

พลวัตความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนกับตลาดหุ้นไทยจากแบบจำลอง ARDL: หลักฐานเชิงประจักษ์จากดัชนี SET50

วันที่รับบทความ: 6 มิถุนายน 2568

วันแก้ไขบทความ: 10 ตุลาคม 2568

ชวลิต กิจณาศิริ*

วันที่ตอบรับบทความ: 28 พฤศจิกายน 2568

งานวิจัยฉบับนี้มุ่งศึกษาผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนที่มีต่อระดับดัชนี SET50 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายเดือนครอบคลุมช่วงเวลา 10 ปี ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2556 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2565 การวิเคราะห์ใช้แบบจำลอง ARDL (Autoregressive Distributed Lag) ซึ่งเหมาะสมสำหรับข้อมูลเศรษฐกิจมหภาคที่มีลักษณะเปลี่ยนแปลงตามเวลา มีความผันผวนสูงและได้รับอิทธิพลจากปัจจัยภายนอก โดยสามารถประเมินความสัมพันธ์ของตัวแปรได้ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า อัตราแลกเปลี่ยนไม่มีความสัมพันธ์ในระยะยาวกับระดับดัชนี SET50 รวมทั้งตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยและดัชนีราคาผู้บริโภค ก็ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์เช่นกัน อย่างไรก็ตามในระยะสั้นพบว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลกระทบต่อค่าดัชนี SET50 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากผลการศึกษาผู้วิจัยจึงเสนอแนะว่าผู้กำหนดนโยบายควรให้ความสำคัญกับการบริหารจัดการความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนโดยเฉพาะในระยะสั้นเนื่องจากส่งผลโดยตรงต่อตลาดทุน การรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาทจะช่วยลดความไม่แน่นอนในตลาดการเงิน เสริมสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุน และสนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างมั่นคง นอกจากนี้การไม่พบความสัมพันธ์ในระยะยาวยังสะท้อนว่าตลาดหุ้นไทยโดยเฉพาะกลุ่มหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 มีแนวโน้มตอบสนองต่อข่าวสารหรือความคาดหวังของนักลงทุนในระยะสั้นมากกว่าปัจจัยพื้นฐานในระยะยาว ดังนั้นจึงควรพัฒนากลไกการเปิดเผยข้อมูลทางเศรษฐกิจและการสื่อสารนโยบายการเงินให้มีความชัดเจน โปร่งใส และทันต่อสถานการณ์ เพื่อลดความผันผวนระยะสั้นที่เกิดจากความไม่แน่นอนในตลาดบทย่อย

คำสำคัญ: ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน, ดัชนี SET50, แบบจำลอง ARDL, กลไกสมดุลพอร์ตการลงทุน, กลไกด้านการค้า

*Corresponding author e-mail: chavalit_kit@utcc.ac.th

อาจารย์ประจำสาขาวิชากรรมการเงิน คณะวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

The Dynamics of the Relationship Between Exchange Rates and the Thai Stock Market: Empirical Evidence from the SET50 Index Using the ARDL Model

Received: 6 June 2025

Revised: 10 October 2025

Accepted: 28 November 2025

Chavalit Kitkanasiri*

Abstract

This research examines the impact of exchange rates on the SET50 index level of the Stock Exchange of Thailand, using monthly data covering a 10-year period from January 2013 to December 2022. The analysis employs the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model, which is well-suited for macroeconomic time-series data characterized by volatility and external influences, and allows for the assessment of both short-run dynamics and long-run relationships within a unified framework. The empirical findings indicate that exchange rates do not exhibit a long-run relationship with the SET50 index level. Likewise, the control variables—interest rates and the consumer price index (CPI)—show no significant long-run effects. However, in the short run, changes in the exchange rate significantly affect fluctuations in the SET50 index, suggesting that the stock market responds sensitively to short-term movements in currency values. Based on these results, it is recommended that policymakers prioritize the management of short-term exchange-rate volatility, as it has a direct impact on the capital market. Maintaining the stability of the Thai baht can help reduce financial-market uncertainty, strengthen investor confidence, and support stable economic growth. Moreover, the absence of a long-run relationship implies that the Thai stock market—particularly the firms that constitute the SET50—is more responsive to short-term news and investor expectations rather than long-term fundamental factors. Therefore, enhancing the clarity, transparency, and timeliness of economic data dissemination and monetary-policy communication would help mitigate short-term volatility arising from uncertainty in the financial market.

Keywords: exchange-rate volatility, SET50 index, ARDL model, portfolio-balance channel, trade-oriented channel

*Corresponding author e-mail: chavalit_kit@utcc.ac.th

Lecturer, Department of Financial Engineering, School of Science and Technology, University of the Thai Chamber of Commerce.

บทนำ

การเปลี่ยนแปลงจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ (Fixed Exchange Rate) ไปสู่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว (Floating Exchange Rate) ในช่วงต้นทศวรรษที่ 1970 ได้ส่งผลให้เกิดความผันผวนของค่าเงินระหว่างประเทศอย่างมีนัยสำคัญ ภายหลังการล่มสลายของระบบเบรตตันวูดส์ (Bretton Woods System) ซึ่งเคยเป็นมาตรฐานในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัว การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวได้นำไปสู่ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ การขยายตัวอย่างรวดเร็วของการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศในช่วงเวลาเดียวกันนี้ยังส่งผลให้ธุรกิจและนักลงทุนทั่วโลกต้องเผชิญหน้ากับความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนนับแต่นั้น

ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนมีผลกระทบโดยตรงต่อความเสี่ยงทางการเงินโดยรวม เนื่องจากความไม่แน่นอนในตลาดเงินตราและตลาดทุนอาจบั่นทอนความเชื่อมั่นของนักลงทุนและยกระดับความเสี่ยงเชิงระบบ (systematic risk) งานวิจัยเชิงประจักษ์จำนวนมากยืนยันถึงความสัมพันธ์อันมีนัยสำคัญระหว่างความผันผวนของค่าเงินและความผันผวนของตลาดหุ้น รวมถึงการหลีกเลี่ยงการลงทุนในตลาดที่มีอัตราแลกเปลี่ยนผันผวนสูง Blau (2018, pp.299–311) พบว่า เมื่อความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 ความผันผวนของราคาหุ้น ADR (American Depositary Receipt—ใบแสดงสิทธิหลักทรัพย์ต่างประเทศที่ซื้อขายในตลาดหุ้นสหรัฐฯ) ในตลาดสหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นประมาณร้อยละ 2 สะท้อนถึงความอ่อนไหวของราคาหุ้นต่อความไม่เสถียรของค่าเงินอย่างชัดเจน ขณะที่ Fidora et al. (2007, pp.631–655) ชี้ให้เห็นว่า ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนสามารถอธิบายอคติในการถือครองสินทรัพย์ภายในประเทศ (home bias) ได้ถึงร้อยละ 20 แสดงให้เห็นว่าความผันผวนของค่าเงินเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดแนวทางการกระจายพอร์ตการลงทุนระหว่างประเทศอย่างมีนัยสำคัญ

ในทางทฤษฎี ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนส่งผ่านไปยังราคาหุ้นได้ผ่านกลไกสำคัญสองประการ กลไกแรกคือ กลไกด้านการค้า (flow-oriented channel) ตามข้อเสนอของ Dornbusch & Fischer (1980, pp.960–971) เมื่อค่าเงินอ่อนตัวลง สินค้าส่งออกจะมีราคาถูกลงในสายตาผู้ซื้อจากต่างประเทศ ส่งผลให้ปริมาณการส่งออกเพิ่มขึ้นและรายได้ของบริษัทผู้ส่งออกขยายตัวตามไปด้วย การเติบโตของภาคการส่งออกจึงช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจโดยรวม ส่งผลให้ตลาดหุ้นปรับตัวสูงขึ้น ในทางกลับกัน หากค่าเงินแข็งค่าขึ้น ปริมาณการส่งออกจะหดตัว รายได้ของบริษัทที่พึ่งพาการส่งออกลดลง และเป็นแรงกดดันให้ราคาหุ้นในภาคนั้นปรับตัวลดลง กลไกที่สองคือ กลไกด้านการสมดุลพอร์ตการลงทุน (portfolio balance channel) ตามข้อเสนอของ Frankel (1983, pp.84–114) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าราคาหุ้นที่ปรับตัวสูงขึ้นสะท้อนถึงโอกาสในการทำกำไรที่เพิ่มขึ้นสำหรับนักลงทุนต่างชาติ จึงเกิดแรงดึงดูดให้เงินทุนไหลเข้ามาสู่ตลาดทุนภายในประเทศมากขึ้น ความต้องการสกุลเงินท้องถิ่นที่เพิ่มขึ้นนี้จะผลักดันให้ค่าเงินแข็งค่าตามไปด้วย ในทางตรงกันข้าม เมื่อราคาหุ้นปรับตัวลดลง นักลงทุนต่างชาติอาจถอนเงินลงทุนออก ส่งผลให้อุปสงค์ต่อสกุลเงินท้องถิ่นลดลงและก่อให้เกิดแรงกดดันให้ค่าเงินอ่อนค่าลง

แบบจำลอง ARDL (autoregressive distributed lag) เป็นกรอบการวิเคราะห์ที่เหมาะสมสำหรับการตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงพลวัตระหว่างความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและราคาหุ้น โดยเฉพาะภายใต้กลไกการส่งผ่านทั้งสองแบบ จุดเด่นสำคัญของแบบจำลอง ARDL คือความสามารถในการวิเคราะห์ทั้งผลกระทบในระยะสั้น (short-run effects) และความสัมพันธ์ในระยะยาว (long-run relationship) ภายใน

กรอบเดียวกัน โดยหากข้อเสนอของ Dornbusch & Fischer (1980, pp.960-971) ซึ่งเน้นบทบาทของกลไกด้านการค้าเป็นจริง ผลของความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนจะสะท้อนผ่านผลกระทบในระยะยาว กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลต่อความสามารถในการแข่งขันด้านราคาของสินค้า กระบด้อยอดส่งออก รายได้ของภาคธุรกิจ และเศรษฐกิจโดยรวมในลักษณะค่อยเป็นค่อยไป ในทางกลับกัน หากข้อเสนอของ Frankel (1983, pp.84-114) ซึ่งอธิบายผ่านกลไกด้านสมดุลพอร์ตการลงทุนมีบทบาทสำคัญ ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนจะส่งผ่านผ่านการเคลื่อนย้ายเงินทุนในระยะสั้นที่ตอบสนองอย่างรวดเร็วต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาดัชนี โดยเฉพาะในบริบทที่นักลงทุนต่างชาติปรับพอร์ตการลงทุนตามภาวะตลาด ผลกระทบจึงมักปรากฏชัดในส่วนของการสัมพันธ์ระยะสั้นของแบบจำลอง ARDL

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อดัชนี SET50 ในบริบทของตลาดหุ้นไทย โดยวิเคราะห์ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว การศึกษานี้มีความสำคัญต่อการเติมเต็มช่องว่างขององค์ความรู้ในวรรณกรรม โดยเฉพาะในประเทศไทยซึ่งยังถือเป็นตลาดเกิดใหม่ และงานวิจัยเชิงลึกเกี่ยวกับกลไกการส่งผ่านของอัตราแลกเปลี่ยนต่อตลาดหุ้นมีจำนวนไม่มาก เมื่อเทียบกับตลาดพัฒนาแล้ว ตัวอย่างเช่น Ooi et al. (2009, pp.86-98) วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนกับตลาดหุ้นในไทยและมาเลเซีย โดยใช้ข้อมูลรายวันช่วงปี ค.ศ. 1993-2003 ครอบคลุมทั้งก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย พบว่าการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินบาทมีความสัมพันธ์เชิงพลวัตกับราคาดัชนีในไทยอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ Jiranyakul (2012, pp.305-319) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีหุ้นไทยกับอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงที่ใช้ระบบลอยตัว โดยใช้แบบจำลอง ARDL และการทดสอบ bounds testing พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ในระยะยาว (no cointegration) ระหว่างตัวแปรทั้งสอง

แม้จะมีงานวิจัยในไทยเกี่ยวกับผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อตลาดหุ้นอยู่บ้าง แต่ความแตกต่างของการศึกษานี้คือการใช้ข้อมูลล่าสุดและครอบคลุมช่วงยาว ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2556 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2565 ครอบคลุมเหตุการณ์เศรษฐกิจโลกสำคัญ เช่น วิกฤต COVID-19 และความผันผวนทางเศรษฐกิจโลกหลังปี 2020 การใช้ดัชนี SET50 แทนดัชนี SET ทั้งหมดก็มีเหตุผลเชิงเทคนิค เนื่องจาก SET50 ประกอบด้วยหุ้นมูลค่าตลาดและปริมาณการซื้อขายสูงสุด 50 อันดับแรก ทำให้มีสภาพคล่องสูง ลดปัญหา bid-ask spread และมี market depth มากกว่า อีกทั้งบริษัทใน SET50 ส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดใหญ่ที่มีพื้นฐานมั่นคง จึงช่วยลด “noise” ในการวิเคราะห์และเพิ่มความแม่นยำในการประเมินผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อตลาดหุ้นไทย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยน (บาท/ดอลลาร์สหรัฐ) กับระดับดัชนี SET50 ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว โดยใช้แบบจำลอง ARDL กับชุดข้อมูลรายเดือนที่มีความทันสมัย ครอบคลุมช่วงเวลา 10 ปี ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2556 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2565
2. เพื่อวิเคราะห์กลไกการส่งผ่านของอัตราแลกเปลี่ยนต่อตลาดหุ้นไทยผ่านสองแนวคิดหลัก คือ Flow-Oriented Channel และ Portfolio Balance Channel โดยตรวจสอบว่าในบริบทของตลาดหุ้นไทยที่มีการเปิดเสรีมากขึ้นและรับอิทธิพลจากเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศอย่างรวดเร็ว กลไกใดมีบทบาทมากกว่าในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

3. เพื่อเสนอแนวทางเชิงนโยบายในการบริหารความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในระยะสั้น และเสริมสร้างเสถียรภาพของตลาดทุนในระยะยาว บนพื้นฐานของหลักฐานเชิงประจักษ์จากข้อมูลเศรษฐกิจมหภาคที่มีความทันสมัย สะท้อนเหตุการณ์สำคัญ เช่น วิกฤตการณ์ COVID-19 และภาวะเศรษฐกิจโลกหลังปี 2020 ซึ่งมีผลต่อพฤติกรรมของนักลงทุนและตลาดการเงิน

ขอบเขตการวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยน (เงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ) ต่อระดับดัชนี SET50 โดยมีอัตราดอกเบี้ยนโยบายและดัชนีราคาผู้บริโภคเป็นตัวแปรควบคุม เน้นการวิเคราะห์ทั้งในระยะสั้นและระยะยาวผ่านแบบจำลอง Autoregressive Distributed Lag (ARDL) ภายใต้กลไกการส่งผ่านสองแนวคิดหลัก คือ กลไกด้านการค้า (Flow-Oriented Channel) และกลไกด้านดุลยภาพพอร์ตการลงทุน (Portfolio Balance Channel)

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลรายเดือนซึ่งครอบคลุมช่วงเวลา 10 ปี ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2556 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2566 ข้อมูลทั้งหมดเป็นข้อมูลทุติยภูมิที่รวบรวมจากธนาคารแห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ในเชิงระเบียบวิธีวิจัย ใช้แบบจำลอง ARDL และการทดสอบ Bounds Test เพื่อตรวจสอบการมีอยู่ของความสัมพันธ์ร่วมในระยะยาว (Cointegration) และการวิเคราะห์พลวัตระยะสั้นของตัวแปร

ช่วงเวลาที่ศึกษาครอบคลุมเหตุการณ์สำคัญทางเศรษฐกิจ เช่น วิกฤตการณ์ COVID-19 และความผันผวนของเศรษฐกิจโลกในช่วงปี พ.ศ. 2563–2565 ซึ่งช่วยให้ผลการศึกษามีความทันสมัยและเป็นประโยชน์ต่อการกำหนดนโยบายและการตัดสินใจลงทุนได้อย่างแม่นยำมากขึ้น

กรอบแนวคิดการวิจัย

การศึกษานี้มุ่งวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคกับผลตอบแทนของตลาดทุนไทย โดยใช้ระดับดัชนี SET50 เป็นตัวแทนตลาดทุน ตัวแปรหลักคืออัตราแลกเปลี่ยน (เงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ) และมีอัตราดอกเบี้ยนโยบายและดัชนีราคาผู้บริโภคเป็นตัวแปรควบคุม

การวิเคราะห์ดำเนินการภายใต้กรอบแนวคิดเชิงทฤษฎีที่สำคัญ 2 กลไก ได้แก่

1. กลไกด้านการค้า (Flow-Oriented Channel) ตามข้อเสนอของ Dornbusch & Fischer (1980, pp.960-971) อัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงจะมีผลโดยตรงต่อรายได้ของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการค้าระหว่างประเทศ โดยเฉพาะบริษัทที่พึ่งพาการส่งออก เมื่อค่าเงินบาทอ่อนค่าลงจะเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของสินค้าไทยในตลาดโลก ส่งผลให้บริษัทในกลุ่มส่งออกมีรายได้เพิ่มขึ้น และกระตุ้นเศรษฐกิจโดยรวม ซึ่งจะสะท้อนในราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้นตามมาในระยะยาว ในทางกลับกัน หากเงินบาทแข็งค่าขึ้นจะส่งผลลบต่อกลุ่มบริษัทส่งออก และเป็นแรงกดดันต่อราคาหุ้นในระยะยาว

2. กลไกด้านการสมดุลพอร์ตการลงทุน (Portfolio Balance Channel) ตามข้อเสนอของ Frankel (1983, pp.84-114)

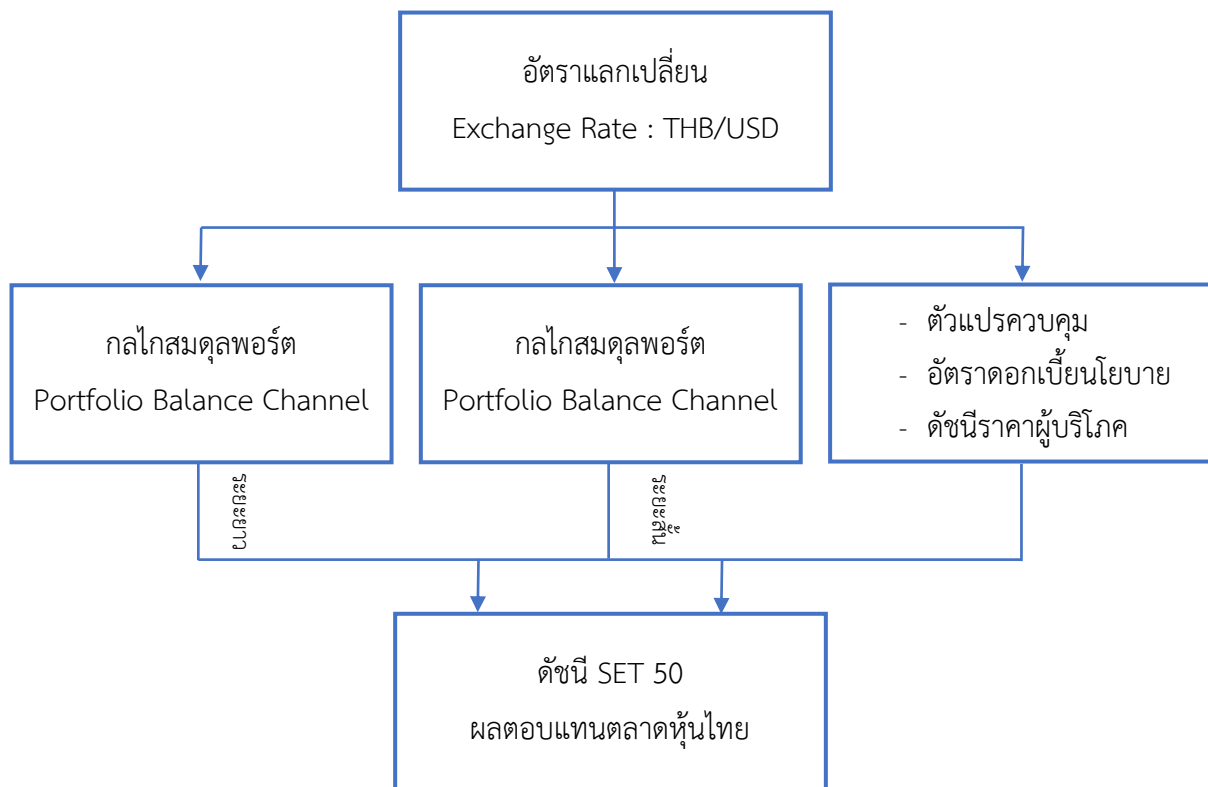
นักลงทุนต่างชาติจะปรับสัดส่วนการถือครองสินทรัพย์สกุลเงินบาทและสินทรัพย์ต่างประเทศอย่างต่อเนื่องตามการประเมินผลตอบแทนที่คาดหวังและระดับความเสี่ยง เมื่อความเชื่อมั่นต่อตลาดการเงินไทยปรับตัวดีขึ้น นักลงทุนจะเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในสินทรัพย์ไทย ส่งผลให้เงินทุนไหลเข้ามากขึ้น ความต้องการเงินบาทจึงสูงขึ้นและทำให้ค่าเงินบาทแข็งค่าลงในระยะสั้นพร้อมกับสภาพคล่องในตลาดทุนที่เพิ่มขึ้น ผลลัพธ์คือราคาดัชนี SET50 มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นจากแรงซื้อของนักลงทุนต่างชาติและบรรยากาศเชิงบวกในตลาดในทางตรงกันข้าม หากระดับความเสี่ยงรับรู้สูงขึ้นหรือผลตอบแทนที่คาดหวังลดลง นักลงทุนต่างชาติจะลดการถือครองสินทรัพย์ไทย ส่งผลให้เงินทุนไหลออก ความต้องการเงินบาทลดลงและนำไปสู่การอ่อนค่าของค่าเงินบาท รวมทั้งทำให้สภาพคล่องในตลาดทุนหดตัว ส่งผลให้ราคาดัชนี SET50 ปรับตัวลดลงควบคู่กันไป กลไกนี้สะท้อนให้เห็นว่าการปรับพอร์ตของผู้ลงทุนระหว่างประเทศสามารถก่อให้เกิดการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนและราคาดัชนี SET50 ในทิศทางเดียวกันในระยะสั้น

ในการศึกษานี้แบบจำลอง Autoregressive Distributed Lag (ARDL) ถูกนำมาใช้เพื่อวิเคราะห์ทั้งความสัมพันธ์ระยะสั้น (short-run dynamics) และความสัมพันธ์ระยะยาว (long-run relationship) ระหว่างตัวแปร โดยคาดว่าหากกลไกด้านการค้า (Flow-Oriented Channel) มีความสำคัญ จะพบความสัมพันธ์ระยะยาวระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนกับระดับดัชนี SET50 อย่างมีนัยสำคัญ ในทางกลับกันหากกลไกด้านสมดุลพอร์ตการลงทุน (Portfolio Balance Channel) เป็นกลไกที่มีบทบาทสำคัญ ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนจะปรากฏชัดเจนเฉพาะในระยะสั้น และไม่พบความสัมพันธ์ระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ ยังมีการใช้ตัวแปรควบคุมคืออัตราดอกเบี้ยนโยบายและดัชนีราคาผู้บริโภค เนื่องจากทั้งสองปัจจัยเป็นตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่มีอิทธิพลต่อภาวะตลาดทุน อัตราดอกเบี้ยมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนและการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ขณะที่ดัชนีราคาผู้บริโภคสะท้อนเสถียรภาพราคาและอำนาจซื้อ ซึ่งส่งผลต่อความคาดหวังของนักลงทุน การควบคุมตัวแปรทั้งสองในแบบจำลองจึงช่วยแยกแยะผลกระทบที่แท้จริงของอัตราแลกเปลี่ยนต่อดัชนี SET50 และป้องกันปัญหาการละเลยตัวแปรสำคัญ (omitted variable bias)

ตารางที่ 1 แนวทางการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นและตัวแปรตามในแบบจำลอง

องค์ประกอบ	รายละเอียด
ตัวแปรต้นหลัก	อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate: บาท/ดอลลาร์สหรัฐ)
ตัวแปรควบคุม	- อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Interest Rate) - ดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index - CPI)
ตัวแปรตาม	ดัชนี SET50 (SET50 Index)
กลไกการส่งผ่านผลกระทบ	1. กลไกด้านการค้า (Flow-Oriented Channel): ความสัมพันธ์ในระยะยาว 2. กลไกด้านสมดุลพอร์ตการลงทุน (Portfolio Balance Channel): ความสัมพันธ์ในระยะสั้น
แบบจำลองที่ใช้ในการวิเคราะห์	แบบจำลอง ARDL (Autoregressive Distributed Lag) และ Bounds Test



ภาพที่ 1 แสดงแผนภาพกรอบแนวคิดของการศึกษา ซึ่งอธิบายความเชื่อมโยงระหว่างตัวแปรต้น คือ อัตราแลกเปลี่ยน ตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบายและดัชนีราคาผู้บริโภค และตัวแปรตามคือระดับดัชนี SET50 รวมทั้งสะท้อนบทบาทของกลไกการส่งผ่านทั้งสองช่องทาง ได้แก่ กลไกด้านการค้า (Flow-Oriented Channel) และกลไกด้านสมดุลพอร์ตการลงทุน (Portfolio Balance Channel)

ทบทวนวรรณกรรม

Dornbusch & Fischer (1980, pp.960-971) เสนอว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนมีผลโดยตรงต่อภาคการค้าระหว่างประเทศ ซึ่งส่งผลกระทบต่อรายได้และกำไรของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจค้าระหว่างประเทศ เมื่อค่าเงินสกุลท้องถิ่นอ่อนค่าลง สินค้าส่งออกจะมีราคาถูกลงและเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน ส่งผลให้รายได้และกระแสเงินสดของบริษัทภายในประเทศโดยรวมดีขึ้นตามไปด้วย ดัชนีหลักทรัพ์ในประเทศจึงมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ผลกระทบดังกล่าวไม่เกิดขึ้นทันที เนื่องจากกระบวนการขยายยอดขาย การปรับเปลี่ยนสายการผลิต และการเจรจาสัญญาใหม่ ล้วนต้องใช้เวลา ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนกับดัชนีหลักทรัพ์ในกรอบความคิดนี้จึงถือเป็นความสัมพันธ์ในระยะยาว กล่าวโดยสรุปข้อเสนอแนะว่า การอ่อนค่าของค่าเงินภายในประเทศมีผลทำให้ดัชนีหลักทรัพ์เพิ่มขึ้น ซึ่งหากสมมติฐานนี้เป็นจริง ควรสังเกตเห็นความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างดัชนีหลักทรัพ์กับอัตราแลกเปลี่ยนที่ใช้เงินสกุลท้องถิ่นเป็นสกุลเงินราคา (price currency) และเงินสกุลต่างประเทศเป็นสกุลเงินฐาน (base currency) โดยแนวคิดนี้ถูกเรียกว่า Flow-Oriented Theory

ในขณะที่ Frankel (1983, pp.84-114) นำเสนอแนวคิดที่แตกต่างออกไป โดยมองว่าการเปลี่ยนแปลงในตลาดหุ้นส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนผ่านกลไกการปรับพอร์ตโฟลิโอการลงทุนระหว่างประเทศ (Portfolio Balance Channel) เมื่อดัชนีหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นและให้ผลตอบแทนที่ดี จะดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศให้ไหลเข้าสู่ประเทศนั้นมากขึ้น ส่งผลให้ความต้องการเงินสกุลท้องถิ่นเพิ่มขึ้น และทำให้ค่าเงินแข็งค่าขึ้นในที่สุด กล่าวคือ ดัชนีหุ้นที่มีการปรับตัวดีขึ้นมีส่วนกระตุ้นให้ค่าเงินของประเทศนั้นแข็งค่าขึ้น โมเดลนี้จึงทำนายความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีหลักทรัพย์โดยรวมกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในทิศทางตรงกันข้ามกับ Dornbusch & Fischer (1980, pp.960-971) กล่าวคือ ค่าเงินในประเทศจะแข็งค่าขึ้นเมื่อดัชนีหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ผลกระทบนี้ควรเกิดขึ้นในระยะสั้น เนื่องจากเป็นผลจากการเคลื่อนย้ายทุนในตลาดการเงิน ความสัมพันธ์นี้จึงถูกมองว่าเป็นความสัมพันธ์ระยะสั้น กล่าวโดยสรุป ข้อเสนอแนะระบุว่า ค่าเงินแข็งค่าขึ้นเมื่อดัชนีหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น หากสมมติฐานนี้เป็นจริง ควรพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างดัชนีหลักทรัพย์กับอัตราแลกเปลี่ยน โดยมีเงินสกุลท้องถิ่นเป็น price currency และเงินสกุลต่างประเทศเป็น base currency

หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนและตลาดหลักทรัพย์เป็นหัวข้อที่ได้รับความสนใจอย่างกว้างขวาง เนื่องจากทั้งสองตัวแปรมีบทบาทสำคัญต่อเสถียรภาพและประสิทธิภาพของระบบการเงินและเศรษฐกิจโดยรวม อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวมีความซับซ้อนและแปรเปลี่ยนไปตามบริบทเศรษฐกิจของแต่ละประเทศ รวมถึงช่วงเวลาการศึกษา จึงไม่สามารถสรุปเป็นแบบแผนเดียวได้ ความแตกต่างของผลลัพธ์สะท้อนถึงปัจจัยเชิงโครงสร้าง เช่น ระบบอัตราแลกเปลี่ยน ความเปิดเสรีของตลาดทุน และเหตุการณ์เศรษฐกิจหรือวิกฤติการณ์ทางการเงินที่ส่งผลต่อกลไกและทิศทางของความสัมพันธ์ดังกล่าว

สำหรับตลาดที่พัฒนาแล้ว Aggarwal (1981, pp.7-12) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างค่าเงินดอลลาร์และตลาดหุ้นสหรัฐ โดยการแข็งค่าของเงินดอลลาร์ส่งผลต่อราคาหุ้น ขณะที่ Solnik (1984, pp.69-73) ระบุว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนมีผลต่อมูลค่าของบริษัทข้ามชาติผ่านกระแสเงินสดและฐานะการเงิน ซึ่งอาจส่งผลทั้งเชิงบวกและลบ ขึ้นอยู่กับลักษณะของบริษัท Bodnar & Gentry (1993, pp.29-45) ศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวในสหรัฐ แคนาดา และญี่ปุ่น พบกลไกความเชื่อมโยงจากอัตราแลกเปลี่ยนไปยังตลาดหุ้นในระดับอุตสาหกรรม สนับสนุนแนวคิดของ Dornbusch & Fischer (1980) ที่เชื่อว่าอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลต่อผลกำไรภาคธุรกิจและสะท้อนมายังราคาหุ้น กลไกสำคัญที่เสนอ ได้แก่ ผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของผู้ส่งออก ต้นทุนวัตถุดิบนำเข้า และมูลค่าทรัพย์สินหรือหนี้สินในสกุลเงินต่างประเทศ Bahmani-Oskooee & Sohrabian (1992) พบว่าค่าเงินดอลลาร์และดัชนี S&P 500 มีความสัมพันธ์แบบสองทาง (bidirectional causality) เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Ajayi et al. (1998, pp.241-251) ที่พบความสัมพันธ์สองทางใน 7 ประเทศพัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐ อังกฤษ และญี่ปุ่น แต่ไม่พบในตลาดเกิดใหม่ในเอเชีย Ajayi & Mougoué (1996, pp.193-207) พบว่า ในตลาดสหรัฐและอังกฤษ ราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนอ่อนลงในระยะสั้น เนื่องจากนักลงทุนกังวลต่อภาวะเงินเฟ้อ อย่างไรก็ตาม ในระยะยาว ค่าเงินที่อ่อนจะกระตุ้นการส่งออกและเศรษฐกิจ ส่งผลให้เกิดความสัมพันธ์เชิงบวกเล็กน้อยระหว่างหุ้นและค่าเงิน

สำหรับตลาดเกิดใหม่ Abdalla & Murinde (1997, pp.25-35) ศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวในอินเดีย เกาหลีใต้ ปากีสถาน และฟิลิปปินส์ พบความเป็นเหตุเป็นผลทางเดียวจากอัตราแลกเปลี่ยนไปยังตลาดหุ้นในสามประเทศแรก ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิด Flow-Oriented Theory ส่วนฟิลิปปินส์ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว Wongbangpo & Sharma (2002, pp.27-51) พบว่าค่าเงินบาทมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับดัชนีหุ้นไทย สนับสนุนแนวคิดที่ว่าเงินอ่อนค่าจะส่งเสริมภาคส่งออกและกระตุ้นตลาดหุ้น Phylaktis & Ravazzolo (2005, pp.1031-1053) ศึกษาตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศแถบแปซิฟิก รวมถึงประเทศไทย พบความสัมพันธ์ระยะยาวเชิงบวกผ่านช่องทางเศรษฐกิจจริง เช่น การค้าเสรี ขณะที่ Pan et al. (2007, pp.503-520) วิเคราะห์ด้วยแบบจำลอง VAR พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างค่าเงินกับตลาดหุ้นในเอเชียตะวันออกอ่อนตัวลงหรือหายไปในช่วงวิกฤตปี 1997 เนื่องจากแรงกดดันจากปัจจัยภายนอกและมาตรการควบคุมตลาดที่ลดประสิทธิภาพของกลไกปกติ Jiranyakul (2012, pp.305-319) ใช้แบบจำลอง ARDL และ Bounds Testing วิเคราะห์ดัชนีราคาหุ้นและอัตราแลกเปลี่ยนในระบบลอยตัว พบว่าไม่ปรากฏความสัมพันธ์ในระยะยาวระหว่างทั้งสองตัวแปร

แบบจำลอง Autoregressive Distributed Lag (ARDL) และ Bounds Test ถูกใช้อย่างแพร่หลายในงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระยะยาวและระยะสั้นระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนและตลาดหุ้นในหลายบริบท Javangwe & Takawira (2022, Article 2075520) ศึกษาประเทศแอฟริกาใต้ด้วยข้อมูลรายไตรมาสตั้งแต่ปี 1980 ถึง 2020 โดยใช้ ARDL เพื่อตรวจสอบ cointegration และวิเคราะห์สัมประสิทธิ์ระยะยาว พบว่าการอ่อนค่าของอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลต่อตลาดหุ้นอย่างมีนัยสำคัญในระยะยาว Türsoy (2017, Article 8) วิเคราะห์ตลาดหุ้นตุรกีด้วยข้อมูลรายเดือนระหว่างปี 2001 ถึง 2016 โดยใช้ ARDL และ Bounds Test พบความสัมพันธ์ระยะยาวที่มีนัยสำคัญและความสัมพันธ์เชิงเหตุผลสองทางในระยะยาว Tian & Ma (2010, pp.490-508) ใช้ ARDL ศึกษาตลาดหุ้นจีนโดยเน้นที่ตลาดหุ้นเซี่ยงไฮ้ (A-share) ก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงินในปี 2005 พบว่าหลังปีดังกล่าว มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในระยะยาวระหว่างการแข็งค่าของเงินหยวนและตลาดหุ้น Cheah et al. (2017, pp.336-346) ศึกษาประเทศมาเลเซียด้วยข้อมูลรายเดือน (1993-2015) โดยใช้แบบจำลอง Nonlinear ARDL (NARDL) เพื่อตรวจสอบ asymmetric cointegration พบว่า การอ่อนค่าของเงินริงกิตมีผลต่อตลาดหุ้นในระยะยาว ขณะที่การแข็งค่าไม่มีผลที่มีนัยสำคัญ Anusha et al. (2022, pp.135-154) วิเคราะห์ตลาดหุ้นศรีลังกาด้วยข้อมูลรายปีระหว่างปี 1985 ถึง 2018 โดยใช้ ARDL และ Bounds Test พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนไม่มีผลต่อตลาดหุ้นอย่างมีนัยสำคัญในระยะยาว แต่มีผลบวกในระยะสั้น Nusair & Olson (2022, Article 101541) ใช้ทั้ง linear ARDL และ NARDL วิเคราะห์กลุ่มประเทศ G7 โดยพบว่าแบบจำลอง NARDL ให้หลักฐานของ cointegration ชัดเจนกว่า โดยเฉพาะทิศทางจากตลาดหุ้นสู่อัตราแลกเปลี่ยน (Portfolio Balance Channel) Bahmani-Oskooee & Saha (2018, pp.112-137) วิเคราะห์ข้อมูลรายเดือนของ 24 ประเทศด้วย NARDL โดยแยกผลกระทบของการแข็งค่าและอ่อนค่าของเงิน พบว่าการใช้ NARDL ช่วยยืนยัน cointegration ได้มากกว่าแบบจำลองเชิงเส้นแบบดั้งเดิม Wong (2022, pp.262-276) ใช้ทั้ง แบบจำลอง ARDL และ asymmetric ARDL (NARDL) กับข้อมูลหลายประเทศในเอเชีย พบว่าค่า อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (real exchange rate) ที่เปลี่ยนแปลงอย่างไม่สมมาตรมีผลต่อ ราคาหุ้นที่แท้จริงหลังปรับอัตราเงินเฟ้อ (real stock prices) และโมเดล NARDL ให้ผลลัพธ์ที่อธิบายได้ดีกว่า ARDL เชิงเส้นในหลายกรณี สนับสนุนแนวคิด Flow Oriented Theory ที่ชี้ว่าการเปลี่ยนแปลงค่าเงินส่งผลผ่านช่องทางภาคการค้า Ceylan & Ceylan (2023, pp.646-669) ใช้ panel ARDL

และ panel NARDL ศึกษากลุ่มประเทศ Fragile Five พบหลักฐานความไม่สมมาตรทั้งในระยะสั้นและระยะยาว โดยผลลัพธ์แตกต่างกันระหว่างช่วงวิกฤติการเงินโลกและช่วงโควิด-19 สะท้อนว่าความสัมพันธ์ระหว่างตลาดหุ้นและอัตราแลกเปลี่ยนแปรผันตามภาวะตลาดและระบบเศรษฐกิจมหภาคในแต่ละช่วงเวลา และ El-Diftar (2023, pp.125–139) ใช้ข้อมูลรายวันของกลุ่มประเทศ E7 พบความสัมพันธ์ระยะยาวเชิงบวกระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนและผลตอบแทนตลาดหุ้นในเกือบทุกประเทศ (ยกเว้นอินโดนีเซียที่เป็นลบ) แสดงให้เห็นความสำคัญของกระแสเงินทุนระหว่างประเทศและ Portfolio Balance Channel

จากการทบทวนงานวิจัยข้างต้น แสดงให้เห็นว่าแบบจำลอง ARDL และ Bounds Test มีประสิทธิภาพในการตรวจสอบและยืนยันความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนและตลาดทุน แม้ว่าผลลัพธ์จะมีความแตกต่างกันไปตามบริบทเฉพาะของแต่ละประเทศ

ระเบียบวิธีวิจัย

เพื่อให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการศึกษา งานวิจัยนี้ได้กำหนดสมมติฐานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนและระดับดัชนี SET50 ดังนี้

สมมติฐานหลัก (Main Hypotheses):

สมมติฐานที่ 1 (H_1):

H_{1a} : อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐมีความสัมพันธ์กับระดับดัชนี SET50 อย่างมีนัยสำคัญในระยะยาว ตามกลไกด้านการค้า (Flow-Oriented Channel)

H_{1b} : อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐมีความสัมพันธ์กับระดับดัชนี SET50 อย่างมีนัยสำคัญในระยะสั้น ตามกลไกด้านสมดุลพอร์ตการลงทุน (Portfolio Balance Channel)

สมมติฐานรอง (Control Variable Hypotheses):

สมมติฐานที่ 2 (H_2): อัตราดอกเบี้ยนโยบายมีผลกระทบเชิงลบต่อระดับดัชนี SET50 อย่างมีนัยสำคัญทั้งในระยะสั้นและระยะยาว

สมมติฐานที่ 3 (H_3): ดัชนีราคาผู้บริโภคมีผลกระทบเชิงบวกต่อระดับดัชนี SET50 อย่างมีนัยสำคัญทั้งในระยะสั้นและระยะยาว

ทั้งนี้ ในบริบทของข้อมูลรายเดือน “ระยะสั้น” มักหมายถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นภายในช่วงไม่กี่เดือนแรกตามจำนวนค่าวางหน่วงที่แบบจำลองเลือกใช้ (ประมาณ 1–4 เดือน) ขณะที่ “ระยะยาว” หมายถึงผลกระทบที่ปรากฏเมื่อระบบมีเวลาเพียงพอในการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพ ซึ่งมักต้องใช้เวลาหลายเดือนขึ้นไป (ประมาณ 6 เดือน–1 ปีขึ้นไป) โดยช่วงเวลาดังกล่าวมิได้เป็นการกำหนดตายตัว แต่เป็นการตีความที่สอดคล้องกับความถี่ของข้อมูลในงานวิจัย (รายเดือน) ร่วมกับหลักการจำแนกระยะสั้น–ระยะยาวในแบบจำลอง ARDL ตามกรอบทฤษฎีของ Pesaran, Shin & Smith (2001, pp.289–326) ซึ่งระบุว่า ผลกระทบในระยะสั้น (short-run effects) สะท้อนผ่านเทอมผลต่างและค่าวางหน่วงระยะสั้น ในขณะที่ความสัมพันธ์ในระยะยาว (long-run relationship) เกิดขึ้นในระดับดุลยภาพและต้องอาศัยระยะเวลาในการปรับตัวของระบบผ่านกลไก error-correction mechanism

งานวิจัยฉบับนี้ใช้ระเบียบวิธีวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate: บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ), อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Policy Interest Rate), และดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index) ที่มีต่อระดับราคาดัชนี SET50 โดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายเดือน (Monthly Time-Series Data) ครอบคลุมระยะเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2556 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2565 รวมทั้งสิ้น 120 เดือน ซึ่งข้อมูลดังกล่าวรวบรวมจากฐานข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย (BOT) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ด้วยแบบจำลอง Auto-Regressive Distributed Lag หรือ ARDL ดังต่อไปนี้

$$SET50_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i SET50_{t-i} + \sum_{j=0}^{q_1} \beta_{1j} r_{t-j} + \sum_{j=0}^{q_2} \beta_{2j} THB/USD_{t-j} + \sum_{j=0}^{q_3} \beta_{3j} CPI_{t-j} + \epsilon_t$$

โดย

- $SET50_t$ หมายถึง ดัชนีราคาดัชนี SET50 ณ สิ้นเดือนที่ t ซึ่งสะท้อนราคาหุ้น 50 ตัวที่มีมูลค่าตลาดและสภาพคล่องสูงสุดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ช่วงเวลาที่ศึกษา
- THB/USD_t หมายถึง อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นเดือนที่ t
- r_t หมายถึง อัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย ณ สิ้นเดือนที่ t
- CPI_t หมายถึง ดัชนีราคาผู้บริโภคของประเทศไทย ณ สิ้นเดือนที่ t
- p หมายถึง จำนวนช่วงเวลาหน่วงของตัวแปรตาม (Lag of Dependent Variable) ซึ่งสะท้อนผลกระทบที่เกิดขึ้นจากตัวแปรตามในช่วงเวลาที่ผ่านมาที่มีต่อตัวแปรตามในช่วงเวลาปัจจุบัน
- q_1, q_2, q_3 หมายถึง จำนวนช่วงเวลาหน่วงของตัวแปรอิสระแต่ละตัว ที่นำมาใช้ในแบบจำลอง โดยแยกพิจารณาเฉพาะตัวแปรแต่ละตัว ได้แก่ อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน และดัชนีราคาผู้บริโภค เพื่อวิเคราะห์ว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีผลต่อดัชนีราคาหุ้น SET50 ย้อนหลังไปกี่ช่วงเวลา
- α_0 คือ ค่าคงที่ (Constant Term) แสดงถึงระดับพื้นฐานของดัชนี SET50 เมื่อไม่มีผลกระทบจากตัวแปรอื่นๆ ในแบบจำลอง
- $\alpha_i, \beta_{1j}, \beta_{2j}, \beta_{3j}$ คือ สัมประสิทธิ์ที่ต้องประมาณค่าในแบบจำลอง ARDL ซึ่งแสดงถึงขนาดและทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระแต่ละตัวในแต่ละช่วงเวลาหน่วง
- ϵ_t คือ ค่าคลาดเคลื่อน (Residuals) หรือค่าความผิดพลาดที่เกิดขึ้นจากปัจจัยอื่นที่ไม่ได้ถูกอธิบายในแบบจำลอง

งานวิจัยฉบับนี้เริ่มต้นด้วยการตรวจสอบคุณสมบัติการบูรณาการ (order of integration) ของข้อมูลอนุกรมเวลาทุกตัวแปร ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน (exchange rate: บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ), อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (policy interest rate), ดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index) และระดับดัชนีราคา SET50 โดยใช้การทดสอบรากหน่วย (unit root test) ด้วยวิธี Augmented Dickey-Fuller (ADF) test เพื่อระบุระดับการบูรณาการว่าตัวแปรแต่ละตัวเป็นอนุกรมเวลาที่มีลำดับการบูรณาการระดับศูนย์ $I(0)$ หรือระดับหนึ่ง $I(1)$ ซึ่งถือเป็นเงื่อนไขพื้นฐานสำคัญในการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลอง autoregressive distributed lag (ARDL) ตามข้อเสนอของ Pesaran, Shin & Smith (2001, pp.289-326)

จุดเด่นของแบบจำลอง ARDL คือความสามารถในการวิเคราะห์ตัวแปรอนุกรมเวลาที่มีลำดับการบูรณาการผสมกันระหว่างระดับศูนย์ $I(0)$ และระดับหนึ่ง $I(1)$ ภายใต้แบบจำลองเดียวกัน แต่ข้อจำกัดสำคัญของแบบจำลองนี้คือไม่สามารถรองรับตัวแปรที่มีลำดับการบูรณาการระดับสอง $I(2)$ หรือสูงกว่าได้ Pesaran, Shin & Smith (2001, pp.289-326) ดังนั้น หากพบว่าตัวแปรใดมีระดับการบูรณาการเกินระดับหนึ่ง $I(1)$ จะถูกตัดออกจากกระบวนการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลอง ARDL

หลังจากนั้น ผู้วิจัยได้ดำเนินการหาจำนวนช่วงเวลาหน่วงที่เหมาะสมที่สุด (optimal lag length) ของตัวแปรในแบบจำลอง ARDL โดยพิจารณาจาก Akaike information criterion (AIC) และ Bayesian information criterion (BIC) ร่วมกันเพื่อให้ได้แบบจำลองที่เหมาะสม ซึ่งไม่มีจำนวนช่วงเวลาหน่วง (lag) มากเกินไปจนทำให้สูญเสียองศาความเป็นอิสระ (degree of freedom) และไม่มีจำนวนช่วงเวลาหน่วงน้อยเกินไปจนเกิดปัญหาความสัมพันธ์เชิงอนุกรม (autocorrelation) ในค่าความคลาดเคลื่อน (residuals) ของแบบจำลอง

ผู้วิจัยได้ดำเนินการทดสอบความสัมพันธ์ระยะยาว (Cointegration) ระหว่างตัวแปรในแบบจำลองโดยใช้วิธีการทดสอบขอบเขต (ARDL Bounds Test) ซึ่งอาศัยการประเมินสมการในรูปแบบ Unrestricted Error Correction Model (UECM) และทดสอบสมมติฐานร่วมผ่านค่าสถิติ F-test เพื่อวิเคราะห์ว่าตัวแปรต่าง ๆ ที่กำหนดไว้ในแบบจำลอง $ARDL(p, q_1, q_2, q_3)$ นั้นมีความสัมพันธ์ระยะยาวร่วมกันหรือไม่ โดยสมการที่ใช้ในการทดสอบสามารถเขียนได้ดังต่อไปนี้

$$\Delta SET50_t = \gamma_0 + \lambda_1 SET50_{t-1} + \lambda_2 r_{t-1} + \lambda_3 THB/USD + \lambda_4 CPI_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \delta_{1i} \Delta SET50_{t-i} + \sum_{j=0}^{q_1-1} \delta_{2j} \Delta r_{t-j} + \sum_{j=0}^{q_2-1} \delta_{3j} \Delta THB/USD_{t-j} + \sum_{j=0}^{q_3-1} \delta_{4j} \Delta CPI_{t-j} + \varepsilon_t$$

โดย

- $\Delta SET50_t$ หมายถึง การเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้น SET50 ในเดือนที่ t ซึ่งแสดงถึงพลวัตในระยะสั้น (Short-Run Dynamics) ของดัชนีราคาหุ้น SET50
- $SET50_{t-1}, r_{t-1}, THB/USD_{t-1}, CPI_{t-1}$ หมายถึง ค่าของตัวแปรต้นในงานวิจัยในระดับ (Level) ณ ช่วงเดือนก่อนหน้า 1 เดือน ซึ่งถูกใช้เพื่อการตรวจสอบและยืนยันว่ามีความสัมพันธ์ระยะยาว (Long-run Relationship) ร่วมกันหรือไม่
- Δ หมายถึง สัญลักษณ์ของผลต่างลำดับที่หนึ่ง (First Difference) ซึ่งแสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรจากเดือนก่อนหน้าและเดือนปัจจุบัน โดยสะท้อนความสัมพันธ์ในระยะสั้น (Short-Run Dynamics) ระหว่างตัวแปร
- γ_0 หมายถึง ค่าคงที่ในแบบจำลอง ซึ่งแสดงถึงระดับการเปลี่ยนแปลงพื้นฐานของตัวแปรตาม เมื่อไม่มีผลจากตัวแปรอิสระอื่น ๆ ในแบบจำลอง โดยใช้วิธีการทดสอบขอบเขต (ARDL Bounds Test) ซึ่งอาศัยการประเมินสมการในรูปแบบ Unrestricted Error Correction Model (UECM)
- ε_t หมายถึง ค่าคลาดเคลื่อน (Residual) หรือความผิดพลาดของแบบจำลอง ซึ่งเกิดจากปัจจัยหรือองค์ประกอบอื่น ๆ ที่ไม่ได้ถูกนำมาพิจารณาในแบบจำลองนี้

เนื่องจากการทดสอบ ARDL Bounds Test เป็นการตรวจสอบความสัมพันธ์ระยะยาว (Cointegration) ระหว่างตัวแปรในแบบจำลอง ดังนั้น จึงเกี่ยวข้องโดยตรงกับสมมติฐานข้อ H_{1a} ของงานวิจัยฉบับนี้ ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบว่า: "อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ มีความสัมพันธ์กับระดับดัชนี SET50 อย่างมีนัยสำคัญในระยะยาว ตามกลไกด้านการค้า (Flow-Oriented Channel)" หรือไม่ โดยมีสมมติฐานทางสถิติที่ใช้ในการทดสอบ ดังนี้:

- สมมติฐานหลัก (Null hypothesis)

$$\lambda_1 = \lambda_2 = \lambda_3 = \lambda_4 = 0$$

หมายถึง ตัวแปรในแบบจำลองไม่มีความสัมพันธ์ร่วมกันในระยะยาว (No Cointegration)

- สมมติฐานทางเลือก (Alternative hypothesis)

$$\text{อย่างน้อยหนึ่งค่า } \lambda_i \neq 0$$

หมายถึง ตัวแปรในแบบจำลองมีความสัมพันธ์ร่วมกันในระยะยาว (Cointegration exists)

การตัดสินใจสมมติฐานนี้จะพิจารณาจากค่าสถิติ F-test โดยเปรียบเทียบกับค่าขอบเขตบน (Upper Bound) และค่าขอบเขตล่าง (Lower Bound) หากค่าสถิติสูงกว่าค่าขอบเขตบนจะปฏิเสธสมมติฐานหลัก (มีความสัมพันธ์ระยะยาว) แต่หากต่ำกว่าค่าขอบเขตล่างจะไม่ปฏิเสธสมมติฐานหลัก (ไม่มีความสัมพันธ์ระยะยาว) และหากค่าสถิติอยู่ระหว่างสองขอบเขตดังกล่าว จะไม่สามารถสรุปผลได้ชัดเจน (Inconclusive Result)

หากผลการทดสอบชี้ว่ามีความสัมพันธ์ระยะยาว จะดำเนินการสร้างแบบจำลองการปรับตัวสู่ดุลยภาพในระยะยาวด้วย Error Correction Model (ECM) แต่หากพบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระยะยาวระหว่างตัวแปร จะทำการประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธี Ordinary Least Squares (OLS) เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรของแบบจำลองในระยะสั้นแทน โดยสมการที่ใช้ในการทดสอบสามารถเขียนได้ดังต่อไปนี้

$$\Delta SET50_t = \gamma_0 + \sum_{i=1}^p \gamma_i \Delta SET50_{t-i} + \sum_{j=0}^{q_1} \delta_{1j} \Delta r_{t-j} + \sum_{j=0}^{q_2} \delta_{2j} \Delta THB/USD_{t-j} + \sum_{j=0}^{q_3} \delta_{3j} \Delta CPI_{t-j} + u_t$$

โดย

- $\Delta SET50_t$ หมายถึง การเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้น SET50 ในเดือนที่ t ซึ่งแสดงถึงพลวัตในระยะสั้น (Short-run Dynamics) ของดัชนีราคาหุ้น SET50
- $\Delta SET50_{t-i}$ หมายถึง การเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้น SET50 ณ เดือนที่ย้อนหลังไป i เดือน

- Δr_{t-j} , $\Delta THB/USD_{t-j}$, ΔCPI_{t-j} หมายถึง ผลต่างลำดับที่หนึ่ง (First Difference) ของตัวแปรต้นในงานวิจัย ซึ่งแสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรจากเดือนก่อนหน้า j เดือน และเดือนปัจจุบัน โดยสะท้อนความสัมพันธ์ในระยะสั้น (Short-Run Dynamics)
- γ_0 หมายถึง ค่าคงที่ในแบบจำลอง ซึ่งแสดงถึงระดับการเปลี่ยนแปลงพื้นฐานของดัชนี SET50 ที่ไม่เกี่ยวข้องกับตัวแปรอิสระที่ศึกษา
- γ_i , δ_{1j} , δ_{2j} , δ_{3j} หมายถึง สัมประสิทธิ์ของตัวแปรแต่ละตัวในแบบจำลองระยะสั้น ซึ่งแสดงถึงขนาดและทิศทางของความสัมพันธ์ระยะสั้นระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม
- u_t หมายถึง ค่าคลาดเคลื่อนในระยะสั้น (Short-run residuals) หรือความผิดพลาดที่เกิดจากปัจจัยหรือเหตุการณ์อื่น ๆ ที่ไม่ได้ถูกนำมารวมไว้ในแบบจำลอง

เนื่องจากการทดสอบดังกล่าวเป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลองเชิงพลวัตระยะสั้น (Short-Run Dynamics) จึงมีความเกี่ยวข้องโดยตรงกับการทดสอบสมมติฐานข้อ H_{1b} ของงานวิจัยฉบับนี้ ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อพิจารณาว่า “อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับระดับดัชนี SET50 ในระยะสั้นสอดคล้องกับกลไกการปรับสมดุลพอร์ตการลงทุน (Portfolio Balance Channel)” หรือไม่ สำหรับการทดสอบทางสถิติของแบบจำลองระยะสั้นนั้นผู้วิจัยดำเนินการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์และระดับนัยสำคัญทางสถิติของแต่ละตัวแปร โดยใช้ค่า p-value เพื่อประเมินนัยสำคัญรายตัวของตัวแปร นอกจากนี้ ยังใช้ค่าสถิติ F-test ในการทดสอบนัยสำคัญโดยรวมของแบบจำลอง เพื่อประเมินความเหมาะสมของแบบจำลองที่ใช้ในการอธิบายพลวัตระยะสั้นของระดับดัชนีราคาหุ้น SET50

เมื่อได้แบบจำลองที่ประมาณค่าแล้ว จะทำการทดสอบสมมติฐานทางสถิติเพื่อยืนยันความเหมาะสมและความน่าเชื่อถือของแบบจำลอง โดยประกอบด้วยการทดสอบความสัมพันธ์เชิงอนุกรมของค่าความคลาดเคลื่อน (Residual) ด้วยค่าสถิติ Durbin-Watson เพื่อตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ของค่าคลาดเคลื่อนตามลำดับเวลา (Autocorrelation) และการทดสอบด้วยวิธี White's Test เพื่อให้แน่ใจว่าไม่มีปัญหาความแปรปรวนที่ไม่คงที่ (Heteroscedasticity) รวมถึงการทดสอบความเสถียรของพารามิเตอร์ (Parameter Stability) โดยใช้วิธี Cumulative Sum (CUSUM) และ CUSUM of Squares เพื่อยืนยันว่าแบบจำลองมีความมั่นคงของพารามิเตอร์ตลอดช่วงระยะเวลาการศึกษา ผลการทดสอบทางสถิติเหล่านี้จะถูกนำมาใช้ในการอภิปรายผล สรุปผลการวิจัย และนำไปสู่การกำหนดข้อเสนอแนะเชิงนโยบายต่อไป

ผลการวิจัย

ตารางที่ 2 แสดงผลการทดสอบความนิ่ง (Stationarity) ของข้อมูลอนุกรมเวลาโดยใช้วิธีการทดสอบแบบ Augmented Dickey-Fuller (ADF) ซึ่งพิจารณาจากค่า ADF Statistic และค่า p-value โดยใช้ระดับความเชื่อมั่น 95% และ 90% (เครื่องหมาย ** และ * แสดงถึงการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และ 90% ตามลำดับ)

ตัวแปร (Variable)	ระดับ และ Stationarity	ADF Statistic	p-value
ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI)	I(0) Non-Stationary	0.569661	0.9884
	I(1) Stationary	-8.537534**	0.0000
อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (r)	I(0) Non-Stationary	-2.064311	0.2595
	I(1) Stationary	4.660532**	0.0000
อัตราแลกเปลี่ยน (เงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ) (THB/USD)	I(0) Non-Stationary	-1.930185	0.3175
	I(1) Stationary	-10.78656**	0.0000
ระดับดัชนี SET50 (SET50)	I(0) Non-Stationary	-2.104002	0.2436
	I(1) Stationary	-10.74761**	0.0000

จากตารางที่ 2 ผลการทดสอบความนิ่ง (Stationarity) ของข้อมูลเชิงอนุกรมเวลา โดยใช้การทดสอบแบบ Augmented Dickey-Fuller (ADF) ซึ่งพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบ ADF และ P-value ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% พบว่า ข้อมูลทั้ง 4 ตัวแปร ได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI), อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (r), อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ (THB/USD) และระดับดัชนี SET50 นั้น ในระดับ Level - I(0) พบว่าไม่มีความนิ่ง (Non-Stationary) เนื่องจากค่า p-value มีค่าสูงกว่า 0.05 แต่เมื่อทำการแปลงข้อมูลโดยการ First Difference ให้เป็นข้อมูลส่วนต่างอันดับหนึ่ง First Differenced Data - I(1) แล้วทำการทดสอบทดสอบแบบ Augmented Dickey-Fuller (ADF) อีกครั้ง พบว่าข้อมูลทุกตัวแปรมีความนิ่ง (Stationary) ในระดับ I(1) เนื่องจากค่าสถิติ ADF มีค่าเป็นลบมากขึ้น และมีค่า p-value ต่ำกว่า 0.05 จึงสรุปได้ว่าตัวแปรทั้งหมดนี้มีลักษณะเป็น I(1) และผลการทดสอบความนิ่ง (Stationarity) ชี้ให้เห็นว่าข้อมูลมีความเหมาะสมต่อการนำไปวิเคราะห์ด้วยแบบจำลอง Autoregressive Distributed Lag (ARDL) เนื่องจากข้อได้เปรียบที่สำคัญของโมเดล ARDL คือสามารถรองรับการวิเคราะห์ตัวแปรที่มีคุณสมบัติเป็น I(0) หรือ I(1) หรือผสมกัน (Mixed order of Integration) ซึ่งในกรณีนี้ ข้อมูลทั้งหมดที่ทดสอบมีคุณสมบัติ I(1) จึงเหมาะสมต่อการนำไปวิเคราะห์ด้วยวิธี ARDL ต่อไป

ตารางที่ 3 ผลการทดสอบ Optimal Lag Length โดยใช้ Likelihood Ratio (LR), Final Prediction Error (FPE), Akaike Information Criterion (AIC), Schwarz Information Criterion (SC) และ Hannan-Quinn Information Criterion (HQ) (เครื่องหมาย * แสดงถึง Lag ที่เหมาะสมที่สุดตามแต่ละเกณฑ์)

Lag	Likelihood Ratio (LR)	Final Prediction Error (FPE)	Akaike Information Criterion (AIC)	Schwarz Information Criterion (SIC)	Hannan-Quinn Information Criterion (HQ)
0	NA	1790744	25.74965	25.84841	25.7897
1	849.2758	682.6023	17.87716	18.37099*	18.07743*
2	29.54236*	682.1955*	17.87532*	18.7642	18.23579
3	13.61276	796.4015	18.02705	19.31099	18.54774
4	10.31248	949.8706	18.19757	19.87657	18.87847
5	11.11704	1146.118	18.31617	20.39024	19.1573
6	9.266957	1484.066	18.46202	20.93114	19.46334
7	14.09597	1628.672	18.68229	21.54639	19.84374
8	13.52407	1750.03	18.75259	21.98454	20.04704
9	14.60894	1853.183	18.81529	22.47028	20.29793
10	13.85441	2229.725	18.90581	22.95517	20.54797

ผลการทดสอบเพื่อกำหนดจำนวนช่วงเวลาหน่วงที่เหมาะสมที่สุด (Optimal Lag Length) แสดงไว้ในตารางที่ 3 โดยพิจารณาจากเกณฑ์ทางสถิติที่สำคัญ ได้แก่ Likelihood Ratio (LR), Final Prediction Error (FPE), Akaike Information Criterion (AIC), Schwarz Information Criterion (SIC) และ Hannan-Quinn Information Criterion (HQ) พบว่าเกณฑ์ LR, FPE และ AIC ให้ผลสอดคล้องกันในการเลือกช่วงเวลาหน่วง (Lag) เท่ากับ 2 เดือน ในขณะที่เกณฑ์ SC และ HQ เสนอให้ใช้ Lag เท่ากับ 1 เดือน อย่างไรก็ตาม เกณฑ์ Akaike Information Criterion (AIC) เป็นเกณฑ์ที่นิยมใช้และได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางในการวิเคราะห์ข้อมูลอนุกรมเวลา เนื่องจากเป็นหนึ่งในเกณฑ์คัดเลือกแบบจำลองที่แพร่หลายที่สุด ทั้งในงานวิจัยเชิงประยุกต์และเชิงทฤษฎี (Cavanaugh & Neath, 2019, e1460) ประกอบกับผลจากเกณฑ์ LR และ FPE ก็สนับสนุนการเลือก Lag ที่ 2 เดือนด้วย จึงตัดสินใจเลือกช่วงเวลาหน่วงที่เหมาะสมที่สุดในการศึกษานี้ที่ 2 เดือน ซึ่งหมายถึงข้อมูลย้อนหลังไป 2 เดือนมีอิทธิพลสำคัญต่อค่าของตัวแปรในปัจจุบัน และการใช้ Lag ที่ 2 เดือนยังช่วยป้องกันการสูญเสียองศาความเป็นอิสระ (Degree of Freedom) จากการใช้จำนวน Lag ที่มากเกินไป ดังนั้น ในการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลอง ARDL ของงานวิจัยนี้ จึงนำ Lag ที่ระดับ 2 เดือนหรือ ARDL (2,2,2,2) ไปใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐกับดัชนี SET50 ทั้งในระยะสั้นและระยะยาวต่อไป โดยสามารถเขียนแบบจำลอง Auto-Regressive Distributed Lag - ADRL (2,2,2,2) ได้ดังต่อไปนี้

$$SET_{50t} = \alpha_0 + \alpha_1 SET_{50t-1} + \alpha_2 SET_{50t-2} + \beta_{10} r_t + \beta_{11} r_{t-1} + \beta_{12} r_{t-2} + \beta_{20} THB/USD_t + \beta_{21} THB/USD_{t-1} + \beta_{22} THB/USD_{t-2} + \beta_{30} CPI_t + \beta_{31} CPI_{t-1} + \beta_{32} CPI_{t-2} + \epsilon_t$$

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ร่วมกันในระยะยาว (Cointegration) โดยใช้วิธี ARDL Long Run Form and Bounds Test

Test Statistic	Value	Significant Level	I(0) (Finite sample: n=80)	I(1) (Finite sample: n=80)	I(0) (Asymptotic: n=1000)	I(1) (Asymptotic: n=1000)
F-statistic	3.371001	10%	2.823	3.885	2.72	3.77
Actual Sample Size	117	5%	3.363	4.515	3.23	4.35
		2.50%	3.993	5.31	3.69	4.89
		1%	4.568	5.96	4.29	5.61

หมายเหตุ: จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการประมาณค่าลดลงเหลือ 117 เดือน เนื่องจากแบบจำลอง ARDL (2,2,2,2) ต้องตัดข้อมูลช่วงต้นออกตามจำนวน lag สูงสุดและการแปลงข้อมูลเป็นผลต่างอันดับหนึ่ง ซึ่งเป็นขั้นตอนปกติของการวิเคราะห์อนุกรมเวลาในกรอบ ARDL

จากตารางที่ 4 ซึ่งเป็นผลการทดสอบความสัมพันธ์ร่วมกันในระยะยาว (Cointegration) โดยใช้วิธี ARDL Long Run Form and Bounds Test พบว่าค่าสถิติ F-statistic มีค่าเท่ากับ 3.371001 โดยเปรียบเทียบกับค่าวิกฤต (Critical Values) ของ Bounds Test ที่ระดับนัยสำคัญ 5% ในกรณีขนาดตัวอย่างจำกัด (Finite sample: n=80) พบว่าค่า F-statistic ดังกล่าวอยู่ระหว่างค่า Lower Bound (I(0)) ที่เท่ากับ 3.363 และ Upper Bound (I(1)) ที่เท่ากับ 4.515 ผลการทดสอบจึงอยู่ในช่วงที่ไม่สามารถสรุปผลได้อย่างชัดเจน (Inconclusive) กล่าวคือ ไม่มีหลักฐานทางสถิติที่เพียงพอจะปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ระบุว่าตัวแปรในแบบจำลองไม่มีความสัมพันธ์ร่วมกันในระยะยาว (No Cointegration) และไม่สามารถยอมรับสมมติฐานทางเลือกที่ระบุว่าตัวแปรในแบบจำลองมีความสัมพันธ์ร่วมกันในระยะยาว (Cointegration Exists) ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าตัวแปรอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (r), อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ (THB/USD), ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) และระดับดัชนี SET50 ในแบบจำลองนี้ ไม่มีหลักฐานที่ชัดเจนเพียงพอในการสนับสนุนว่ามีความสัมพันธ์ร่วมกันในระยะยาว

ด้วยเหตุนี้ จึงสามารถสรุปเพิ่มเติมจากหลักฐานเชิงประจักษ์ในงานวิจัยฉบับนี้ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET50) ไม่มีลักษณะที่สอดคล้องกับกลไกด้านการค้า (Flow-Oriented Channel) ตามข้อเสนอของ Dornbusch & Fischer (1980, pp.960–971) เนื่องจากหากกลไกด้านการค้าเป็นจริง การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนจะส่งผลกระทบต่อรายได้ของบริษัทและเศรษฐกิจโดยรวม และจะสะท้อนออกมาในลักษณะของความสัมพันธ์ร่วมกันในระยะยาวระหว่างระดับดัชนี SET50 กับอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาโดยใช้แบบจำลอง ARDL ในงานวิจัยนี้ไม่พบหลักฐานที่สนับสนุนข้อเสนอดังกล่าว กล่าวคือไม่มีหลักฐานทางสถิติที่แสดงให้เห็นว่าระดับดัชนี SET50 และอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐมีความสัมพันธ์ร่วมกันในระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ และเนื่องจากไม่พบ

ความสัมพันธ์ร่วมกันในระยะยาว (Cointegration) ระหว่างตัวแปรในแบบจำลอง ดังนั้นจึงไม่มีความจำเป็นต้องพิจารณาแบบจำลองแก้ไขความคลาดเคลื่อน (Error Correction Model) ต่อไป อย่างไรก็ตามในการวิเคราะห์ขั้นถัดไปจำเป็นต้องทำการประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) เพื่อทดสอบและตรวจสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรในระยะสั้นแทน โดยจะช่วยให้สามารถระบุถึงผลกระทบและความมีนัยสำคัญทางสถิติของตัวแปรอิสระต่อดัชนี SET50 ในช่วงระยะเวลาสั้น ๆ สมการที่ใช้ในการทดสอบเพื่ออธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรของแบบจำลอง ARDL(2,2,2) ในระยะสั้น โดยใช้วิธี Ordinary Least Squares (OLS) สามารถเขียนได้ดังนี้:

$$\begin{aligned}\Delta SET50_t = & \gamma_0 + \delta_{11}\Delta SET50_{t-1} + \delta_{12}\Delta SET50_{t-2} \\ & + \delta_{21}\Delta USD/THB_t + \delta_{22}\Delta USD/THB_{t-1} + \delta_{23}\Delta USD/THB_{t-2} \\ & + \delta_{31}\Delta r_t + \delta_{32}\Delta r_{t-1} + \delta_{33}\Delta r_{t-2} \\ & + \delta_{41}\Delta CPI + \delta_{42}\Delta CPI_{t-1} + \delta_{43}\Delta CPI_{t-2} + \epsilon_t\end{aligned}$$

ตารางที่ 5 แสดงผลการประมาณค่าแบบจำลองเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ในระยะสั้นในแบบจำลอง ARDL โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	p-value
C	-1.68846	5.555844	-0.30391	0.7618
$\Delta SET50_{t-1}$	-0.06448	0.112537	-0.57299	0.5679
$\Delta SET50_{t-2}$	-0.07101	0.113761	-0.62421	0.5339
$\Delta THB/USD$	-35.747	7.349096	-4.86414	0.0000
$\Delta THB/USD_{t-1}$	-7.08087	8.383634	-0.84461	0.4003
$\Delta THB/USD_{t-2}$	-4.0163	8.44624	-0.47551	0.6354
Δr	-18.6924	52.35501	-0.35703	0.7218
Δr_{t-1}	24.54847	54.61141	0.449512	0.654
Δr_{t-2}	18.07139	47.6568	0.379198	0.7053
ΔCPI	4.033318	12.85116	0.313849	0.7543
ΔCPI_{t-1}	-9.53744	12.89394	-0.73968	0.4612
ΔCPI_{t-2}	7.079951	11.66641	0.606866	0.5453
R-squared	0.213598			
F-statistic	2.567996			
Prob(F-statistic)	0.006404			
Durbin-Watson stat	1.945298			

จากตารางที่ 5 ซึ่งแสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ในระยะสั้นโดยใช้แบบจำลอง ARDL ในรูปแบบการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) พบว่า ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงราคาดัชนี SET50 (Δ SET50) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติคือ ตัวแปรการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ (Δ THB/USD) โดยพิจารณาจากค่า p-value พบว่าตัวแปร Δ THB/USD ซึ่งเป็นการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ณ เดือนปัจจุบันนี้มีค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) เท่ากับ -35.74704 และมีค่า p-Value เท่ากับ 0.0000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐมีอิทธิพลเชิงลบต่อการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคา SET50 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ (THB/USD) ปรับตัวเพิ่มขึ้น (เงินบาทอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ) จะส่งผลให้ดัชนีราคา SET50 ในเดือนเดียวกันนั้นมีการเปลี่ยนแปลงปรับตัวลดลง ในขณะที่หากอัตราแลกเปลี่ยน (THB/USD) ปรับตัวลดลง (เงินบาทแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ) ก็จะมีผลให้ดัชนีราคา SET50 มีการเปลี่ยนแปลงปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือนเดียวกัน โดยความสัมพันธ์นี้เกิดขึ้นทันทีในเดือนปัจจุบัน โดยไม่พบความสัมพันธ์ในช่วงเวลาหน่วง (Lag) ที่ 1 หรือ 2 เดือน ซึ่งหมายความว่าผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน (Δ THB/USD) ต่อการเปลี่ยนแปลงของดัชนี SET50 (Δ SET50) เกิดขึ้นในช่วงเดือนเดียวกันโดยไม่มีการหน่วง อย่างไรก็ตามตัวแปรอิสระอื่นๆ ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Δ r) และการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาผู้บริโภค (Δ CPI) มีค่า p-value สูงกว่า 0.05 ในทุกช่วงเวลาหน่วงที่ทดสอบ จึงสามารถสรุปได้ว่าตัวแปรทั้งสองนี้ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคา SET50 ในระยะสั้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้เมื่อพิจารณาค่า R-squared พบว่ามีค่าเท่ากับ 0.213598 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดในแบบจำลองนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาดัชนี SET50 ได้ประมาณร้อยละ 21.36 ในระยะสั้น ส่วนค่าสถิติ F-statistic เท่ากับ 2.567996 และมีค่า p-value เท่ากับ 0.006404 ซึ่งต่ำกว่า 0.05 ซึ่งให้แบบจำลองนี้มีนัยสำคัญทางสถิติโดยรวมในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของดัชนี SET50 ในระยะสั้น

จากหลักฐานเชิงประจักษ์ในงานวิจัยฉบับนี้สามารถสรุปเพิ่มเติมได้ว่า ตลาดหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET50) มีลักษณะที่สอดคล้องกับกลไกด้านการสมดุลพอร์ตการลงทุน (Portfolio Balance Channel) ตามข้อเสนอของ Frankel (1983, pp.84–114) เนื่องจากพบความสัมพันธ์ระยะสั้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ (THB/USD) กับราคาดัชนี SET50 โดยเฉพาะอย่างยิ่ง เมื่อเงินบาทอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐจะส่งผลให้ดัชนีราคา SET50 ในเดือนเดียวกันนั้นปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกับข้อเสนอของ Frankel (1983, pp.84–114) ที่ระบุว่านักลงทุนต่างชาติจะปรับสัดส่วนการถือครองสินทรัพย์สกุลเงินบาทและสินทรัพย์ต่างประเทศอย่างต่อเนื่องตามผลตอบแทนที่คาดหวังและระดับความเสี่ยง หากความเชื่อมั่นต่อตลาดการเงินไทยดีขึ้น เงินทุนจะไหลเข้า ความต้องการเงินบาทเพิ่มขึ้น ทำให้เงินบาทแข็งค่า สภาพคล่องสูงขึ้น และราคาหุ้นไทย เช่น ดัชนี SET50 มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น ในทางกลับกัน หากความเสี่ยงรับรู้เพิ่มขึ้นหรือผลตอบแทนที่คาดหวังลดลง เงินทุนจะไหลออก ความต้องการเงินบาทลดลง ค่าเงินบาทอ่อนค่า สภาพคล่องในตลาดทุนลดลง และราคาหุ้นไทยปรับตัวลดลง ซึ่งสะท้อนให้เห็นความเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันของอัตราแลกเปลี่ยนและราคาหุ้นในระยะสั้น

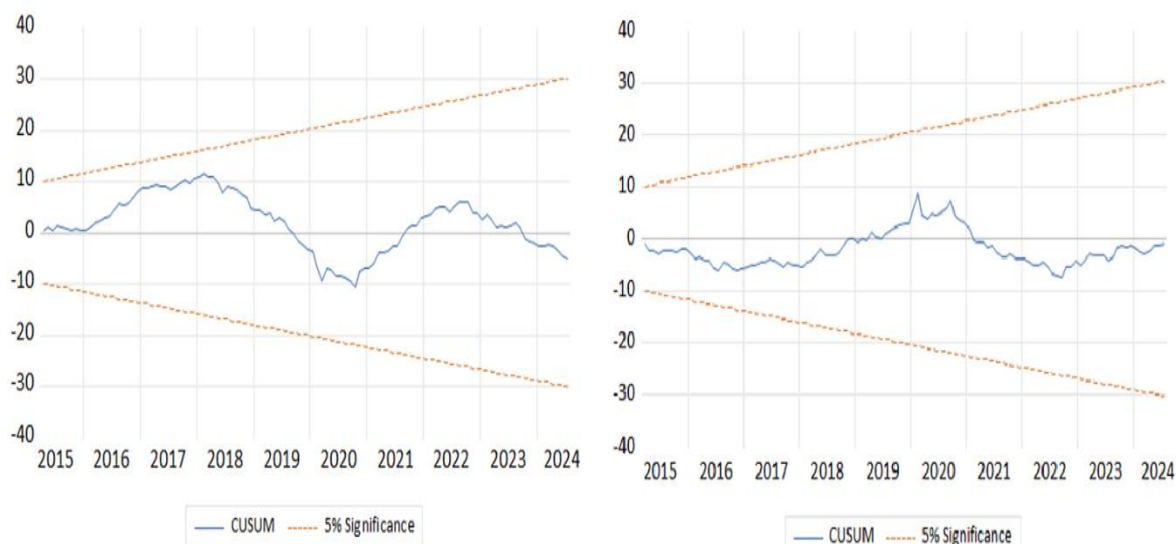
หลังจากนั้นผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบความเหมาะสมของแบบจำลองในงานวิจัยฉบับนี้ โดยเริ่มจากการทดสอบความสัมพันธ์เชิงอนุกรม (Autocorrelation) ของค่าความคลาดเคลื่อน (Residual) ด้วยค่าสถิติ Durbin-Watson จากผลการประมาณค่าแบบจำลอง ARDL ในระยะสั้น ตามตารางที่ 5 ซึ่งพบว่า ตัวแปรการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ (Δ THB/USD) มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของดัชนี SET50 (Δ SET50) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นโดยมีค่า Durbin-Watson เท่ากับ 1.945298 ซึ่งอยู่ในช่วงที่ยอมรับได้ (ประมาณ 1.5–2.5) จึงสรุปได้ว่าแบบจำลองนี้ไม่มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงอนุกรม (Autocorrelation) ของค่าความคลาดเคลื่อน หลังจากนั้นผู้วิจัยได้ทดสอบปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroskedasticity) ของค่าความคลาดเคลื่อนด้วยวิธี White's test โดยจากผลการทดสอบตามตารางที่ 6 พบว่าค่า F-statistic มีค่าเท่ากับ 1.614140 และมีค่า p-value เท่ากับ 0.1201 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทั่วไปที่ 0.05 และค่า Obs*R-squared (Chi-Square) เท่ากับ 13.99049 มีค่า p-value เท่ากับ 0.1227 ซึ่งมากกว่า 0.05 เช่นกัน ผลการทดสอบนี้จึงสรุปได้ว่าค่าความคลาดเคลื่อนของแบบจำลองมีความแปรปรวนคงที่ ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าและไม่มีปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroskedasticity)

ตารางที่ 6 ผลการทดสอบปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroskedasticity) ของค่าความคลาดเคลื่อนในแบบจำลอง โดยวิธี White's Test

Heteroskedasticity Test: White

Null hypothesis: Homoskedasticity

Statistic	Value	Probability
F-statistic	1.61414	Prob. F(9,108): 0.1201
Obs*R-squared	13.99049	Prob. Chi-Square(9): 0.1227
Scaled explained SS	2.25E-06	Prob. Chi-Square(9): 1.0000



ภาพที่ 2 ผลการทดสอบความเสถียรของแบบจำลอง ARDL ทั้งในระยะยาว (ด้านซ้าย) และระยะสั้น (ด้านขวา) โดยใช้วิธี CUSUM (Cumulative Sum Test)

นอกจากนั้นผู้วิจัยได้ทำการทดสอบความเสถียรของแบบจำลองทั้งในระยะสั้นและระยะยาว โดยใช้วิธี CUSUM (Cumulative Sum Test) เพื่อตรวจสอบว่าแบบจำลองที่ใช้มีการเปลี่ยนแปลงค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficients) ที่สำคัญในช่วงระยะเวลาที่ศึกษาหรือไม่ วิธีการทดสอบนี้จะพิจารณาความเสถียรของค่าพารามิเตอร์โดยดูจากการสะสมของความแตกต่างระหว่างค่าที่ทำนายได้จากแบบจำลอง (Predicted) และค่าที่สังเกตได้จริง (Actual) หากการสะสมดังกล่าวเกินขอบเขตที่มีนัยสำคัญที่กำหนดไว้ จะแสดงว่าแบบจำลองมีความไม่เสถียร (Unstable) จากผลการทดสอบที่แสดงไว้ในรูปที่ 1 ซึ่งประกอบด้วยกราฟแรก que แสดง CUSUM ของแบบจำลอง ARDL ระยะยาว และกราฟที่สองแสดง CUSUM ของแบบจำลอง ARDL ระยะสั้น พบว่ากราฟทั้งสองแสดงเส้น CUSUM อยู่ภายในขอบเขตของระดับนัยสำคัญ 5% ตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา บ่งชี้ว่าแบบจำลองมีความเสถียร (Stable) และไม่มีการเปลี่ยนแปลงของค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอย่างมีนัยสำคัญในช่วงเวลาที่วิเคราะห์

สรุปได้ว่า แบบจำลอง ARDL ในงานวิจัยฉบับนี้ถูกรตรวจสอบแล้วทั้งความสัมพันธ์เชิงอนุกรม (Autocorrelation) ความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อน (Heteroskedasticity) และความเสถียรของค่าสัมประสิทธิ์ (CUSUM test) ผลการทดสอบทั้งหมดชี้ให้เห็นว่าแบบจำลองมีความเหมาะสมและมีเสถียรภาพในแบบจำลองระยะสั้นและระยะยาว

สรุปผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์โดยใช้แบบจำลอง ARDL และการทดสอบ Bounds Test ชี้ให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบาย อัตราแลกเปลี่ยน ดัชนีราคาผู้บริโภค และระดับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET50 ในระยะยาวยังไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจน ข้อค้นพบนี้บ่งชี้ว่าไม่มีหลักฐานเพียงพอที่จะสนับสนุนแนวคิดเชิงทฤษฎีของกลไกด้านการค้า ซึ่งเสนอว่าการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินจะส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทและเศรษฐกิจโดยรวม จนสะท้อนออกมาในราคาหุ้นในลักษณะการเคลื่อนไหวร่วมกันในระยะยาว

ในทางกลับกัน การวิเคราะห์ในระยะสั้นพบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่ชัดเจนว่าการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินมีผลกระทบโดยตรงและทันทีต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีหุ้น โดยการอ่อนค่าของค่าเงินมีแนวโน้มสัมพันธ์กับการปรับตัวลดลงของดัชนี ในขณะที่การแข็งค่ามีแนวโน้มสัมพันธ์กับการปรับตัวเพิ่มขึ้นของดัชนี ลักษณะความสัมพันธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับกลไกด้านการสมดุลพอร์ตการลงทุน ซึ่งมองว่าการเคลื่อนไหวของตลาดทุนและตลาดเงินมีความเชื่อมโยงกันผ่านกระแสเงินทุนระหว่างประเทศ ผลลัพธ์นี้สะท้อนให้เห็นถึงความสำคัญของปัจจัยด้านอัตราแลกเปลี่ยนต่อการกำหนดทิศทางของตลาดทุนไทยในระยะสั้น แม้ในภาพรวมจะยังไม่พบความสัมพันธ์ร่วมกันในระยะยาวก็ตาม

อภิปรายผล

ผลการศึกษานี้มีนัยสำคัญหลายประการต่อการกำหนดนโยบายเศรษฐกิจและการบริหารพอร์ตการลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริบทของประเทศไทย แม้ว่าจะไม่พบหลักฐานทางสถิติที่เพียงพอในการสนับสนุนความสัมพันธ์ร่วมกันในระยะยาว (Cointegration) ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจที่ศึกษา ได้แก่ อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน ดัชนีราคาผู้บริโภค และระดับดัชนี SET50 ตามกรอบแนวคิดของ Dornbusch & Fischer (1980, pp.960-971) ในข้อเสนอกลไกการค้ำ (Flow-Oriented Channel) แต่ในระยะสั้น กลับพบว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ (THB/USD) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับราคาดัชนี SET50 ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า การอ่อนค่าของเงินบาทจะส่งผลกระทบต่อราคาลดลงของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยผลลัพธ์นี้สอดคล้องกับกลไกด้านการสมดุลพอร์ตการลงทุน (Portfolio Balance Channel) ของ Frankel (1983, pp.84-114) ซึ่งเสนอว่าค่าเงินที่แข็งค่าจะสัมพันธ์กับผลตอบแทนในตลาดหุ้นที่ต่ำลง ในขณะที่ค่าเงินที่อ่อนค่าจะสัมพันธ์กับผลตอบแทนในตลาดหุ้นที่สูงขึ้น

ผลการวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่า ผู้กำหนดนโยบายควรให้ความสำคัญกับการรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาทในระยะสั้น เพื่อลดความผันผวนที่อาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน และความผันผวนของราคาสินทรัพย์ทางการเงิน การดำเนินนโยบายการเงินและการบริหารจัดการอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมจะช่วยลดผลกระทบเชิงลบที่อาจเกิดขึ้นกับตลาดทุนได้ ในขณะเดียวกัน นักลงทุนควรมีการปรับกลยุทธ์การลงทุนให้สอดคล้องกับความผันผวนที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงที่อัตราแลกเปลี่ยนอาจผันผวนสูงเป็นพิเศษ นักลงทุนควรตระหนักถึงผลกระทบในระยะสั้นนี้ เพื่อบริหารจัดการพอร์ตการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

เมื่อเปรียบเทียบผลการศึกษาฉบับนี้กับงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในตลาดเกิดใหม่อื่น ๆ พบว่า ผลที่ได้สอดคล้องกับ Jiranyakul (2012, pp.305-319) ที่ไม่พบหลักฐานสนับสนุนความสัมพันธ์ในระยะยาวระหว่างค่าเงินบาทและดัชนีตลาดหุ้นไทยจากการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลอง ARDL อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษานี้ขัดแย้งกับ Wongbangpo & Sharma (2002, pp.27-51) ที่พบว่าค่าเงินบาทมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับดัชนีหุ้นไทยในระยะยาว และสนับสนุนแนวคิดกลไกการค้ำ (Flow-Oriented Channel) ของ Dornbusch & Fischer (1980, pp.960-971) ที่เสนอว่าการอ่อนค่าของเงินสกุลท้องถิ่นจะช่วยกระตุ้นการส่งออกและส่งเสริมตลาดหุ้น แต่ผลการศึกษาฉบับนี้ไม่พบหลักฐานดังกล่าว โดยพบเพียงความสัมพันธ์ในระยะสั้นที่สอดคล้องกับแนวคิดกลไกด้านการสมดุลพอร์ตการลงทุน (Portfolio Balance Channel) ของ Frankel (1983, pp.84-114) ซึ่งระบุว่าค่าเงินที่แข็งค่าขึ้นในระยะสั้นจะสัมพันธ์กับผลตอบแทนในตลาดหุ้นที่ปรับตัวสูงขึ้น

ข้อเสนอแนะ

1. ในบริบทของระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวอย่างมีการจัดการ (managed float) ธนาคารแห่งประเทศไทยควรมีมาตรการดูแลเสถียรภาพค่าเงินบาทในระยะสั้น เนื่องจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลกระทบต่อดัชนี SET50 ผลการวิจัยยืนยันว่าการเคลื่อนไหวของค่าเงินบาทมีผลต่อทิศทางตลาดหุ้นไทยอย่างมีนัยสำคัญ ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงควรติดตามสถานการณ์ค่าเงินอย่างใกล้ชิด และสื่อสารทิศทางนโยบายการเงินอย่างชัดเจนเพื่อลดความไม่แน่นอนของนักลงทุน ในช่วงที่ค่าเงินผันผวนผิดปกติสามารถดำเนินมาตรการดูแลค่าเงินในลักษณะชั่วคราว โดยไม่ขัดกับกลไกของระบบลอยตัวแบบมีการจัดการ การบริหารสภาพคล่องและการกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่คำนึงถึงผลกระทบของค่าเงินต่อเงินเพื่อจะช่วยเหลือประสิทธิภาพของนโยบายเพิ่มเติม นอกจากนี้ การจัดทำกรอบเฝ้าระวังแบบความถี่สูง (high-frequency monitoring framework) ที่ผสมผสานข้อมูลด้านความผันผวนของค่าเงิน กระแสเงินทุนเคลื่อนย้าย สภาพคล่องในตลาดเงิน และการปรับลดลงของดัชนีในระยะสั้น จะช่วยให้ธนาคารแห่งประเทศไทยประเมินความเสี่ยงได้อย่างทันทั่วทั้ง และลดผลกระทบของความผันผวนค่าเงินต่อเสถียรภาพของตลาดหุ้นไทยในระยะสั้นได้

2. ควรมีการพัฒนาและปรับปรุงกลไกการเผยแพร่ข้อมูลทางเศรษฐกิจและนโยบายการเงินอย่างโปร่งใสและรวดเร็ว เนื่องจากตลาดหุ้นไทยตอบสนองต่อข่าวสารและความคาดหวังในระยะสั้นมากกว่าปัจจัยพื้นฐานในระยะยาว การสื่อสารที่ชัดเจนและทันการณ์จะช่วยลดการเก็งกำไรและความผันผวนที่ไม่จำเป็นในระยะสั้นได้

3. นักลงทุนควรพิจารณาผลกระทบจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในการวางแผนการลงทุนระยะสั้น เนื่องจากผลการวิจัยพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับดัชนี SET50 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นักลงทุนควรใช้กลยุทธ์ที่เหมาะสม เช่น การป้องกันความเสี่ยงจากค่าเงิน (Currency Hedging) เพื่อลดผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากความผันผวนระยะสั้นของอัตราแลกเปลี่ยน

4. ควรศึกษาเพิ่มเติมถึงปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่อดัชนี SET50 ในระยะยาว เนื่องจากการศึกษานี้ไม่พบหลักฐานสนับสนุนความสัมพันธ์ระยะยาวระหว่างปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่ศึกษาและดัชนีหุ้น จึงอาจมีตัวแปรอื่น เช่น ความเชื่อมั่นของนักลงทุนหรือปัจจัยเชิงพฤติกรรม (Behavioral Factors) ที่อาจส่งผลสำคัญต่อการลงทุนในตลาดหุ้นไทยในระยะยาว

5. ควรทำการศึกษาเพิ่มเติมโดยใช้แบบจำลองที่สามารถรองรับความไม่สมมาตร (Asymmetry) และความไม่เป็นเชิงเส้น (Non-linearity) เช่น แบบจำลอง NARDL (Nonlinear ARDL) เพื่อวิเคราะห์ว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่แข็งค่าหรืออ่อนค่ามีผลกระทบต่อดัชนีหุ้นในลักษณะที่แตกต่างหรือไม่ การศึกษาเชิงลึกในลักษณะนี้จะช่วยเพิ่มความแม่นยำของนโยบายและกลยุทธ์การลงทุนในบริบทของตลาดหุ้นไทยได้อย่างมีประสิทธิภาพ



เอกสารอ้างอิง

- Abdalla, I. S. A., & Murinde, V. (1997). Exchange rate and stock price interactions in emerging financial markets: evidence on India, Korea, Pakistan and the Philippines. *Applied Financial Economics*, 7(1), 25–35. <https://doi.org/10.1080/096031097333826>.
- Aggarwal, R. (1981). Exchange rates and stock prices: a study of the U.S. capital markets under floating exchange rates. *Akron Business and Economic Review*, 12(4), 7–12. https://www.researchgate.net/publication/284201636_Exchange_rates_and_stock_prices_A_study_of_the_US_capital_markets_under_floating_exchange_rates.
- Anusha, P., Dhushanthan, B., & Vinayagathan, T. (2022). The relationship between exchange rate and stock market performance: Empirical evidence from Sri Lanka. *Business and Economic Research*, 12(2), 135–154. <https://doi.org/10.5296/ber.v12i2.19822>.
- Ajayi, R. A., Friedman, J., & Mehdi, S. M. (1998). On the relationship between stock returns and exchange rates: Tests of Granger causality. *Global Finance Journal*, 9(2), 241–251. [https://doi.org/10.1016/S1044-0283\(98\)90006-0](https://doi.org/10.1016/S1044-0283(98)90006-0).
- Ajayi, R. A., & Mougoué, M. (1996). On the dynamic relation between stock prices and exchange rates. *Journal of Financial Research*, 19(2), 193–207. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1996.tb00593.x>
- Bahmani-Oskooee, M., & Saha, S. (2018). On the relation between exchange rates and stock prices: A non-linear ARDL approach and asymmetry analysis. *Journal of Economics and Finance*, 42(1), 112–137. <https://doi.org/10.1007/s12197-017-9388-8>.
- Blau, B. M. (2018). Exchange rate volatility and the stability of stock prices. *International Review of Economics & Finance*, 58, 299–311. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.04.002>.
- Bodnar, G. M., & Gentry, W. M. (1993). Exchange rate exposure and industry characteristics: Evidence from Canada, Japan, and the USA. *Journal of International Money and Finance*, 12(1), 29–45. [https://doi.org/10.1016/0261-5606\(93\)90008-Y](https://doi.org/10.1016/0261-5606(93)90008-Y).
- Cavanaugh, J. E., & Neath, A. A. (2019). The Akaike information criterion: Background, derivation, properties, application, interpretation, and refinements. *WIREs Computational Statistics*, 11(3), e1460. <https://doi.org/10.1002/wics.1460>.



- Ceylan, I. E., & Ceylan, F. (2023). Symmetric and asymmetric effects of exchange rate changes on stock prices in fragile five economies: analysis of the global crisis and pandemic period. *Journal of Economic Integration*, 38(4), 646–669. <https://doi.org/10.11130/jei.2023.38.4.646>.
- Cheah, S.-P., Yiew, T.-H., & Ng, C.-F. (2017). A nonlinear ARDL analysis on the relation between stock price and exchange rate in Malaysia. *Economics Bulletin*, 37(1), 336–346. <http://www.accessecon.com/Pubs/EB/2017/Volume37/EB-17-V37-I1-P30.pdf>.
- Dornbusch, R., & Fischer, S. (1980). Exchange rates and the current account. *American Economic Review*, 70(5), 960–971. <https://www.jstor.org/stable/1805775>.
- El-Diftar, D. (2023). The impact of exchange rates on stock market performance of the Emerging 7. *Journal of Capital Markets Studies*, 7(2), 125–139. <https://doi.org/10.1108/JCMS-03-2023-0005>.
- Fidora, M., Fratzscher, M., & Thimann, C. (2007). Home bias in global bond and equity markets: The role of real exchange rate volatility. *Journal of International Money and Finance*, 26(4), 631–655. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2007.03.002>.
- Frankel, J. A. (1983). Monetary and portfolio-balance models of exchange rate determination. In J. S. Bhandari & B. H. Putnam (Eds.), *Economic interdependence and flexible exchange rates* (pp. 84–114). <https://escholarship.org/uc/item/3529p598.pdf>.
- Javangwe, K. Z., & Takawira, O. (2022). Exchange rate movement and stock market performance: An application of the ARDL model. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 2075520. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2075520>.
- Jiranyakul, K. (2012). Linkages between Thai stock and foreign exchange markets under the floating exchange rate regime. *Journal of Financial Economic Policy*, 4(4), 305–319. <https://doi.org/10.1108/17576381211279280>.
- Nusair, S. A., & Olson, D. (2022). Dynamic relationship between exchange rates and stock prices for the G7 countries: A nonlinear ARDL approach. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 78, 101541. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101541>.
- Ooi, A.-Y., Wafa, S. A. W. S. K., Lajuni, N., & Ghazali, M. F. (2009). Causality between exchange rates and stock prices: Evidence from Malaysia and Thailand. *International Journal of Business and Management*, 4(3), 86–98. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v4n3p86>.



- Pan, M.-S., Fok, R. C. W., & 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. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2005.09.003>.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289–326
- Phylaktis, K., & Ravazzolo, F. (2005). Stock prices and exchange rate dynamics. *Journal of International Money and Finance*, 24(7), 1031–1053. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2005.08.001>.
- Solnik, B. (1984). Stock prices and monetary variables: The international evidence. *Financial Analysts Journal*, 40(2), 69–73. <https://doi.org/10.2469/faj.v40.n2.69>.
- Shrestha, M. B., & Bhatta, G. R. (2018). Selecting appropriate methodological framework for time series data analysis. *The Journal of Finance and Data Science*, 4(2), 71–89. <https://doi.org/10.1016/j.jfds.2017.11.001>.
- Tian, G. G., & Ma, S. (2010). The relationship between stock returns and the foreign exchange rate: *The ARDL approach*. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 15(4), 490–508. <https://doi.org/10.1080/13547860.2010.516171>.
- Türsoy, T. (2017). Causality between stock prices and exchange rates in Turkey: Empirical evidence from the ARDL bounds test and a combined cointegration approach. *International Journal of Financial Studies*, 5(1), 8. <https://doi.org/10.3390/ijfs5010008>.
- Wong, H. T. (2022). The impact of real exchange rates on real stock prices. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 27(54), 262–276. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-03-2021-0011>.
- Wongbangpo, P., & Sharma, S. C. (2002). Stock market and macroeconomic fundamental dynamic interactions: ASEAN-5 countries. *Journal of Asian Economics*, 13(1), 27–51. [https://doi.org/10.1016/S1049-0078\(01\)00111-7](https://doi.org/10.1016/S1049-0078(01)00111-7).