

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

การค้นคว้าแบบอิสระนี้ได้ทำการศึกษถึงการส่งผ่านความผันผวนและความสัมพันธ์แบบมีเงื่อนไขระหว่างตลาดหุ้นและตลาดพันธบัตรของประเทศไทยและประเทศสิงคโปร์ ซึ่งใช้ข้อมูลทศนิยมแบบรายวันของดัชนีราคาปิดตลาดหุ้นและดัชนีราคาปิดตลาดพันธบัตร จากทั้งประเทศไทยและประเทศสิงคโปร์ รวมเป็นข้อมูลทั้งหมด 4 ชุด อันประกอบไปด้วย ดัชนีราคาหุ้นปิดรายวันแห่งประเทศไทย (SET Index) ดัชนีราคาตราสารหนี้ปิดรายวันแห่งประเทศไทย (BEX Index) ดัชนีราคาหุ้นปิดสเตรทไทม์รายวันสิงคโปร์ (ST Index) และดัชนีราคาตราสารหนี้ปิดรายวันสิงคโปร์ (ABFB Index) เริ่มตั้งแต่วันที่ 3 มกราคม 2547 ถึงเดือนวันที่ 31 ธันวาคม 2551 รวมทั้งสิ้น 1040 วัน โดยได้นำข้อมูลที่อยู่ในรูปของดัชนีราคาปิด แปลงให้อยู่ในรูปอัตราผลตอบแทนในแต่ละหลักทรัพย์ และนำข้อมูลที่อยู่ในรูปอัตราผลตอบแทนไปทำการวิเคราะห์ตามขั้นตอนและวิธีการทางเศรษฐมิติ อันประกอบไปด้วยขั้นตอนการทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Unit root test) ด้วยวิธี Augmented Dickey Fuller ขั้นตอนการประมาณค่าจากแบบจำลอง Autoregressive Moving Average (ARMA (p,q)) และความผันผวนด้วยแบบจำลอง Univariate GARCH และสิ้นสุดท้ายโดยการวิเคราะห์การส่งผ่านความผันผวนและทดสอบความสัมพันธ์แบบมีเงื่อนไข โดยแบบจำลอง Multivariate GARCH ซึ่งสามารถสรุปผลการศึกษาดังนี้

5.1.1 การทดสอบความนิ่งของข้อมูลอัตราผลตอบแทนตราสารการเงินแต่ละประเภท

ในการทดสอบ Unit root ด้วยวิธี Augmented Dickey Fuller ก็เพื่อทดสอบว่าตัวแปรที่ทำการศึกษานั้นมีความนิ่ง (stationary) หรือความไม่นิ่ง (Non-stationary) พบว่าค่า ADF test Statistic ณ ระดับ Level มีค่าน้อยกว่าค่า 5% critical value ซึ่งแสดงถึงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทุกประเภท ณ ระดับ Level ของทุกประเทศมีลักษณะเป็น Stationary แสดงว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทุกประเภท เป็น order of integration หรือ $I(0)$ นั่นเอง

5.1.2 การประมาณค่าโดยแบบจำลอง ARMA (p,q)และความผันผวนด้วยแบบจำลอง

Univariate GARCH

ผลการประมาณค่าความผันผวนด้วยวิธี Univariate GARCH ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทุกประเภท แสดงรูปแบบ ARMA โดยการพิจารณา Correlogram ของข้อมูลอนุกรมเวลาของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทุกประเภท ที่มีลักษณะดังนี้

- 1) อัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นประเทศไทย (SET) มีรูปแบบเป็น ARMA(2,6) และในส่วนของความแปรปรวนผลที่ได้จากแบบจำลอง GRACH คือ GARCH (1,1)
- 2) อัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นสเตรทโทรม์ประเทศสิงคโปร์ (ST) มีรูปแบบเป็น ARMA(6,11) และในส่วนของความแปรปรวนผลที่ได้จากแบบจำลอง GRACH คือ GARCH (1,1)
- 3) อัตราผลตอบแทนของตลาดพันธบัตรประเทศไทย (BEX) มีรูปแบบเป็น ARMA(1,10) และในส่วนของความแปรปรวนผลที่ได้จากแบบจำลอง GRACH คือ GARCH (1,1)
- 4) อัตราผลตอบแทนของตลาดพันธบัตรประเทศสิงคโปร์ (ABFB) มีรูปแบบเป็น ARMA(4,4) และในส่วนของความแปรปรวนผลที่ได้จากแบบจำลอง GRACH คือ GARCH (1,1)

ปฏิเสธสมมติฐานหลัก คือ ค่า coefficient มีค่าเท่ากับ 0 อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 การทดสอบ ARCH Effect ผลปรากฏว่าไม่มี ARCH Effect ในทุกข้อมูล

5.1.3 การวิเคราะห์การส่งผ่านความผันผวนและทดสอบความสัมพันธ์แบบมีเงื่อนไขโดยแบบจำลอง Multivariate GARCH

ผลการส่งผ่านความผันผวนของตลาดหุ้นและตลาดพันธบัตรสามารถอธิบายโดยจำแนกการส่งผ่านความผันผวนในลักษณะที่มีการส่งผ่านความผันผวนของหลักทรัพย์โดยแบ่งเป็นภายในประเทศและระหว่างประเทศ

1) การส่งผ่านความผันผวนพิจารณาเฉพาะหลักทรัพย์ภายในประเทศ (Domestic Markets Volatility)

ประเทศไทยมีการส่งผ่านความผันผวนจากตลาดหุ้นไปยังตลาดพันธบัตร โดยมีทั้งผลกระทบจากความผันผวนระยะสั้นหรือผลของความผันผวนอย่างมีเงื่อนไขในอดีต และผลระยะยาวหรือผลของ Shock ในอดีต แต่ถ้าหากพิจารณาการส่งผ่านความผันผวนจากตลาดพันธบัตรไปยังตลาดหุ้นในประเทศไทยแล้วกลับพบเฉพาะผลของความคลาดเคลื่อนอย่างมีเงื่อนไขในอดีตเท่านั้น ต่างจากประเทศสิงคโปร์ที่พบทั้งผลการส่งผ่านของความผันผวนทั้งในระยะสั้นและระยะยาว ไม่ว่าจะพิจารณาจากตลาดหุ้นสเตรทโทรม์ไปยังตลาดพันธบัตรสิงคโปร์ หรือพิจารณาจากตลาดพันธบัตรไปยังตลาดหุ้นสเตรทโทรม์

2) การส่งผ่านความผันผวนพิจารณาหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (Cross Markets Volatility)

2.1) พิจารณาจากประเทศไทยไปยังประเทศสิงคโปร์

ประเทศไทยมีการส่งผ่านความผันผวนจากตลาดหุ้นไปยังตลาดหุ้นสเตรทโทมส์ของสิงคโปร์เพียงอย่างเดียว โดยผลที่กระทบต่อความผันผวนของตลาดหุ้นสเตรทโทมส์คือผลของความผันผวนอย่างมีเงื่อนไขในอดีตหรือผลระยะสั้น ในขณะที่ไม่พบการส่งผ่านความผันผวนจากตลาดหุ้นไทยไปยังตลาดพันธบัตรสิงคโปร์

ส่วนการศึกษาผลกระทบจากตลาดพันธบัตรไทยไปยังตลาดหุ้นสเตรทโทมส์นั้น พบเพียงผลของความผันผวนอย่างมีเงื่อนไขในอดีตอย่างเดียวเท่านั้น ต่างจากการพิจารณาผลกระทบจากตลาดพันธบัตรไทยไปยังตลาดพันธบัตรสิงคโปร์ ที่พบทั้งผลของความผันผวนอย่างมีเงื่อนไขในอดีตและผลของ Shock ในอดีต

2.2) พิจารณาจากประเทศสิงคโปร์ไปยังประเทศไทย

การส่งผ่านความผันผวนจากตลาดหุ้นสเตรทโทมส์ประเทศสิงคโปร์ไปยังตลาดหุ้นและตลาดพันธบัตรประเทศไทย พบทั้งผลของความผันผวนอย่างมีเงื่อนไขในอดีตและผลของ Shock ในอดีต ในทั้งสองตลาด

เช่นเดียวกันกับการส่งผ่านความผันผวนจากตลาดพันธบัตรสิงคโปร์ไปยังตลาดหุ้นและตลาดพันธบัตรประเทศไทยนั้น พบทั้งผลของความผันผวนอย่างมีเงื่อนไขในอดีต และผลของ Shock ในอดีต ในทั้งสองตลาด

3) ผลการทดสอบที่แสดงถึงความสัมพันธ์แบบมีเงื่อนไข

ทดสอบโดยแบบจำลอง DCC พบว่า Standardized shocks ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละประเภท แต่ละประเทศมีความสัมพันธ์กันในเชิงพลวัต แต่จากการทดสอบโดยแบบจำลอง CCC กลับพบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์บางคู่เท่านั้น ในระยะเวลาคงที่ ซึ่งมีลักษณะความสัมพันธ์ที่แตกต่างกันไป เป็นการแสดงให้เห็นว่าสินทรัพย์ทางการเงินประเภทต่างๆ ไม่ได้มีความสัมพันธ์ในลักษณะคงที่ในแต่ละช่วงเวลา

5.2 ข้อเสนอแนะ

1) แบบจำลอง GARCH นั้นเป็นแบบจำลองที่ขึ้นอยู่กับค่าสังเกตและค่าความคลาดเคลื่อนที่เกิดขึ้นก่อนหน้าแต่ไม่ได้คำนึงถึงปัจจัยภายนอกที่ควรพิจารณาด้วยเช่น เศรษฐกิจ การเมือง ภัย

ธรรมชาติที่เกิดขึ้นรวมถึงนโยบายรัฐที่อาจส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนตราสารการเงินแต่ละประเภท ซึ่งจะช่วยให้ผลการศึกษามีความสอดคล้องกับความเป็นจริงมากยิ่งขึ้น

2) การศึกษาในครั้งนี้เน้นศึกษาเฉพาะดัชนีตราสารการเงินของประเทศกลุ่มอาเซียนระหว่างประเทศไทยและประเทศสิงคโปร์ ว่ามีการส่งผ่านของความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในตลาดหุ้นและตลาดพันธบัตรระหว่างสองประเทศหรือไม่ รวมทั้งตรวจสอบความสัมพันธ์แบบมีเงื่อนไขของสินทรัพย์การเงินทั้งสองประเภท ในงานศึกษาครั้งต่อไปอาจมีการพัฒนาโดยศึกษาประเทศอื่นๆเพิ่มเติม ทั้งประเทศอื่นในภูมิภาคเอเชีย และประเทศในภูมิภาคอื่น ที่มีการเปิดตลาดการเงินระหว่างประเทศ (International Financial Markets) ซึ่งจะเป็นการศึกษาที่มีประโยชน์และสอดคล้องกับความเป็นจริงมากขึ้น

3) ในการศึกษาครั้งนี้การทดสอบการส่งผ่านความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในตลาดหุ้นและตลาดพันธบัตรระหว่างประเทศไทยและประเทศสิงคโปร์ แต่ไม่ได้ศึกษาถึงสาเหตุของการเกิดหรือศึกษาถึงช่องทางในการส่งผ่าน (Transmission Channel) ระหว่างความผันผวนที่เกิดขึ้นในแต่ละประเทศว่าเกิดจากช่องทางใดได้บ้างหรือไม่เกี่ยวข้องกับช่องทางใด ดังนั้น ในการศึกษาครั้งต่อไปควรทำการศึกษาอย่างเป็นระบบเกี่ยวกับกลไกการส่งผ่าน (Propagation Mechanism) ระหว่างความผันผวนที่เกิดขึ้นในประเทศต่างๆเพื่อที่จะได้สามารถระบุชี้ชัดไปได้ว่าช่องทางใดมีความเกี่ยวข้องและไม่เกี่ยวข้องกับการส่งผ่านของความผันผวนระหว่างแต่ละประเทศ