

บทที่ 6

สรุปและข้อเสนอแนะ

การศึกษาครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงลักษณะ โครงสร้างและผลการดำเนินงานของดัชนี ตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน นอกจากนี้เพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่มี อิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของดัชนีหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงิน ทั้งในลักษณะความสัมพันธ์เชิง ดุลยภาพระยะยาวและระยะสั้น กับ ตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ ผลิตภัณฑ์มวลรวม ภายในประเทศที่แท้จริง (RGDP), อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ (EX) และอัตราดอกเบี้ยเงิน ฝากประจำ (DINT) จากข้อมูลทศวรรษปีที่ใช้เป็นข้อมูลอนุกรมเวลารายปีร่วมกับข้อมูล ภาคตัดขวางของ 5 ประเทศสมาชิกกลุ่มตลาดหลักทรัพย์อาเซียน ได้แก่ ประเทศอินโดนีเซีย, ประเทศมาเลเซีย, ประเทศฟิลิปปินส์, ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทย ตั้งแต่พ.ศ. 2546-2555 โดยการใช้แบบจำลองทางเศรษฐมิติด้วยเทคนิค 1) วิธีทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Panel Unit Root) โดยวิธี Levin, Lin and Chu (2002) และ Im, Pesaran and Shin (2003) 2) วิธีการประมาณค่า PMG (Pooled Mean Group) นำเสนอโดย Pesaran (1999) ตามกระบวนการ วิธีพานแนลเออาร์ดีแอล (Panel ARDL) ซึ่งสามารถนำไปสู่การวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาด หลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน

6.1 สรุปผลการศึกษา

6.1.1 ภาพรวมลักษณะโครงสร้างและผลการดำเนินงานของภาคการเงินในประเทศสมาชิก อาเซียน

ในปัจจุบันนโยบายการเงินของประเทศสมาชิกแต่ละประเทศมีความแตกต่างกัน ซึ่ง ส่วนใหญ่จะเน้นการรักษาเสถียรภาพทางด้านราคา แต่มีบางประเทศที่ระมัดเจนว่าให้ความสำคัญ กับเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจโดยรวม นอกจากนี้ ยังมีความแตกต่างของเครื่องมือที่ใช้ในการ ดำเนินนโยบายการเงิน บางประเทศใช้อัตราเงินเฟ้อเป็นเป้าหมายของการดำเนินนโยบายการเงิน เช่น ประเทศอินโดนีเซีย ประเทศเวียดนามและประเทศไทย บางประเทศใช้อัตราแลกเปลี่ยนเป็น เป้าหมาย เช่น ประเทศสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย ความแตกต่างของการดำเนินนโยบายการเงิน เป้าหมาย และสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเงินทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศ

สมาชิกมีความแตกต่างกัน (การเตรียมความพร้อมด้านการเงิน การคลัง และการค้าการลงทุนเพื่อเข้าสู่ประชาคมอาเซียน, 2556)

ศักยภาพของตลาดทุนไทยยังถือว่าไม่แข็งแกร่งนัก เมื่อเทียบกับประเทศพัฒนาแล้ว โดยเฉพาะด้านตลาดทุนและตราสารเงินตราต่างประเทศ ทั้งนี้เนื่องมาจากบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยยังมีจำนวนน้อยและขนาดไม่ใหญ่นักมีการพัฒนาและการเติบโตที่ล่าช้า เมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ โดยประเทศสิงคโปร์ถือเป็นผู้นำทางด้านตลาดตราสารทุน ทั้งในมิติด้านขนาด สภาพคล่องและความสามารถในการเป็นแหล่งระดมทุน สะท้อนจุดยืนการเป็นศูนย์กลางทางการเงินของอาเซียนเป็นอย่างดี (สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง, 2555)

รวมถึงประเทศฟิลิปปินส์ที่ยังถือว่าไม่แข็งแกร่งนัก เมื่อเทียบกับประเทศพัฒนาแล้ว โดยเฉพาะด้านตลาดทุนและตราสารเงินตราต่างประเทศ ทั้งนี้เนื่องมาจากบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศฟิลิปปินส์ยังมีจำนวนน้อยและขนาดไม่ใหญ่ อีกทั้งที่ค่อนข้างด้อยพัฒนาและมีการเจริญเติบโตไม่สม่ำเสมอ นักเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ มีบริษัทจดทะเบียนจำนวนประมาณ 250 บริษัท

ในปี 2548 ประเทศมาเลเซียและประเทศอินโดนีเซียได้พยายามดึงดูดเงินจากตะวันออกกลางเข้าประเทศ โดยประเทศมาเลเซียได้พัฒนาตลาดสำหรับการเงินอิสลามส่งผลให้มีการเคลื่อนย้ายเงินจำนวนมากเข้าสู่มาเลเซีย ขณะที่ประเทศอินโดนีเซียได้จัดทำแผนแม่บทตลาดทุน (Capital Market Master Plan) เป็นหนึ่งในเป้าหมายที่จะผลักดันผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่สอดคล้องหลักศาสนาอิสลามให้เติบโต (Shariah-Compliant Financial product) (สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง, 2555) โดยมาเลเซียมีความโดดเด่นเป็นพิเศษทางด้านตลาดตราสารหนี้ โดยเฉพาะในมิติทางด้านขนาดของตราสารหนี้ ซึ่งมาเลเซียมีขนาดใหญ่ที่สุดในอาเซียน ทั้งนี้เนื่องจากจุดยืนในการเป็นศูนย์กลางทางการเงินอิสลามของโลก ได้ช่วยส่งเสริมให้ประเทศมาเลเซียครองส่วนแบ่งการตลาดตราสารหนี้ในอันดับที่ 1 ตามหลักศาสนาอิสลามร้อยละ 65 (สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง, 2555)

ประเทศอาเซียนยังมีระดับการพัฒนาของตลาดเงินตราต่างประเทศอยู่ในระดับต่ำ ไม่แตกต่างกันเท่าไร มีเพียง ประเทศสิงคโปร์ซึ่งเป็นตลาดซื้อขายเงินตราหลักของภูมิภาค และมีขนาดใหญ่เป็นอันดับที่ 4 รองจาก ประเทศอังกฤษ ประเทศอเมริกา และฮ่องกง จากการจัดอันดับโดย Global Financial Centre index (GFCI) 2013 และสะท้อนจุดยืนในการเป็นศูนย์กลางทางการเงินและธุรกิจระหว่างโลก-เอเชีย (A leading Global-Asia Financial and Business Hub) ทั้งนี้เนื่องจากประเทศสิงคโปร์เป็นที่พักของผู้ค้าเงินหลักของโลกและสามารถเสนอบริการซับซ้อนและสภาพคล่องเพื่อการค้าและการเก็งกำไรของสกุลเงิน G3 (ดอลลาร์สหรัฐ ยูโร และเยน) (สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง, 2555)

6.1.2 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Panel Unit Root)

ผลการทดสอบด้วยวิธี LLC Test ที่ระดับ Level หรือ $I(0)$ พบว่าค่าสถิติที่ได้ของตัวแปรอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินของแต่ละประเทศในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน (RM) และตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศ (EX) มีความนิ่งที่ระดับ Level หรือมีอันดับความสัมพันธ์ของข้อมูล (Order of Integration) เท่ากับ 0 หรือ $I(0)$ สำหรับตัวแปรผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริง (RGDP) และตัวแปรอัตราดอกเบี้ย (DINT) นั่นคือข้อมูลมีความไม่นิ่งที่ระดับ Level หรือ $I(0)$ และเมื่อนำข้อมูลมาทำการทดสอบที่ระดับ 1^{st} Difference พบว่าค่าสถิติที่ได้ของทุกตัวแปร มีความนิ่งหรือข้อมูลไม่มี Unit Root ดังนั้นตัวแปรทุกตัวจึงมีความนิ่งที่ระดับ 1^{st} Difference หรืออันดับความสัมพันธ์ของข้อมูล เท่ากับ 1 หรือ $I(1)$

ผลการทดสอบด้วยวิธี IPS Test ที่ระดับ Level พบว่าค่าสถิติที่ได้ของตัวแปรทุกตัวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งยอมรับสมมติฐานหลัก นั่นคือ ข้อมูลไม่นิ่งหรือข้อมูลมี Unit Root ที่ระดับ Level หรืออันดับความสัมพันธ์ของข้อมูล (Order of Integration) เท่ากับ 0 หรือ $I(0)$ และเมื่อนำข้อมูลมาทำการทดสอบที่ระดับ 1^{st} Difference พบว่าค่าสถิติที่ได้ของตัวแปรตัวแปรอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินของแต่ละประเทศในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน (RM) ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศของแต่ละประเทศ (GDP) และตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศ (EX) และตัวแปรอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในแต่ละประเทศ (INT) มีความนิ่งที่ระดับ 1^{st} Difference หรือมีอันดับความสัมพันธ์ของข้อมูล เท่ากับ 1 หรือ $I(1)$

เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Panel Unit Root Test) ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาซึ่งใช้วิธีการทดสอบที่แตกต่างกัน สรุปได้ว่า การทดสอบด้วยวิธี LLC Test และวิธี IPS Test ให้ผลการทดสอบตัวแปรทุกตัวมีความนิ่งที่ระดับ 1^{st} Difference หรือมีอันดับความสัมพันธ์ของข้อมูล เท่ากับ 1 หรือ $I(1)$

6.1.3 ผลการประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธีการประมาณค่า PMG (Pooled Mean Group)

ผลทดสอบความสัมพันธ์กันในระยะยาวการประมาณค่าความสัมพันธ์ ระหว่างตัวแปรด้วยวิธีกลุ่มค่าเฉลี่ยร่วม ผลการศึกษา พบเท่ากับ ตัวแปรผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริง (RGDP) เป็นปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ระยะยาวในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินในกลุ่มประเทศสมาชิกกลุ่มตลาดหลักทรัพย์อาเซียน สำหรับตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ (EX) และตัวแปรอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (DINT) เป็นปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ระยะยาวในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินในกลุ่มประเทศสมาชิกกลุ่มตลาดหลักทรัพย์อาเซียนทั้ง 5 ประเทศ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

การศึกษาครั้งนี้ ความสัมพันธ์ระยะยาวระหว่างตัวแปรมหภาคทางเศรษฐศาสตร์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน โดยค่าการปรับตัวเข้าหาดุลยภาพในระยะสั้นอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน มีค่า EC_{t-1} เท่ากับ -0.424 มีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาความสัมพันธ์ในระยะยาวระหว่างปัจจัยต่าง ๆ กับอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินของแต่ละประเทศในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน ซึ่งได้แก่ ประเทศอินโดนีเซีย ประเทศมาเลเซีย ประเทศฟิลิปปินส์ ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทย พบว่าปัจจัยตัวแปรผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริง (RGDP) ตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ (EX) และตัวแปรอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (DINT) มีความสัมพันธ์ในระยะยาวกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน สำหรับประเทศฟิลิปปินส์ ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ยังพบว่าประเทศอินโดนีเซีย และประเทศมาเลเซีย ไม่มีความสัมพันธ์ในระยะยาวกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน 2) การศึกษาความเร็วในการปรับตัวเข้าสู่ภาวะปกติเมื่อปัจจัยต่าง ๆ ของอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินของแต่ละประเทศในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน มีการเปลี่ยนแปลง พบว่า ประเทศไทย มีการปรับตัวเร็วที่สุด รองลงมาเป็น ประเทศฟิลิปปินส์ และประเทศสิงคโปร์ ตามลำดับ

6.2 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

6.2.1 ภาพรวมลักษณะโครงสร้างและผลการดำเนินงานของระบบการเงินในประเทศสมาชิกอาเซียน

จากรายงาน การเตรียมความพร้อมด้านการเงิน การคลัง และการค้าการลงทุนเพื่อเข้าสู่ประชาคมอาเซียน (2556) ของ ประเมธี วิมลศิริ โดย สศช. ภาคการเงินเป็นภาคที่มีความอ่อนไหวระดับการพัฒนาและความแข็งแกร่งในภาคการเงินของแต่ละประเทศที่จะรองรับความผันผวนต่อวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจมีความแตกต่างกัน จำเป็นจะต้องเร่งสร้างความเข้มแข็งให้กับภาคการเงินของประเทศสมาชิกเพื่อให้สามารถรักษาเสถียรภาพของภาคการเงินและสามารถดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้เป็นภูมิคุ้มกันจากความเสียหายและความท้าทายในภาคการเงิน ที่จะเกิดขึ้นจากการรวมตัวทางการเงินตามเงื่อนไขกรอบความร่วมมือประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนและการเปิดเสรีทางการเงินที่เป็นไปตามทิศทางการพัฒนาในอนาคต ดังนี้

1. ปรับปรุงเป้าหมายนโยบายการเงินในปัจจุบันให้สอดคล้องกับบริบทการเปลี่ยนแปลงในอนาคต

2. ปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐานในเชิงสถาบัน ทั้งกฎหมายคุ้มครองนักลงทุน และ ผู้บริโภค ระบบคุ้มครองเงินฝาก มาตรการแก้ไขสถาบันการเงินที่มีปัญหา
3. ควรเร่งสร้างความสมดุลให้กับตลาดการเงินโดยเพิ่มบทบาทตลาดทุนและลดการพึ่งพาธนาคารพาณิชย์
4. ปรับปรุงระบบการกำกับดูแลให้มีความรัดกุม ครอบคลุมความเสี่ยงทุกด้าน และมีความยืดหยุ่น คล่องตัว

6.2.2 ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์อาเซียนในครั้งนี้ ศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจทั้งหมด 3 ปัจจัย ซึ่งมีข้อจำกัดในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยต่างๆกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์อาเซียน ทำให้ผลการศึกษาที่ได้ยังไม่ชัดเจน เนื่องจากมีความแตกต่างของเครื่องมือที่ใช้ในการดำเนินนโยบายการเงิน ประเทศอินโดนีเซีย และประเทศไทย ใช้อัตราเงินเฟ้อเป็นเป้าหมายของการดำเนินนโยบายการเงิน ประเทศสิงคโปร์ และมาเลเซีย ใช้อัตราแลกเปลี่ยนเป็นเป้าหมายของการดำเนินนโยบายการเงิน ความแตกต่างของการดำเนินนโยบายการเงิน เป้าหมาย และสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเงินทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศสมาชิกมีความแตกต่างกัน (การเตรียมความพร้อมด้านการเงิน การคลัง และการค้าการลงทุนเพื่อเข้าสู่ประชาคมอาเซียน, 2556)

6.3 ข้อจำกัดของงานวิจัย

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์อาเซียนในครั้งนี้ ศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจทั้งหมด 3 ปัจจัยเท่านั้น ยังมีอีกหลายปัจจัยอื่นๆที่เกี่ยวข้อง เช่น ปริมาณเงิน อัตราเงินเฟ้อ นโยบายของรัฐบาลในแต่ละประเทศ เป็นต้น ทั้งนี้ข้อมูลที่น่ามาศึกษาเป็นข้อมูลเชิงปริมาณ จึงทำให้มองเห็นภาพที่ไม่ชัดเจน ดังนั้นผลการศึกษาที่ได้มาอาจจะยังมีข้อจำกัดในการอธิบายผลของการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์อาเซียน ดังนั้นจึงอาจจะต้องใช้ข้อมูลเชิงคุณภาพมาช่วยวิเคราะห์ด้วย เช่น สถานการณ์บ้านเมือง ความผันผวนต่อวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจ และความเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจโดยรวม เพื่อให้แบบจำลองมีความสมบูรณ์และเพื่อประสิทธิภาพในการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในกลุ่มการเงินในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์อาเซียนเพื่อนำไปสู่การวางแผนนโยบายภาคการเงินต่อไป