสดงว่าข้อมูลมีลักษณะไม่นิ่ง แต่ถ้าปฏิเสธสมมติฐานหลักแสดงว่าข้อมูลนั้นมีลักษณะนิ่ง

โครงสร้างแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา: Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity

Engel (1982) อ้างอิงใน ธนโชติ บุญวรโชติ และมณตินี ทองสิทธิ์ (2556, หน้า 80) กล่าวว่า ข้อมูลอนุกรมเวลาส่วนใหญ่ก็มีความแปรปรวนของพจน์คลาดเคลื่อนไม่คงที่ ดังนั้น Engle ได้ใช้แบบจำลองนี้ในการพยากรณ์ความแปรปรวน โดยใช้การพยากรณ์แบบมีเงื่อนไข ซึ่งการพยากรณ์ลักษณะนี้จะให้ความแม่นยำมากกว่าการพยากรณ์แบบไม่มีเงื่อนไข อีกทั้งแบบจำลองนี้เป็นแบบจำลองที่ใช้ในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลในลักษณะที่มีการกระจุกตัวของความผันผวน (volatility clustering) กรณีที่ค่าความผันผวนแบบมีเงื่อนไขดังกล่าวไม่ใช่ค่าคงที่ สามารถประมาณค่าแบบจำลอง ARCH ได้ดังนี้

$$\hat{\varepsilon}_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \hat{\varepsilon}_{t-1}^2 + \dots\dots + \alpha_q \hat{\varepsilon}_{t-q}^2 + v_t$$

โดยที่ V_t เท่ากับ White noise process



ซึ่งแบบจำลองดังกล่าวข้างต้นเป็นโครงสร้างแบบจำลอง ARCH ต่อมา Bollerslev (1986) อ้างอิงในธนโชติ บุญวรโชติ และมณฑินี ทองสิทธิ์ (2556, หน้า 80) ที่ได้นำการศึกษาของ Engle มาขยายต่อโดยการให้ค่าความแปรปรวนแบบมีเงื่อนไขมีลักษณะเป็นไปตามกระบวนการ ARMA ดังต่อไปนี้ โดยกำหนดให้

$$\varepsilon_t = v_t \sqrt{\sigma_t^2} \quad (1)$$

โดยที่ค่าความแปรปรวนของ

$$V_t = \sigma_v^2 = 1 \quad (2)$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^p \beta_j \sigma_{t-j}^2 \quad (3)$$

สมการ (3) ข้างต้นแสดงถึงแบบจำลอง GARCH (p,q) ซึ่งพิจารณาได้จากการที่ความผันผวนแบบมีเงื่อนไขนั้นมีส่วนประกอบทั้งที่เป็น Autoregressive (AR) และ Moving Average โดยที่ p แสดงถึง ลำดับขั้น (order) ของ GARCH Term (σ_{t-i}^2) ขณะที่ q แสดงถึงอันดับขั้นของ ARCH Term (ε_{t-i}^2) แบบจำลอง GARCH นั้นแตกต่างจาก ARCH ตรงสมการความแปรปรวน (variance equation) โดยความผันผวนแบบมีเงื่อนไขของแบบจำลอง ARCH จะเป็นฟังก์ชันของคลาดเคลื่อน (residuals) ยกกำลัง 2 ขณะที่ความผันผวนแบบมีเงื่อนไขของแบบจำลอง GARCH นั้น นอกจากจะเป็นฟังก์ชันของค่าคลาดเคลื่อนยกกำลัง 2 แล้ว ยังเป็นฟังก์ชันของ lagged forecast variance อีกด้วย

2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Bekaert และ Harvey (1995, pp. 403-444) ศึกษาเรื่องการรวมตัวของตลาดโลกเพื่อให้เห็นถึงแนวโน้มและระดับการรวมตัวของตลาดโลกในช่วงเวลาที่ผ่านมา ข้อมูลแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ ข้อมูลกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว จำนวน 21 ประเทศ และข้อมูลกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา จำนวน 12 ประเทศ วิธีการที่นำมาใช้ในการทดสอบมี 3 วิธีด้วยกัน วิธีการที่ 1 CAPM, วิธีการที่ 2 สถิติพรรณนา ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ยเลขคณิต ค่าเฉลี่ยเรขาคณิต ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน อัตราสหสัมพันธ์ และวิธีการสุดท้าย Arch-M model สรุปผลได้ว่า อัตรา

ผลตอบแทนของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ มีอัตราผลตอบแทนที่ดีกว่ากลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่มีอัตราความผันผวนสูงกว่ากลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วเช่นเดียวกัน ค่าความสัมพันธ์อัตราผลตอบแทนของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์กัน แต่ถ้าเป็นกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วค่าความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนจะไม่ค่อยมีความสัมพันธ์กัน การเจริญเติบโตทางด้านเศรษฐกิจมีผลต่อการเชื่อมการรวมตัวทางการเงิน การรวมตัวของตลาดทุนให้โอกาสที่ดีกว่าในการกระจายความเสี่ยง

Aggarwal, Inclan, and Leal (1999, pp. 33-55) ศึกษาเรื่องความผันผวนที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้ GARCH (1,1) ผลการศึกษาพบว่า ความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์มีสาเหตุหลายประการ ยกตัวอย่างประเทศอาร์เจนตินา มีความผันผวนอยู่ในระดับที่สูงซึ่งมีสาเหตุมาจากนโยบายของประเทศรวมทั้งสภาพเศรษฐกิจและสังคม, วิกฤตการณ์มาร์กอสและอาควิโน (Marcos - Aquino) เกิดจากการต่อต้านในฟิลิปปินส์ และเรื่องทุจริตในตลาดทุนอินเดีย การเปลี่ยนแปลงความผันผวนมาจากเมืองสู่เมือง โดยมีความถี่ของข้อมูลเป็นสิ่งสำคัญ ระยะเวลาความผันผวนที่สูงของผลตอบแทน หักกันมีผลมาจากระยะเวลาผลตอบแทนความผันผวนของผลตอบแทนดอลลาร์

วิธีการดำเนินการ (Methods)

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ซึ่งมีวิธีการดำเนินการวิจัย ดังต่อไปนี้

1. ประชากร (Population) ที่ใช้ในการศึกษาวิจัย ได้แก่ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศสมาชิกประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน โดยมีจำนวนตลาดหลักทรัพย์ 7 แห่ง ในช่วงปี พ.ศ. 2552 - 2556
2. กลุ่มตัวอย่าง (Sample) ที่ใช้ในการศึกษาวิจัย ได้แก่ ดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มประเทศสมาชิกประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนที่ได้เริ่มซื้อขายหลักทรัพย์ผ่าน ASEAN Trading link และเป็นตลาดที่มีมูลค่าทางการตลาดรวม 1.4 ล้านล้านดอลลาร์ หรือ 70% ของมูลค่าทางการตลาดรวมทั้งอาเซียน ซึ่งมีจำนวน 3 แห่ง ประกอบด้วย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ และตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย



3. การเก็บรวบรวมข้อมูล การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากตลาดหลักทรัพย์ 3 แห่งที่สำคัญโดยใช้ดัชนีซื้อ - ขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นเป็นรายวัน (Daily Price Index) และนำมาคำนวณเป็นอัตราผลตอบแทนข้อมูลดัชนีซื้อ - ขายหลักทรัพย์ซึ่งนำข้อมูลมาจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ Bloomberg

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

4.1 คำนวณ ค่าสถิติเชิงพรรณนา ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนค่าเฉลี่ยเลขคณิต รายปี ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานรายปี เพื่อศึกษาลักษณะพื้นฐานของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 แห่งเป็นรายวัน

4.2 ระบุความเปลี่ยนแปลงของความผันผวนและทดสอบเหตุการณ์ดังกล่าวตามระยะเวลาที่กำหนดทั้ง 3 ประเทศก่อนและหลังการรวมตัวกันของตลาดทุนอาเซียน เพื่อตรวจสอบความเปลี่ยนแปลงที่ไม่ต่อเนื่องในความแปรปรวนของอนุกรมเวลาที่สังเกตได้ โดยใช้ GARCH Model ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจะต้องทดสอบความนิ่งของข้อมูลด้วยการทดสอบ Unit Root ตามวิธี Augmented Dicky-Fuller (ADF)

ผลการศึกษา (Results)

จากการศึกษาความผันผวนซึ่งใช้อัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดทุนทั้ง 3 แห่ง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียและตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ วิเคราะห์โดยใช้ GARCH Model แบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ช่วงเวลา ได้แก่ ช่วงก่อนการรวมตัวตลาดทุนอาเซียน ระหว่าง 1 ธันวาคม 2552 - 1 ธันวาคม 2554 และช่วงหลังการรวมตัวของตลาดทุนอาเซียน ระหว่าง 1 ธันวาคม 2555 - 1 ธันวาคม 2556 มีผลการศึกษา ดังต่อไปนี้

ผลการทดสอบสถิติเชิงพรรณนา

จากการคำนวณค่าสถิติพรรณนาก่อนการรวมตัวตลาดทุนอาเซียน พบว่า ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าสูงสุดที่สุดคือ 0.0825 โดยมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 1.2503 ส่วนค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันที่ต่ำที่สุด คือ ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ มีค่าเท่ากับ 0.0066 โดยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าเท่ากับ

0.9709 และตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันเท่ากับ 0.0335 โดยมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.6160 นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอัตราผลตอบแทนรายวันสูงสุดแสดงค่าเท่ากับ 5.9200 และค่าต่ำสุดเท่ากับ -5.6500 ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีอัตราผลตอบแทนรายวันสูงสุดเท่ากับ 2.4328 แสดงค่าต่ำสุดเท่ากับ -2.4994 และตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์แสดงค่าอัตราผลตอบแทนสูงสุดเท่ากับ 3.3400 และแสดงค่าต่ำสุดเท่ากับ -3.7000 ส่วนค่าความเบ้ทั้ง 3 ประเทศมีค่าติดลบ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียและตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ แสดงค่าความเบ้ เท่ากับ -0.1015 -0.3770 และ -0.3589 ตามลำดับ ซึ่งบ่งบอกว่า โอกาสผลตอบแทนที่คาดหวังจะมีค่าน้อยกว่าค่าเฉลี่ยมีจำนวนมาก ส่วนค่าความโด่งแสดงให้เห็นค่าความผันผวน ยังมีค่าสูงแสดงถึงความเสี่ยงที่ผลตอบแทนจะไม่ได้เป็นไปตามที่คาดสูง ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าความโด่งสูงที่สุด มีค่าเท่ากับ 6.400 ส่วนตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีค่าความโด่งน้อยที่สุด มีค่าเท่ากับ 1.8476 และตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มีค่าความโด่งเท่ากับ 4.4930 จากการทดสอบสถิติเชิงพรรณนาที่แสดงผลดังกล่าวข้างต้น สามารถวิเคราะห์ได้ว่าหากลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยต้องการอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงที่สุดย่อมที่จะต้องยอมรับผลตอบแทนที่มีความคลาดเคลื่อนจากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงที่สุดเช่นเดียวกัน ในขณะเดียวกันถ้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียแม้ว่าจะได้รับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยน้อยกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่นักลงทุนย่อมได้รับความเสี่ยงจากความคลาดเคลื่อนของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยน้อยที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตลาดหลักทรัพย์อีก 2 แห่ง

ผลการทดสอบสถิติเชิงพรรณนาหลังการรวมตัวตลาดทุนอาเซียนพบว่า ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีค่าสูงที่สุดคือ 0.0467 โดยมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.5465 ส่วนค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันที่ต่ำที่สุดคือตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ มีค่าเท่ากับ 0.0152 โดยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าเท่ากับ 0.6166 และ



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันเท่ากับ 0.0217 โดยมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.2673 ส่วนค่าความเบี่ยงเบนของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีค่าอยู่ที่ 0.2831 ซึ่งบ่งบอกว่าโอกาสที่ผลตอบแทนที่คาดหวังจะมีค่ามากกว่าค่าเฉลี่ยมีจำนวนมาก โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์แสดงค่าความเบี่ยงเบนที่ -0.1607 และ -0.3163 ตามลำดับ ส่วนค่าความโค้ง แสดงให้เห็นความผันผวนยิ่งมีค่าสูงแสดงถึงความเสี่ยงที่ผลตอบแทนจะไม่ได้ไปตามที่คาดหวัง ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ที่สูงที่สุดคือ ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย มีค่าเท่ากับ 10.0365 ส่วนตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มีค่าน้อยที่สุดซึ่งมีค่าเท่ากับ 4.5598 และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเท่ากับ 4.7761 โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแสดงค่า

ผลตอบแทนสูงสุดเท่ากับ 4.4200 และแสดงค่าต่ำสุดเท่ากับ -4.9700 ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียแสดงค่าผลตอบแทนสูงสุดเท่ากับ 3.3800 และแสดงค่าต่ำสุดเท่ากับ -2.4300 และตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์แสดงค่าผลตอบแทนสูงสุดเท่ากับ 1.9100 และแสดงค่าต่ำสุดเท่ากับ -2.5100 จากการทดสอบสถิติเชิงพรรณนาที่แสดงผลดังกล่าวข้างต้น สามารถวิเคราะห์ได้ว่าตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียน่าลงทุนมากที่สุด นอกจากจะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงที่สุดแล้ว นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนที่คลาดเคลื่อนจากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุด ในขณะเดียวกันถ้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยย่อมได้รับความเสี่ยงจากความคลาดเคลื่อนของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์อีก 2 แห่ง

ตาราง 1 การทดสอบ Unit Root ก่อนและหลังการรวมตัวตลาดทุนอาเซียน

**ตลาดหลักทรัพย์	Level					
	ก่อนการรวมตัวตลาดทุนอาเซียน			หลังการรวมตัวตลาดทุนอาเซียน		
	ADF test	Test Critical Value	Prob.*	ADF test	Test Critical Value	Prob.*
ไทย	-22.4628	-3.4185	0.0000*	-15.6516	-1.9421	0.0000*
สิงคโปร์	-21.5361	-1.9414	0.0000*	-5.7801	-1.9421	0.0000*
มาเลเซีย	-22.7579	-1.9414	0.0000*	-7.5685	-1.9421	0.0000*

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญที่ 0.05 ** ตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบความนิ่งของตลาดหลักทรัพย์ทั้งก่อนและหลังการรวมตัว คือ ดัชนีซื้อ-ขายรายวันของตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่ง

ตาราง 2 ผลการวิเคราะห์ความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ก่อนและหลังการรวมตัวตลาดทุนอาเซียนโดยใช้ GARCH Model

ช่วงเวลา	ก่อนการรวมตัว หลังการรวมตัว	**ตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับความผันผวนผลการวิเคราะห์ความผันผวน (ค่า P.Value)		
		ไทย	มาเลเซีย	สิงคโปร์
**ตลาดหลักทรัพย์ที่ส่งผ่านความผันผวน	ไทย	0.00* A	0.00*	0.01*
	มาเลเซีย	0.00* A	0.07 C	0.19 C
	สิงคโปร์	0.00*	0.00* A	0.00*
		0.06 B	0.00*	0.00* A

หมายเหตุ: * ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ** ตัวแปรที่ใช้ในการวัดความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ทั้งก่อนและหลังการรวมตัวตลาดทุนอาเซียนคือดัชนีซื้อ - ขายรายวันของตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่ง



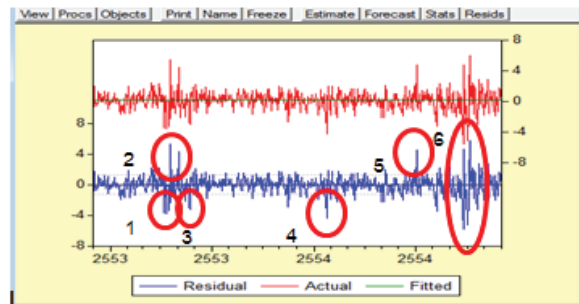
ผลการระบุความเปลี่ยนแปลงของความผันผวนและทดสอบเหตุการณ์ดังกล่าวตามระยะเวลาที่กำหนดทั้ง 3 ประเทศก่อนและหลังการรวมตัวกันของตลาดทุนอาเซียน

จากตาราง 1 แสดงผลการทดสอบความนิ่งของตัวแปรทั้ง 3 ประเทศ พบว่าข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 ประเทศ ไม่ยอมรับสมมติฐานหลัก (ค่า Prob. > 0.05) แสดงว่าข้อมูลมีลักษณะนิ่งจากตาราง 2 สามารถพิจารณาได้ว่าอัตราผลตอบแทนและค่าความผันผวนในอดีตต่างส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนและค่าความผันผวนในปัจจุบันทั้ง 3 ตลาดซึ่งได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียและตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ซึ่งสังเกตได้จากระดับนัยสำคัญที่ < 0.05 ซึ่งสังเกตได้จากจุด A

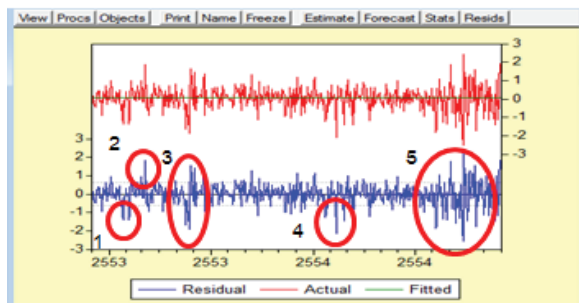
และเมื่อพิจารณาการส่งผ่านความผันผวนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งใดแห่งหนึ่งส่งผ่านไปยังตลาดหลักทรัพย์ที่เหลืออีกสองแห่ง จากผลการศึกษาพบว่าในช่วงก่อนการรวมตัวตลาดทุนอาเซียนตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ไม่สามารถส่งผ่านความผันผวนให้กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เนื่องจากระดับนัยสำคัญ (Prob.) มีนัยสำคัญ > 0.05 ซึ่งสังเกตได้จากจุด B ส่วนหลังการรวมตัวตลาดทุนอาเซียนสามารถพิจารณาได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่สามารถส่งผ่านความผันผวนให้กับตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ซึ่งสังเกตได้จากจุด C และตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียไม่สามารถส่งผ่านความผันผวนให้กับตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ได้เช่นเดียวกัน ซึ่งสังเกตได้จากจุด D เนื่องจากระดับนัยสำคัญ (Prob.) > 0.05 เช่นเดียวกัน

ส่วนตลาดหลักทรัพย์อื่นที่นอกเหนือจากที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นต่างส่งผ่านและได้รับความผันผวนจากตลาดหลักทรัพย์ที่เหลือทั้งสองแห่ง เนื่องจากระดับนัยสำคัญ (Prob.) < 0.05

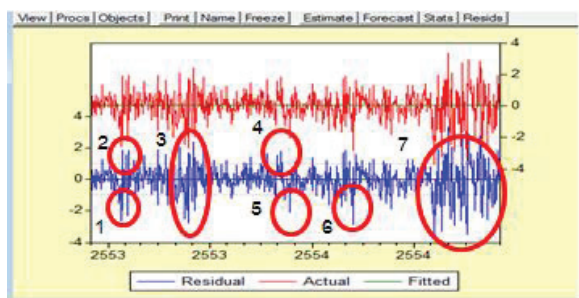
ผลกระทบการเปลี่ยนแปลงของความผันผวนก่อนการรวมตัวตลาดทุนอาเซียน



ภาพ 1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ภาพ 2 ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย



ภาพ 3 ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์

จากภาพ 1 – 3 แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 แห่งมีการแกว่งตัวของความผันผวนที่ชัดเจนซึ่งไม่อยู่ในแนวระดับ 0 ในช่วงเวลาเดียวกันและแตกต่างกัน เมื่อเรียงลำดับจำนวนการแกว่งตัวของความผันผวนดังกล่าวสามารถพิจารณาได้ว่าตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีจำนวนการแกว่งตัวจากมากไปหาน้อยเรียงกันไปตามลำดับ และเมื่อเรียงลำดับค่าความผันผวนโดยวัดจากระดับความแรงในการแกว่งตัว จากค่าสูงสุดไปสู่



ค่าต่ำสุดพิจารณาได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ และตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีระดับความแรงในการแกว่งตัวจากมากไปหาน้อย เรียงกันไปตามลำดับเช่นเดียวกัน

ในช่วงต้นปี 2553 เมื่อพิจารณาจากกราฟที่ 1 ของภาพ 1 สังเกตได้ว่าการแกว่งตัวของค่าความผันผวนฯ อย่างชัดเจน ซึ่งอาจจะเป็นผลมาจากเหตุการณ์ชุมนุมประท้วงทางการเมืองในช่วงเดือนเมษายน จึงส่งผลให้นักลงทุนชะลอการลงทุนในช่วงเวลาดังกล่าว และเมื่อสังเกตการแกว่งตัวของค่าความผันผวนตามวงกลมที่ 1 ของภาพ 2 และ 3 สามารถพิจารณาได้ว่าในช่วงปลายเดือนมกราคม นักลงทุนอาจจะมีกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจโลก จึงทำให้นักลงทุนลดการลงทุนในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งส่งผลให้การปรับตัวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงจากเดือนธันวาคม 2552 โดยตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียและสิงคโปร์ปรับตัวดัชนีติดลบที่อัตราร้อยละ 1.1 และ 5.3 ตามลำดับ จากภาพ 1 เมื่อพิจารณาจากกราฟที่ 2 สังเกตได้ว่าการแกว่งตัวของค่าความผันผวนที่ไม่ได้อยู่ในแนวระดับ 0 อย่างชัดเจน ซึ่งการแกว่งตัวฯ นี้ อาจจะเป็นการตอบสนองต่อเหตุการณ์การชุมนุมประท้วงที่สงบลงในช่วงปลายเดือนพฤษภาคม นักลงทุนมีความเชื่อมั่นในการลงทุนมากขึ้น จึงส่งผลให้มีการปรับตัวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นจากเดือนเมษายนถึงเดือนพฤษภาคมเป็นอัตราร้อยละ 1.39 ในขณะที่การแกว่งตัวฯ ดังกล่าวของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียและตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ตามวงกลมที่ 2 ของภาพ 2 และ 3 สามารถพิจารณาได้ว่า อาจจะเป็นผลมาจากการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศที่ต้องการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ภูมิภาคเอเชียที่มีเศรษฐกิจดีกว่ากลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งกลุ่มประเทศเหล่านั้นประสบปัญหาวิกฤตหนี้สาธารณะยุโรป ณ ขณะนั้น โดยตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีการปรับตัวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในเดือนกุมภาพันธ์ที่อัตราร้อยละ 3.9 และตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มีการปรับตัวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในเดือนมีนาคมที่อัตราร้อยละ 5 ซึ่งตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียและตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มีการปรับตัวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนในอัตราร้อยละ 3 และ 5.5 ตามลำดับ

จึงส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์มีความผันผวนในช่วงเวลาดังกล่าวและเมื่อพิจารณาจากกราฟที่ 3 ของภาพ 1 - 3 สังเกตได้ว่าการแกว่งตัวของค่าความผันผวนฯ ของตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 แห่งเกิดขึ้นในช่วงเวลาเดียวกันและแกว่งตัวในลักษณะรูปแบบเดียวกัน ทั้งนี้ อาจจะเป็นผลมาจากพฤติกรรมของนักลงทุนที่มีความกังวลต่อสถานการณ์วิกฤตหนี้สาธารณะของยุโรปในช่วงเวลาดังกล่าว จึงทำให้ตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 แห่งมีความผันผวน ณ ช่วงเวลานั้น

ในช่วงปลายปี 2553 เมื่อสังเกตวงกลมที่ 4 ของภาพ 3 พิจารณาได้จากระดับความแรงในการแกว่งตัวของค่าความผันผวน ซึ่งมีการแกว่งตัวอย่างชัดเจนและไม่ได้อยู่ในแนวระดับ 0 การแกว่งตัวฯ นี้ อาจจะเป็นการตอบสนองต่ออัตราการเจริญเติบโตเศรษฐกิจของสาธารณรัฐสิงคโปร์ที่มีอัตราการเจริญเติบโตมากที่สุด ในทวีปเอเชียซึ่งเดิมสาธารณรัฐสิงคโปร์คาดการณ์อัตราการเจริญเติบโตเศรษฐกิจของปี 2553 ไว้ที่ร้อยละ 7 - 9 แต่ได้มีการปรับเพิ่มขึ้นเป็นอัตราร้อยละ 13 - 15 ทั้งนี้สาธารณรัฐสิงคโปร์พิจารณาผลการเจริญเติบโตในช่วงไตรมาสที่ผ่านมา จึงส่งผลต่อความมั่นใจของนักลงทุนที่เพิ่มเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น และเมื่อพิจารณาจากกราฟที่ 5 ภาพ 3 สังเกตได้ว่าการแกว่งตัวของค่าความผันผวน ณ ขณะนั้น ซึ่งระดับความแรงในการแกว่งตัวสามารถสังเกตได้อย่างชัดเจน การแกว่งตัวดังกล่าวอาจจะเป็นมาจากการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนของนักลงทุน

ในช่วงต้นปี 2554 เมื่อพิจารณาจากวงกลมที่ 4 ของภาพ 1 วงกลมที่ 4 ของภาพ 2 และวงกลมที่ 6 ของภาพ 3 สังเกตได้ว่าการแกว่งตัวของค่าความผันผวนฯ ของตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 แห่งเกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาที่ใกล้เคียงกันและมีการแกว่งตัวในลักษณะเดียวกันอย่างชัดเจน ทั้งนี้ช่วงเวลาดังกล่าวของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียและตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ อยู่ในช่วงระหว่างเดือนมกราคม กุมภาพันธ์ และ มีนาคม ตามลำดับ ซึ่งอาจจะเป็นผลมาจากการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนของนักลงทุนไปลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าและสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงที่ต่ำกว่า แม้ว่าเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาจะเริ่มดีขึ้นแต่นักลงทุนมีความกังวลต่อปัญหาความไม่สงบทางการเมืองในแถบตะวันออกกลางและ



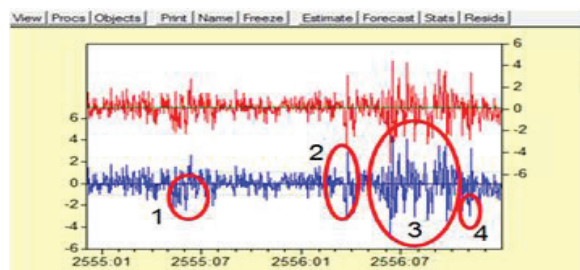
แอฟริกาเหนือ ทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวสูงขึ้นส่งผลต่อภาระต้นทุนของธุรกิจทั่วโลก จึงส่งผลต่อการปรับตัวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มาเลเซีย และสิงคโปร์ ซึ่งมีการปรับตัวลดลงจากเดือนก่อน ในอัตราร้อยละ 9.4 1.96 และ 1.26 ตามลำดับ โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการปรับตัวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในเดือนมกราคมอยู่ที่อัตรา ร้อยละ -6.65 ส่วนตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีการปรับตัวของดัชนีในเดือนกุมภาพันธ์อยู่ที่อัตรา ร้อยละ -1.89 และตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ มีการปรับตัวของดัชนีในเดือนมีนาคมอยู่ที่อัตรา ร้อยละ -1.26

ในช่วงกลางปี 2554 ประมาณเดือนกรกฎาคม เมื่อพิจารณาจากวงกลมที่ 5 ของภาพ 1 สังเกตได้ว่าการแกว่งตัวของค่าความผันผวนอย่างชัดเจน ซึ่งอาจจะ เป็นผลมาจากประเทศไทยมีความชัดเจนทางการเมือง มากขึ้นโดยได้รับรัฐบาลชุดใหม่มาจากการเลือกตั้ง จึงส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนซึ่งทำให้มูลค่า การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในเดือนกรกฎาคมเพิ่มขึ้นจากเดือนมิถุนายนเป็นเงิน 133,329.01 ล้านบาท โดยมีมูลค่าการซื้อขายใน เดือนมิถุนายนและกรกฎาคม เป็นเงิน 507,210.49 และ 640,539.50 ล้านบาท ตามลำดับ

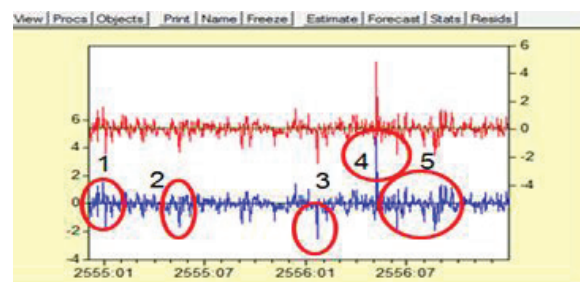
ในช่วงปลายปี 2554 เมื่อพิจารณาจากวงกลม ที่ 5 ของภาพ 2 และวงกลมที่ 7 ของภาพ 3 สังเกตได้ว่า มีการแกว่งตัวของค่าความผันผวนอย่างชัดเจนและ ลักษณะการแกว่งตัวคล้ายกัน ทั้งนี้อาจจะ เป็นผล มาจากความกังวลของนักลงทุนที่มีต่อวิกฤตเศรษฐกิจ ซึ่งส่งผลกระทบต่อตลาดทุนทั่วโลก เนื่องจาก เอสแอนด์พีที่เป็นบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้ ปรับลดความน่าเชื่อถือของเศรษฐกิจประเทศ สหรัฐอเมริกาจึงทำให้เกิดความผันผวนดังกล่าว ทั้งนี้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียและสิงคโปร์ มีการปรับตัวติดลบเพิ่มขึ้นในเดือนสิงหาคมที่อัตรา ร้อยละ 4.64 และ 11.74 ตามลำดับ โดยใน เดือนสิงหาคมตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียและ ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มีการปรับตัวของดัชนี ตลาดหลักทรัพย์ที่อัตราร้อยละ -6.56 และ -9.53 ตามลำดับ และเมื่อพิจารณาจากวงกลมที่ 6 ของ ภาพ 1 สังเกตได้ว่า การแกว่งตัวของค่าความผันผวนฯ อาจจะมาจากเหตุอุทกภัยในประเทศไทยที่เกิดขึ้น

ในช่วงเดือนตุลาคม 2554 ที่ทำให้เกิดความเสียหาย ทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรง จึงเป็นสาเหตุให้สำนักงาน คณะกรรมการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ปรับลดอัตราการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ (GDP) จากอัตราร้อยละ 4.1 เป็นอัตราร้อยละ 2.6 ซึ่งส่งผล ต่อการลงทุนของนักลงทุนเป็นจำนวนมาก

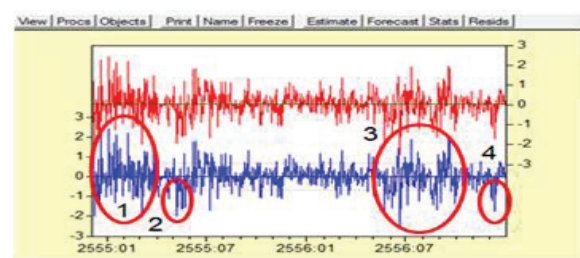
ผลกระทบการเปลี่ยนแปลงของความผันผวนหลังการ รวมตัวตลาดทุนอาเซียน



ภาพ 4 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ภาพ 5 ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย



ภาพ 6 ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์

จากภาพ 4 – 6 แสดงให้เห็นว่าตลาด หลักทรัพย์ทั้ง 3 แห่งมีการแกว่งตัวของความผันผวน ที่ชัดเจนซึ่งไม่อยู่ในแนวระดับ 0 ในช่วงเวลาเดียวกัน และแตกต่างกัน เมื่อเรียงลำดับจำนวนการแกว่งตัว ของความผันผวนดังกล่าวสามารถพิจารณาได้ว่า ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย มีจำนวนการแกว่งตัวของ ความผันผวนฯ มากที่สุด และตลาดหลักทรัพย์



สิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีจำนวนการแกว่งตัวของความผันผวนฯ เท่ากัน และเมื่อเรียงลำดับค่าความผันผวนจากมากไปหาน้อย โดยวัดจากระดับความแรงในการแกว่งตัวของค่าความผันผวนฯ จากค่าสูงสุดไปสู่ค่าต่ำสุด พิจารณาได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีระดับความแรงในการแกว่งตัวจากมากไปหาน้อย เรียงกันไปตามลำดับเช่นเดียวกัน ในช่วงต้นปี 2555 เมื่อพิจารณาวงกลมที่ 1 ของภาพ 5 และภาพ 6 สังเกตได้ว่าการแกว่งตัวของค่าความผันผวนดังกล่าวที่ไม่อยู่ในแนวระดับ 0 อย่างชัดเจน ซึ่งอยู่ในช่วงเวลาที่ใกล้เคียงกันและลักษณะการแกว่งตัวคล้ายกัน ทั้งนี้ อาจจะเป็นผลมาจากการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าและมีภาวะเศรษฐกิจที่มีอัตราการเจริญเติบโตที่ดีเนื่องจากอัตราการเจริญเติบโตเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้เติบโตในอัตราร้อยละ 5.2 ในขณะที่ปี 2554 มีการเติบโตเพียงอัตราร้อยละ 4.6 และในขณะเดียวกันบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือของรายใหญ่ที่สุดของโลกได้ลดอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศฝรั่งเศสและกลุ่มประเทศในยุโรปจึงส่งผลต่อการแกว่งตัวของความผันผวนดังกล่าว

ในช่วงกลางปี 2555 เมื่อพิจารณาวงกลมที่ 1 ของภาพ 4 วงกลมที่ 2 ของภาพ 5 และภาพ 6 สังเกตได้ว่าการแกว่งตัวของค่าความผันผวนฯ เกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ใกล้เคียงกัน ซึ่งตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการแกว่งตัวฯ ที่มีลักษณะคล้ายกันอย่างชัดเจน ส่วนตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีการแกว่งตัวฯ เช่นเดียวกัน แต่ระดับความแรงในการแกว่งตัวฯ อาจจะไม่ชัดเจนเท่ากับตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 2 แห่งที่ได้กล่าวมา ทั้งนี้ความผันผวนที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาดังกล่าว อาจจะมาจากการความไม่มั่นใจของนักลงทุนที่มีต่อภาวะเศรษฐกิจของประเทศกรีซและฝรั่งเศสรวมทั้งกลุ่มประเทศในยุโรป หลังจากทีบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือประกาศลดอันดับความน่าเชื่อถือสถาบันการเงินของกลุ่มประเทศยุโรป ณ ขณะนั้น ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียและตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ปรับตัวลดลงจากเดือน

เมษายนในอัตราร้อยละ 9.44, 2.11 และ 8.74 ตามลำดับ โดยในเดือนพฤษภาคมมีการปรับตัวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่อัตราร้อยละ -7.08, 0.64 และ -6.92 ตามลำดับ

ในช่วงต้นปี 2556 จากภาพ 5 เมื่อพิจารณาวงกลมที่ 3 สังเกตได้ว่าการแกว่งตัวของค่าความผันผวนฯ อย่างชัดเจน ทั้งนี้ อาจจะเป็นผลมาจากการเกิดเหตุการณ์ชุมนุมประท้วงของรัฐบาลประเทศมาเลเซียในช่วงเดือนมกราคม 2556 และจากภาพ 4 เมื่อพิจารณาวงกลมที่ 2 สังเกตได้ว่าการแกว่งตัวของค่าความผันผวนดังกล่าว ซึ่งอาจจะมาจากความผันผวนของค่าเงินบาทที่มีการแข็งค่า ณ ช่วงเวลานั้น จึงส่งผลกระทบต่อการค้าการลงทุนของนักลงทุนเพราะมีความกังวลต่อความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งมูลค่าการซื้อขายในเดือนเมษายนลดลงจากเดือนมีนาคมเป็นเงิน 453,628.25 ล้านบาท โดยมูลค่าการซื้อขายในเดือนมีนาคมมีมูลค่าเท่ากับ 1,437,642.82 ล้านบาท ในขณะที่เดือนเมษายนมีมูลค่าเท่ากับ 984,014.57 ล้านบาท

ในช่วงระหว่างปี 2556 เมื่อพิจารณาจากวงกลมที่ 4 ของภาพ 5 สังเกตได้ว่าการแกว่งตัวอย่างชัดเจน ซึ่งอาจจะเป็นการตอบสนองต่อรัฐบาลชุดใหม่ในการบริหารงานของประเทศมาเลเซีย จึงส่งผลกระทบต่อความผันผวนดังกล่าวในเดือนพฤษภาคม 2556 และเมื่อพิจารณาวงกลมที่ 3 ของภาพ 4 วงกลมที่ 5 ของภาพ 5 และวงกลมที่ 3 ของภาพ 6 สังเกตได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 แห่งมีความผันผวนเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ใกล้เคียงกัน อีกทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มีการแกว่งตัวของความผันผวนฯ ที่เหมือนกัน ส่วนตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีระดับความแรงในการแกว่งตัวอาจจะไม่เท่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ โดยการแกว่งตัวดังกล่าวอาจจะเป็นผลมาจากพฤติกรรมของนักลงทุนที่มีความกังวลต่อนโยบายปรับลดวงเงินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นของสหรัฐอเมริกา จึงส่งผลให้การปรับตัวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย และตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ปรับตัวลดลงจากเดือนพฤษภาคมในอัตราร้อยละ 4.81 2.76 และ 3.17 ตามลำดับ โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย



และตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มีการปรับตัวของดัชนี
หลักทรัพย์ในเดือนมิถุนายนที่อัตราร้อยละ -7.05
0.24 และ -4.86 ตามลำดับ

ในช่วงปลายปี 2556 จากภาพ 4 วงกลมที่ 4
สังเกตได้ว่าการแกว่งตัวของค่าความผันผวน
ที่เกิดขึ้น ณ ช่วงเวลานั้น อาจจะมาจากการปัญหา
การเมืองในประเทศที่เกิดขึ้นในช่วงเดือนพฤศจิกายน
จึงส่งผลให้นักลงทุนไม่มีความมั่นใจจึงชะลอการลงทุน
ไปก่อน ทำให้มูลค่าการซื้อขายในเดือนพฤศจิกายน
ลดลงจากเดือนตุลาคมเป็นเงิน 88,041.99 ล้านบาท
โดยมูลค่าการซื้อขายในเดือนตุลาคมและเดือน
พฤศจิกายนเป็นเงิน 806,834.58 และ 718,792.59
ล้านบาท ตามลำดับ และเมื่อพิจารณาจากภาพที่ 4
ของภาพ 6 สังเกตได้ว่าการแกว่งตัวฯ อย่างชัดเจน
ทั้งนี้อาจจะเป็นผลมาจากเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาและ
ยุโรปเริ่มดีขึ้น จึงทำให้นักลงทุนเคลื่อนย้ายเงินลงทุน
ไปยังตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าว

เมื่อสังเกตลักษณะการแกว่งตัวของเส้นความ
ผันผวนซึ่งไม่อยู่ในแนวระดับ 0 จากภาพ 1 - 6
สามารถพิจารณาได้ว่า ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์
มีลักษณะการแกว่งตัวของเส้นความผันผวนที่ไม่ได้อยู่
ในแนวระดับ 0 มากที่สุด เมื่อเปรียบเทียบกับตลาด
หลักทรัพย์อีก 2 แห่ง เนื่องจากสาธารณรัฐสิงคโปร์
มุ่งเน้นนโยบายในการเป็นศูนย์กลางทางการเงินของ
โลก จึงอาจทำให้เป็นที่น่าสนใจและดึงดูดเงินลงทุน
ของนักลงทุนต่างประเทศเป็นจำนวนมากโดยบริษัท
ต่างประเทศเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
มากถึง 60% ส่วนที่เหลืออีก 40% เป็นบริษัทที่
ดำเนินงานภายในประเทศ (The stock exchange of
Thailand, 2013, TV Program) ด้วยเหตุผลดังกล่าว
ข้างต้น จึงทำให้ตลาดหลักทรัพย์สาธารณรัฐสิงคโปร์
มีสภาพคล่องการซื้อขายที่สูงตลอดจนมีการเคลื่อนไหว
เงินลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศเป็นจำนวนมาก
ดังนั้นจึงทำให้มีการแกว่งตัวของค่าความผันผวน
ดังกล่าวมากที่สุด ส่วนตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีเส้น
การแกว่งตัวของความผันผวนที่อยู่ใกล้แนวระดับ 0
มากที่สุด โดยเฉพาะช่วงหลังการรวมตัวตลาดทุน
อาเซียน ทั้งนี้อาจเป็นเพราะว่าสัดส่วนการลงทุนใน
ตลาดหลักทรัพย์เป็นนักลงทุนสถาบัน 75% ส่วนใหญ่
เป็นกองทุนบำเหน็จบำนาญ (เปิดประตูสู่การลงทุนใน
AEC, บทความมกสิกร) และเป็นนักลงทุนรายย่อยเพียง

25% เท่านั้น จึงทำให้ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียเป็น
ตลาดหลักทรัพย์ที่มีความอ่อนไหวต่อภาวะตลาดทุน
ทั่วโลกค่อนข้างต่ำ (The stock exchange of
Thailand, 2013, TV Program) และตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทยมีระดับความแรงในการแกว่งตัว
ของค่าความผันผวนมากที่สุด เมื่อเปรียบเทียบกับ
ตลาดหลักทรัพย์ที่เหลืออีก 2 แห่ง ทั้งนี้อาจสอดคล้อง
กับงานวิจัยของศิริยศ จุฑานนท์ (2555) ศึกษาเรื่อง
แนวทางการสร้างความสมดุลของโครงสร้างบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหุ้นไทยที่ระบุว่าเกิดจากความไม่
สมดุลระหว่างโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์และโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศซึ่ง
แตกต่างจากประเทศมาเลเซียและสาธารณรัฐสิงคโปร์
ที่มีความสมดุลระหว่างโครงสร้างดังกล่าวมากกว่า
ประเทศไทย โดยพิจารณาได้จากค่าสัมประสิทธิ์
สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ระหว่าง
สัดส่วนมูลค่าตลาด (Market Capitalization) และ
สัดส่วนของ GDP ของทั้งสามประเทศในปี 2554

สรุปผลการศึกษา (Conclusion)

จากผลการศึกษาพบว่าความผันผวนที่เกิดขึ้น
อาจมีสาเหตุที่เกิดจากตลาดหลักทรัพย์นั้น ๆ และ
ความผันผวนที่เกิดขึ้นจากตลาดหลักทรัพย์อื่น
ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็น 2 ปัจจัยด้วยกันที่ก่อให้เกิด
ความผันผวน ได้ดังนี้

ปัจจัยภายในที่มีผลต่อความผันผวนของตลาด
หลักทรัพย์ ได้แก่

1. ปัจจัยทางเศรษฐกิจ ได้แก่ อัตราการ
เจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ
2. ปัจจัยทางการเมือง ได้แก่ ความชัดเจนทาง
การเมืองโดยได้รับรัฐบาลชุดใหม่มาบริหารงาน การ
ชุมนุมประท้วงทางการเมือง
3. ปัจจัยอื่น ๆ ที่มีความไม่แน่นอน ได้แก่ ภัย
พิบัติจากน้ำท่วม

ปัจจัยภายนอกที่มีผลต่อความผันผวนของ
ตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่

1. ภาวะเศรษฐกิจของโลก ถ้าหากภาวะ
เศรษฐกิจของโลกเข้าสู่ภาวะวิกฤต จะส่งผลกระทบต่อความ
เชื่อมั่นของนักลงทุน โดยนักลงทุนจะขายหลักทรัพย์



แล้วถือเป็นเงินสดมากขึ้น ซึ่งทำให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงและก่อให้เกิดความผันผวนได้

2. พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ มีอิทธิพลต่อความผันผวนในตลาดหลักทรัพย์เนื่องจากนักลงทุนต่างประเทศส่วนใหญ่มาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ลักษณะเก็งกำไรและผลกำไรที่นักลงทุนต่างประเทศได้รับเป็นผลกำไร 2 ต่อ คือผลกำไรที่ได้จากอัตราแลกเปลี่ยน และผลกำไรที่ได้จากการปรับตัวเพิ่มขึ้นของหลักทรัพย์

3. อันดับความน่าเชื่อถือ เป็นปัจจัยที่ใช้ในการตัดสินใจของนักลงทุน เพราะนักลงทุนต้องการหลักอ้างอิงที่มีบรรทัดฐานและเชื่อถือได้ในการจัดการกับความเสี่ยง ซึ่งอันดับความน่าเชื่อถือเป็นสิ่งสำคัญมาก สิ่งเหล่านี้สะท้อนถึงอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อความมีเสถียรภาพของค่าเงิน การคลัง ตลอดจนภาวะการค้าและการลงทุน เป็นต้น

4. ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน ถือเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลต่อความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์

นอกจากปัจจัยภายในและภายนอกที่ก่อให้เกิดความผันผวนที่กล่าวมาแล้วข้างต้น ทั้งนี้จะต้องพิจารณาถึงผลกระทบและระดับค่าความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ที่เหลืออีก 2 แห่งโดยได้รับการส่งผ่านความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ที่ศึกษา ซึ่งผลที่ได้รับอาจจะเป็นไปได้ในทิศทางตรงกันข้าม ทิศทางเดียวกัน หรือไม่ได้รับผลกระทบจากการส่งผ่านความผันผวนดังกล่าวรวมถึงระดับค่าความผันผวนที่ได้รับนั้นอาจจะมีค่าสัมประสิทธิ์ที่มากหรือน้อย ทั้งนี้อาจขึ้นอยู่กับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กับโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศนั้น ๆ รวมทั้งลักษณะเฉพาะของตลาดหลักทรัพย์ตลอดจนกลุ่มนักลงทุนส่วนใหญ่

ดังนั้นนักลงทุนสามารถใช้ผลการศึกษาดังกล่าวมาเป็นเครื่องมือประกอบการวิเคราะห์ในการตัดสินใจลงทุนเพื่อให้สอดคล้องกับความเสี่ยงที่นักลงทุนสามารถยอมรับได้ ตลอดจนการจัดสรรเงินลงทุนในหลักทรัพย์ไปยังตลาดหลักทรัพย์อื่น จะต้อง

คำนึงถึงปัจจัยภายในและปัจจัยภายนอกที่ส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงในการลงทุนของตลาดหลักทรัพย์รวมถึงผลกระทบและระดับค่าความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ที่นักลงทุนต้องการลงทุนจะได้รับเมื่อเกิดความผันผวนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งใดแห่งหนึ่ง เพื่อที่นักลงทุนสามารถจัดสรรการลงทุนในหลักทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพและกระจายความเสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพ

การอภิปรายผล (Discussion)

ผลการวิจัยพบว่า ก่อนและหลังการรวมตัวตลาดทุนอาเซียน ความผันผวนที่เกิดขึ้นในปัจจุบันของตลาดทุนที่ศึกษานั้นขึ้นอยู่กับความผันผวนที่เกิดขึ้นจากผลตอบแทนและค่าความผันผวนในอดีต ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของปาริฉัตรทองคำ (2555) ที่ว่าผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซียและผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์สาธารณรัฐสิงคโปร์ในปัจจุบันต่างปรับตัวตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันต่อผลตอบแทนของดัชนีแต่ละตลาดหลักทรัพย์ในอดีต

นอกจากนั้นในประเด็นเรื่องการส่งผ่านความผันผวนจากตลาดหลักทรัพย์หนึ่งไปยังอีกตลาดหลักทรัพย์หนึ่ง โดยตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับความผันผวนอาจจะได้รับหรือไม่ได้รับความผันผวนดังกล่าว ทั้งนี้ถ้าได้รับความผันผวนอาจจะได้รับความผันผวนไปในทิศทางเดียวกันหรือได้รับไปในทิศทางตรงกันข้าม รวมทั้งระดับค่าความผันผวนที่ได้รับมากหรือน้อยนั้น อาจจะขึ้นอยู่กับความสัมพันธ์ของโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนกับความสมดุลของโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศนั้นๆ ด้วย ซึ่ง ศิริยศ จุฑานนท์ (2555) สรุปได้ว่า ความสมดุลของโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนจะต้องมีความสมดุลกับโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศนั้นๆ เพราะถ้าประเทศใดขาดความสมดุลดังกล่าวจะทำให้การลงทุนมีปัจจัยเสี่ยงที่จะได้รับความผันผวนจากปัจจัยภายนอก



บรรณานุกรม (Bibliography)

- ธนโชติ บุญวรโชติ และมณฑินี ทองสิทธิ์. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณการซื้อขายและอัตราผลตอบแทนในตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้า. *วารสารเกษตรศาสตร์ (สังคม)*, 31(1), 77-91.
- ปาริฉัตร ทองคำ.(2555). แบบจำลองการพยากรณ์ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้. วิทยานิพนธ์ ศ.ม., มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, เชียงใหม่.
- ศิริยศ จุฑานนท์. (2555). แนวทางการสร้างความสมดุลของโครงสร้างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นไทย. กรุงเทพฯ: สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน. (2548). *ทฤษฎีตลาดทุน*. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้ง แอนด์ พับลิชชิ่ง.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน. (2555). *ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์* (พิมพ์ครั้งที่ 14 ฉบับปรับปรุง). กรุงเทพฯ: บุญศิริการพิมพ์.
- Aggarwal, R., Inclan, C, and Leal, R. (1999). Volatility in emerging stock markets. *Journal of Financial and Quantative Analysis*, 34(1), 33-55.
- Bekaert, G.,and Harvey, C.R. (1995). Time-Varying World market Integration. *Journal of Finance*, 50(2), 403-444.
- Chotiksatearn, J. (n.d.). **SET Annual report 2012**. Retrieved February 14, 2015, from http://www.set.or.th/th/about/annual/files/annual2555_thai_full_v3.pdf.
- Engle, R.F. (1982). Autoregressive conditional heteroskedasticity with estimates of variance of U.K. Inflation. *Econometrica*, 50(4), 987-1008.
- Markowitz, H.M. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 1(7), 77-91.
- The stock exchange of Thailand (Producer). (2013). **Smart Money** [TV Program]. Bangkok: Money Channel.

Translated Thai References

- Parichart Tongkum. (2012). **Forecasting Model of Stock Index of Southeast Asia Countries**. Master thesis, M.E., Chiang Mai University, Chiang Mai.
- Siriyot Chuthanondha. (2012). **Process for the balance of the companies listed on the stock exchange**. Bangkok: Capital Market Research Forum.
- Tanachote Boonvorachote and Monthinee Thongsit. (2013). Relationship between Trading Volumes and Returns on Commodity Futures Exchanges. *Kasetsart Journal (Social Sciences)*, 31(1), 77-91.
- Thailand Securities Institute. (2005). **Capital Market theory**. Bangkok: Amarin Printing and Publishing.
- Thailand Securities Institute. (2012). **Financial markets and securities investment**. (14th rev. ed.). Bangkok: Boonsiri Printing.