

แรงผลักดันที่เป็นผลกระทบระยะยาวและระยะสั้นของตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคต่อผลตอบแทนดัชนี
ตลาดหลักทรัพย์ในระบบเศรษฐกิจที่พัฒนาแล้วและที่เกิดขึ้นใหม่



นายเกษมชัย ธนโชติศิริวิบูลย์

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2548

ISBN 974-14-2397-7

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

PERMANENT AND TRANSITORY DRIVING FORCES OF MACROECONOMIC VARIABLES
ON MARKET RETURNS IN DEVELOPED AND EMERGING ECONOMIES

Mr. Kasemchai Thanachotsiriviboon

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Science Program in Finance
Department of Banking and Finance
Faculty of Commerce and Accountancy
Chulalongkorn University
Academic Year 2005
ISBN 974-14-2397 -7

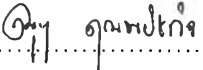
หัวข้อวิทยานิพนธ์ แรงผลักดันที่เป็นผลกระทบระยะยาวและระยะสั้นของตัวแปรเศรษฐกิจ
มหภาคต่อผลตอบแทนดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในระบบเศรษฐกิจที่พัฒนา
แล้วและที่เกิดขึ้นใหม่

โดย นายเกษมชัย ธนโชติศิริวิบูลย์

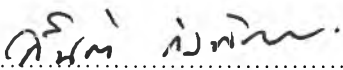
สาขาวิชา การเงิน

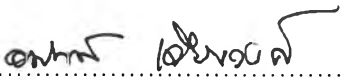
อาจารย์ที่ปรึกษา อาจารย์ ดร. อนันต์ เจียรวงศ์

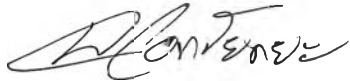
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิตวิทยาลัย
เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต

 คุณพงษ์ไกรคณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ดนุชา คุณพนิชกิจ)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร.สันติ ธีรพัฒน์)

อาจารย์ที่ปรึกษา
(อาจารย์ ดร.อนันต์ เจียรวงศ์)

กรรมการ
(อาจารย์ ดร.มนพล เอกโยคยะ)

นายเกษมชัย ธนโชติศิริวิบูลย์: แรงผลักดันที่เป็นผลกระทบระยะยาวและระยะสั้นของตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคต่อผลตอบแทนดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในระบบเศรษฐกิจที่พัฒนาแล้วและที่เกิดขึ้นใหม่

(PERMANENT AND TRANSITORY DRIVING FORCES OF MACROECONOMIC VARIABLES ON MARKET RETURNS IN DEVELOPED AND EMERGING ECONOMIES)

อ. ที่ปรึกษา: ดร.อนันต์ เจียรวงศ์, 89 หน้า. ISBN 974-14-2397-7.

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ นำวิธีการศึกษาแบบ Multivariate Cointegration มาทดสอบหาความสัมพันธ์ร่วมระยะยาวระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคกับผลตอบแทนดัชนีตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงการทดสอบแรงผลักดันที่เกิดขึ้นจากตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคว่า ปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลกระทบในระยะยาวหรือระยะสั้นต่อผลตอบแทนดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ในระบบเศรษฐกิจที่พัฒนาแล้ว (Developed economy) ได้แก่ ประเทศสิงคโปร์ อังกฤษและสหรัฐอเมริกา และระบบเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นใหม่ (Emerging economy) ได้แก่ ประเทศไทยและมาเลเซีย

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ร่วมระยะยาว พบว่า ผลตอบแทนดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มาเลเซีย และสิงคโปร์ มีความสัมพันธ์ร่วมระยะยาวกับตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคจำนวน 4 ความสัมพันธ์ ส่วนผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอังกฤษและสหรัฐอเมริกามีความสัมพันธ์ร่วมระยะยาวจำนวน 3 ความสัมพันธ์ ตลาดหลักทรัพย์ที่พัฒนาแล้วทั้งประเทศอังกฤษและสหรัฐอเมริกามีรูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในรูปแบบเดียวกัน ส่วนตลาดหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นใหม่จะมีรูปแบบความสัมพันธ์ที่คล้ายคลึงกัน ยกเว้น อัตราดอกเบี้ยระยะยาวที่แตกต่างกัน และเมื่อเปรียบเทียบรูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ที่พัฒนาแล้วกับตลาดหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นใหม่พบว่า อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์ในรูปแบบเดียวกัน สำหรับผลการทดสอบแรงผลักดันที่เกิดขึ้นจากตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคนั้นพบว่า อัตราเงินเฟ้อส่งผลลบในระยะสั้นต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ทุกประเทศ ยกเว้นประเทศมาเลเซียและสิงคโปร์ อัตราเงินเฟ้อยังส่งผลลบในระยะยาวต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซียและสหรัฐอเมริกา ส่วนอัตราแลกเปลี่ยนนั้นส่งผลบวกในระยะยาวต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย สำหรับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นส่งผลลบในระยะยาวต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย ส่วนอัตราดอกเบี้ยระยะยาวส่งผลลบเพียงชั่วคราวต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย แต่ส่งผลลบในระยะยาวต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา นอกจากนี้ยังพบว่า อัตราดอกเบี้ยระยะยาวส่งผลลบทั้งในระยะสั้นและระยะยาวต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสิงคโปร์ ส่วนดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมส่งผลบวกทั้งในระยะยาวและระยะสั้นต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่พัฒนาแล้วทั้งประเทศอังกฤษและสหรัฐอเมริกา แต่กลับส่งผลบวกในระยะสั้นต่อตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยและสิงคโปร์ สำหรับราคาน้ำมันดิบเป็นตัวแปรสำคัญที่ส่งผลกระทบระยะยาวต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ทุกประเทศที่ศึกษา อีกทั้งยังส่งผลลบเพียงชั่วคราวต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยและสหรัฐอเมริกา

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน
สาขาวิชา การเงิน
ปีการศึกษา 2548

ลายมือชื่อนิติ... Kasumchai Thevb.
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา... อนันต์ เจียรวงศ์

468 21747 26 : MAJOR FINANCE

KEYWORD: COINTEGRATION / MACROECONOMIC VARIABLES / PERMANENT / TRANSITORY / MARKET RETURNS

MR. KASEMCHAI THANACHOTSIRIVIBOON: PERMANENT AND TRANSITORY DRIVING FORCES OF MACROECONOMIC VARIABLES ON MARKET RETURNS IN DEVELOPED AND EMERGING ECONOMIES. THESIS ADVISOR: ANANT CHIARAWONGSE. Ph.D., 89 pp. ISBN 974-14-2397-7.

In this paper, the multivariate cointegration method is employed to examine the long-run relationship between macroeconomic variables and stock return. The paper further investigates the issues of whether permanent or transitory driving forces from macroeconomic variables impact on market returns in develop economies (Singapore, U.K. and U.S.) and emerging economies (Thailand and Malaysia).

The results from testing cointegration indicate the long-run relationship between stock return and macroeconomic variables in stock market of Thailand, Malaysia and Singapore has 4 cointegrations. In addition, we found 3 cointegrations in the U.K. and the U.S. stock market. The direction of relationship between macroeconomic variables and stock index are the same in developed market both the U.K. and the U.S. The relationship in emerging market has similar direction except for long-term interest rate. Moreover, when we compare the relationship between macroeconomic variables and stock index in the emerging market found that inflation, short-term interest rate and industrial production were the same direction as in the developed market. The evidences from testing permanent and transitory driving forces suggest that the inflations have negative transitory influences in all market except for Malaysia and Singapore. In addition, the inflations have persistently negative impact on the stock index of Malaysia and the U.S. The foreign exchange rate has permanently adverse effect in Malaysia. The short-term interest rate only contributes negative permanent influence in Thailand. The long-term interest rates not only have negative transitory impact on Thailand market but also have permanent impact on the U.S. market. Furthermore, the negative impact of the long-term interest rate in Singapore occurs in long-run and short-run. The positive relationship between manufacturing production index and stock market has permanent and transitory influence in the developed market both the U.K. and the U.S. However it impacts on stock index of Thailand and Singapore in transitory. Finally, crude oil price is a significant factor that exerts a long-lasting effect on the whole market and also has negative relationship with stock index in short-lived especially for Thailand and the U.S.

Department of Banking and Finance
Field of study: Finance
Academic year 2005

Student's signature..... *Kasemchai Thev.*
Advisor's signature..... *Anant Chiarawongse*

กิตติกรรมประกาศ

ความสำเร็จของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนใคร่ขอขอบพระคุณ อาจารย์ ดร.อนันต์ เจียรวงศ์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ท่านได้เสียสละเวลาในการให้คำแนะนำแนวทางและข้อคิดเห็นต่างๆ ของการศึกษา ตลอดจนได้กรุณาแก้ไขปรับปรุงวิทยานิพนธ์ให้ถูกต้องและสมบูรณ์ยิ่งขึ้น รองศาสตราจารย์ ดร.สันติ ธิรพัฒน์ ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และอาจารย์ ดร.มนพล เอกโยคยะ กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ได้กรุณาให้ข้อคิดเห็นและคำแนะนำที่เป็นประโยชน์ต่อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ รวมทั้งอาจารย์ โทมัส คอลเนลลี่ ที่ช่วยหาเอกสารงานวิจัยที่สำคัญให้

ผู้เขียนขอขอบพระคุณเพื่อนๆ พี่ในชั้นเรียนการเงินทุกคน นายจาตุรนต์ เหริญทิพยะสกุล นายสมเจตน์ เตชะอินทราวังศ์ นางสาวชลิตา พรหมจันทร์ รวมถึงนางสาวรัตนา อภิชาติพัฒนศิริ นายกิตติพัฒน์ เพียรธรรม และนางวัลลภา โปษยานนท์ ตลอดจนเจ้าหน้าที่ห้องปฏิบัติการทางการเงิน เจ้าหน้าที่หลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน เจ้าหน้าที่ห้องคอมพิวเตอร์ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี และสำนักวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ที่ได้ให้ความช่วยเหลืออันเป็นประโยชน์ต่อการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ท้ายสุดนี้ ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ และน้องสาว ที่ให้การสนับสนุน ความรัก ความห่วงใย กำลังใจ และกำลังทรัพย์แก่ผู้เขียนเสมอมา คุณประโยชน์ของวิทยานิพนธ์เล่มนี้ผู้เขียนขอมอบแต่คุณพ่อ คุณแม่ น้องสาว ผู้มีพระคุณ และอาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้แก่ผู้เขียน หากวิทยานิพนธ์เล่มนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ณ
บทที่ 1 บทนำ	
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
ขอบเขตของการวิจัย.....	3
ข้อตกลงเบื้องต้น.....	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	5
วิธีดำเนินการวิจัย.....	5
ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย.....	8
บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	
แนวคิดทฤษฎี.....	9
เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	11
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย	
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	19
การวิเคราะห์ข้อมูล.....	22
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล	
ผลการทดสอบหา Unit root.....	40
ผลการทดสอบหา Cointegration.....	43
ผลการทดสอบแรงผลักดันที่เป็นผลกระทบระยะยาวและระยะสั้น.....	55
ผลการทดสอบหา Granger Causality.....	62
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ	
สรุปผลการวิจัย.....	70
ข้อเสนอแนะ.....	75

สารบัญ

	หน้า
รายการอ้างอิง.....	76
บรรณานุกรม.....	80
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก ตารางแสดงค่า τ statistic.....	82
ภาคผนวก ข ตารางแสดงค่า λ_{\max} และ λ_{trace} statistic.....	83
ภาคผนวก ข ตารางแสดงค่า ϕ statistic.....	85
ภาคผนวก ค The Johansen Method of Reduced Rank Regression.....	86
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	89

ตาราง	หน้า
1. ข้อมูลทางสถิติของตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคและผลตอบแทนดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ.....	21
2. ผลการทดสอบ Unit root ของอัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยน จุดปิดดัชนีตลาดหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น อัตราดอกเบี้ยระยะยาว ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และราคาน้ำมันดิบ.....	41
3. ผลการเลือก Lag length ของกลุ่มตัวแปรที่ศึกษาในแต่ละประเทศ โดยพิจารณาค่า Akaike information criterion (AIC) ที่ต่ำที่สุด เมื่อทำการทดสอบ Vector Autoregressive Model (VAR).....	44
4. ผลการทดสอบความสัมพันธ์ร่วมระยะยาวระหว่างจุดปิดดัชนีตลาดหลักทรัพย์ อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น อัตราดอกเบี้ยระยะยาว ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และราคาน้ำมันดิบ พร้อม Error Correction Model ของประเทศไทย.....	45
5. ผลการทดสอบความสัมพันธ์ร่วมระยะยาวระหว่างจุดปิดดัชนีตลาดหลักทรัพย์ อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น อัตราดอกเบี้ยระยะยาว ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และราคาน้ำมันดิบ พร้อม Error Correction Model ของประเทศมาเลเซีย.....	46
6. ผลการทดสอบความสัมพันธ์ร่วมระยะยาวระหว่างจุดปิดดัชนีตลาดหลักทรัพย์ อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น อัตราดอกเบี้ยระยะยาว ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และราคาน้ำมันดิบ พร้อม Error Correction Model ของประเทศสิงคโปร์.....	47
7. ผลการทดสอบความสัมพันธ์ร่วมระยะยาวระหว่างจุดปิดดัชนีตลาดหลักทรัพย์ อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น อัตราดอกเบี้ยระยะยาว ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และราคาน้ำมันดิบ พร้อม Error Correction Model ของประเทศอังกฤษ.....	48
8. ผลการทดสอบความสัมพันธ์ร่วมระยะยาวระหว่างจุดปิดดัชนีตลาดหลักทรัพย์ อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น อัตราดอกเบี้ยระยะยาว ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และราคาน้ำมันดิบ พร้อม Error Correction Model ของประเทศสหรัฐอเมริกา.....	49

สารบัญญัตินาม

ญ

ดารา	หน้า
9. สรปรูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราเงินเพื่อ อัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น อัตราดอกเบี้ยระยะยาว ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย สิงคโปร์ อังกฤษ และสหรัฐอเมริกา.....	51
10. สรปรผลการทดสอบหาความสัมพันธ์ร่วมระยะยาวและรูปแบบความสัมพันธ์ ระหว่างดัชนีตลาดหลักทรัพย์กับตัวแปรเศรษฐกิจภาคเศรษฐกิจการเงินและ ภาคเศรษฐกิจจริงในแต่ละประเทศ.....	56
11. ผลการทดสอบแรงผลักดันที่เป็นผลกระทบระยะยาวของตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค ทั้งภาคเศรษฐกิจการเงิน และภาคเศรษฐกิจจริงที่ส่งผลกระทบต่อ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ.....	57
12. ผลการทดสอบแรงผลักดันที่เป็นผลกระทบระยะสั้นของตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค ทั้งภาคเศรษฐกิจการเงิน และภาคเศรษฐกิจจริงที่ส่งผลกระทบต่อ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ.....	58
13. ผลการทดสอบ Granger Causality ระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค ภาคเศรษฐกิจการเงินกับภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศไทย.....	63
14. ผลการทดสอบ Granger Causality ระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค ภาคเศรษฐกิจการเงินกับภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศมาเลเซีย.....	64
15. ผลการทดสอบ Granger Causality ระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค ภาคเศรษฐกิจการเงินกับภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศสิงคโปร์.....	65
16. ผลการทดสอบ Granger Causality ระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค ภาคเศรษฐกิจการเงินกับภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศไทย.....	66
17. ผลการทดสอบ Granger Causality ระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และระหว่างตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค ภาคเศรษฐกิจการเงินกับภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศสหรัฐอเมริกา.....	67