

อิทธิพลของดัชนีความเครียดทางการเงิน ดัชนีความผันผวน
ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจและปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีต่อ
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500, Nikkei 225 และ FTSE 100

**The Impact of Financial Stress Index, CBOE Volatility Index, Economic
Policy Uncertainty Index, and Macroeconomic Factors on Global Stock
Market Indices: Evidence from S&P 500, Nikkei 225, and FTSE 100**

ภุริตา ประเสริฐ^{1*} และพรวรรณ นันทแพศย์¹
Purita Prasert^{1*} and Pornwan Nunthaphad¹

Received: April 02, 2025; Revised: July 22, 2025; Accepted: August 08, 2025

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของดัชนีความเครียดทางการเงิน ดัชนีความผันผวน ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจ และปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P500, Nikkei 225 และ FTSE100 โดยการศึกษาในครั้งนี้เป็นข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative) จากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series Data) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลย้อนหลังรายเดือน จำนวน 172 เดือน ตั้งแต่เดือนกันยายน พ.ศ. 2553 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2567 โดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติในสมการการถดถอยพหุคูณเชิงเส้น (Multiple Linear Regression) เพื่อใช้ในการวิเคราะห์หาตัวแปรอิสระหรือปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อตัวแปรตามที่ศึกษา ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีความเครียดทางการเงิน และดัชนีความผันผวน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนี S&P 500, ดัชนี Nikkei 225 และดัชนี FTSE 100 สะท้อนถึงพฤติกรรมของนักลงทุนที่มีแนวโน้มลดการถือครองสินทรัพย์เสี่ยงเมื่อระดับความเสี่ยงในตลาดมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ในทางตรงกันข้าม ราคาน้ำมันดิบมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนี S&P 500, ดัชนี Nikkei 225 และดัชนี FTSE 100 สะท้อนถึงบทบาทของราคาน้ำมันในฐานะตัวชี้วัดการเติบโตของเศรษฐกิจโลก สำหรับดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจพบว่าดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกา ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับดัชนี S&P 500 ขณะที่ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจญี่ปุ่น และดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจอังกฤษ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนี Nikkei 225 และดัชนี FTSE 100 สะท้อนให้เห็นถึงผลกระทบที่แตกต่างกันของความไม่แน่นอนเชิงนโยบายในแต่ละประเทศต่อตลาดหุ้น ส่วนราคาทองคำพบว่ามีสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนี S&P 500 แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนี Nikkei 225 และไม่มีความสัมพันธ์กับดัชนี FTSE 100 โดยการศึกษาจะช่วยเป็นแนวทางประกอบการพิจารณาแนวโน้มในการคาดการณ์ความเคลื่อนไหวของดัชนี S&P 500 ดัชนี Nikkei 225 และดัชนี FTSE 100 เพื่อที่จะสามารถวางแผนการบริหารพอร์ตการลงทุนและจัดการความเสี่ยงได้ดีมากยิ่งขึ้น

¹ สาขาวิชาการเงินประยุกต์ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, Program in Applied Finance, Faculty of Business Administration, Kasetsart University

*Corresponding author e-mail: Purita.pr@live.ku.th

คำสำคัญ: ดัชนีความเครียดทางการเงิน ดัชนีความผันผวน ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจ FTSE 100
Nikkei 225 S&P 500

Abstract

This study aims to examine the impact of the Financial Stress Index, CBOE Volatility Index, Economic Policy Uncertainty Index, and macroeconomic factors on major stock market indices: the S&P 500, Nikkei 225, and FTSE 100. This research employs a quantitative approach utilizing secondary data in the form of monthly time series data collected over 172 months, from September 2010 to December 2024. The analysis applies econometric methods, specifically multiple linear regression, to identify the independent variables that significantly influence the stock indices under investigation. The findings indicate that both the Financial Stress Index and the CBOE Volatility Index exhibit negative relationships with the S&P 500, Nikkei 225, and FTSE 100 indices. This suggests that investors tend to reduce their exposure to risky assets when market stress or volatility increases. Conversely, crude oil prices demonstrate positive associations with all three indices, underscoring their role as a proxy for global economic growth. Regarding the Economic Policy Uncertainty Index, the U.S. EPU shows no significant relationship with the S&P 500, whereas the Japanese and U.K. EPUs exhibit negative relationships with the Nikkei 225 and FTSE 100, respectively. This highlights the heterogeneous influence of policy uncertainty across different countries and their respective capital markets. Finally, gold prices are positively correlated with the S&P 500, negatively correlated with the Nikkei 225, and show no significant relationship with the FTSE 100. The research provides valuable insights for forecasting the movements of these major stock indices and contributes to enhanced investment portfolio management and risk mitigation strategies.

Keywords: Financial Stress Index, CBOE Volatility Index, Economic Policy Uncertainty Index, FTSE 100, Nikkei 225, S&P 500

บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการเป็นหนึ่งในเสาหลักเพื่อขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศผ่านการทำหน้าที่เป็นแหล่งระดมทุนให้กับภาคธุรกิจทุกขนาดทั้งภาครัฐและเอกชนที่ขยายไปสู่อุตสาหกรรมใหม่และระบบนิเวศดิจิทัล การส่งเสริมพัฒนาการด้านคุณภาพของบริษัทจดทะเบียน และการเป็นแหล่งการลงทุนและการออมให้กับผู้ลงทุนทุกประเภท (The Stock Exchange of Thailand, 2023) ในปัจจุบันการลงทุนในตลาดหุ้นต่างประเทศได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงหลายปีที่ผ่านมา โดยเฉพาะในช่วงปี 2564 ข้อมูลยอดคงค้างเงินลงทุนในต่างประเทศในตราสารทุนและตราสารหนี้ของนักลงทุนรายย่อยที่ลงทุนผ่านตัวแทนย้อนหลังตั้งแต่ไตรมาส 1/2562 ถึงไตรมาส 4/2567 (Bank of Thailand, 2024) มีแนวโน้มในการลงทุนในตราสารทุนและตราสารหนี้เพิ่มขึ้น สะท้อนให้เห็นถึงความสนใจที่เพิ่มขึ้นในการลงทุนในตลาดต่างประเทศ โดยเฉพาะในตราสารทุนที่มีการเติบโตสูง และตราสารหนี้ที่ให้ผลตอบแทนที่น่าสนใจในช่วงเวลาที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดมีการปรับตัว ซึ่งในปี 2564 มีการเติบโตของการลงทุนเพิ่มสูงขึ้นอันเนื่องมาจากสาเหตุหลักจากพฤติกรรมการลงทุนของคนไทยที่ต้องการแสวงหาผลตอบแทนที่สูงกว่าการลงทุนภายในประเทศและภาวะเศรษฐกิจการเงินโลกเอื้ออำนวย ประกอบกับการผ่อนคลายหลักเกณฑ์ภายใต้แผนการผลักดันให้เกิดระบบนิเวศของอัตราแลกเปลี่ยนใหม่ของธนาคารแห่งประเทศไทย ช่วยให้คนไทยสามารถออกไปลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศได้สะดวกขึ้น โดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อย (Bank of Thailand, 2021)

การลงทุนในปี 2568 กลับเข้าสู่ยุค “ความไม่แน่นอนที่คาดการณ์ได้ยาก” อีกครั้ง จากผลของนโยบายเศรษฐกิจระดับโลกที่เปลี่ยนทิศทางฉับพลัน โดยเฉพาะจากประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งเป็นศูนย์กลางของการเคลื่อนไหวของเงินทุนโลก ซึ่งนักลงทุนต้องพิจารณาและวางกลยุทธ์การลงทุนใหม่เพื่อลดความเสี่ยงในสภาวะที่มีความไม่แน่นอนสูงเหล่านี้

(Wacharawat, 2025) ซึ่งนักลงทุนสามารถใช้ดัชนี Economic Policy Uncertainty ที่นำเสนอโดย Baker et al., (2016) เป็นตัวแทนของความเคลื่อนไหวในความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับนโยบายทางเศรษฐกิจของรัฐบาล โดยเฉพาะในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับการควบคุมเศรษฐกิจ การเงิน และการลงทุน ไม่เพียงแต่ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ การวัดความเสี่ยงและความผันผวนในตลาดจึงเป็นอีกเรื่องหนึ่งที่สำคัญสำหรับนักลงทุน และผู้ที่เกี่ยวข้องกับตลาดการเงิน โดยส่วนใหญ่ของนักลงทุนรวมถึงผู้จัดการกองทุนต่าง ๆ มักใช้ดัชนีความผันผวน (The CBOE Volatility Index : VIX) เป็นตัววัดถึงความผันผวนดังกล่าว เนื่องจากดัชนีนี้สามารถบอก "อารมณ์ของตลาด" ในอนาคตได้ โดยดัชนีดังกล่าวมักมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีตลาดหุ้น (Saengthongstatit, 2020) และดัชนีความเครียดทางการเงิน (Financial Stress Index : FSI) เป็นตัววัดความรุนแรงของวิกฤตทางการเงินในช่วงเวลาที่เกิดขึ้น โดยดัชนีความเครียดทางการเงินแสดงให้เห็นว่าความเครียดทางการเงินทวีความรุนแรงขึ้นเมื่อมีความเปราะบางที่เพิ่มขึ้นในระบบการเงิน (Park & Mercado, 2013) ซึ่งการติดตามดัชนีชี้วัดต่าง ๆ ที่สะท้อนถึงสภาวะการเงินและความเชื่อมั่นในตลาด จึงเป็นเครื่องมือสำคัญในการประเมินสภาพเศรษฐกิจ การศึกษาของ Lumengo and Salifya (2023) พบว่าการส่งผ่านความผันผวนของตลาดหุ้นในประเทศพัฒนาแล้ว ไปยังตลาดหุ้นในประเทศที่กำลังพัฒนาเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากการเชื่อมโยงทางการเงิน การเชื่อมโยงกับเศรษฐกิจโลก การที่ประเทศที่กำลังพัฒนามีการพึ่งพาการค้าระหว่างประเทศ โดยเฉพาะการส่งออกสินค้าไปยังประเทศที่พัฒนาแล้ว ดังนั้นผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจของประเทศพัฒนาแล้ว หากเศรษฐกิจในประเทศที่พัฒนาแล้วเกิดการชะลอตัว ย่อมส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ในสินค้าของประเทศที่กำลังพัฒนา และถ้าดัชนีหุ้นในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วมีการเคลื่อนไหวที่ปรับตัวสูงขึ้น แสดงให้เห็นว่านักลงทุนมีความมั่นใจในทิศทางของตลาด และการเติบโตทางเศรษฐกิจ ในทางกลับกันหากดัชนีหุ้นมีการปรับตัวลดลง แสดงถึงความวิตกกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจหรือเหตุการณ์ที่มีผลกระทบต่อความมั่นคงทางการเงิน เนื่องจากตลาดหุ้นในประเทศที่พัฒนาแล้วมักจะเป็นแหล่งเงินทุนและเป็นศูนย์กลางการลงทุนที่สำคัญในระดับโลก

จากที่มาและความสำคัญของปัญหาข้างต้นที่ว่าการลงทุนในตลาดหุ้นต่างประเทศของนักลงทุนไทยมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ประกอบกับปัจจุบันที่มีการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจและสถานการณ์ทางการเงินที่ยังมีความไม่แน่นอน ซึ่งงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของดัชนีความเครียดทางการเงิน ดัชนีความผันผวน ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจและปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคยังคงมีอยู่จำกัด อีกทั้งยังศึกษาในบริบทที่สถานการณ์ทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน ดังนั้น ผลการศึกษาที่ได้อาจจะสะท้อนให้เห็นถึงการเคลื่อนไหวในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว แตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลา ซึ่งจะเป็นแนวทางที่จะทำให้นักลงทุนสามารถพัฒนากลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมกับระดับความเสี่ยง และสามารถจัดสรรพอร์ตการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยเฉพาะในภาวะที่ตลาดมีความไม่แน่นอน และยังสามารถนำไปประยุกต์ใช้เป็นเครื่องมือประกอบการตัดสินใจของผู้ให้บริการทางการเงิน เพื่อสร้างความมั่นคงให้กับระบบเศรษฐกิจในระยะยาวอีกด้วย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาอิทธิพลของดัชนีความเครียดทางการเงิน ดัชนีความผันผวน ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจ ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค ที่ส่งผลต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500, Nikkei 225 และ FTSE 100

ทบทวนวรรณกรรม

1. ทฤษฎีการเคลื่อนย้ายเงินทุน

Leamer and Stern (1970) ได้กล่าวว่า การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศมีทฤษฎีทางธุรกิจที่ว่าด้วยการเคลื่อนย้ายทุน เน้นเรื่องความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนในประเทศผู้ส่งออกทุนและประเทศผู้รับทุน ทำให้มีการเคลื่อนย้ายทุนจากประเทศที่มีผลตอบแทนต่ำไปยังประเทศที่มีอัตราผลตอบแทนสูงโดยพิจารณาจากกระแสของผลตอบแทนจากการลงทุนในแต่ละแห่ง

2. แนวคิดที่เกี่ยวข้องกับดัชนีความเครียดทางการเงิน

ดัชนีความเครียดทางการเงิน (Financial Stress Index : FSI) ถูกพัฒนาโดยสำนักงานวิจัยการเงินกระทรวงการคลังสหรัฐอเมริกา เป็นดัชนีที่ใช้วัดความเครียดทางการเงินที่เป็นระบบในตลาดการเงินโลก เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการประเมินความเสี่ยงและความเครียดในระบบการเงิน โดยมีจุดประสงค์หลักในการติดตามสภาพคล่องทางการเงินในตลาดและประเมินสถานะของความเสี่ยงในภาคการเงินที่อาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและเสถียรภาพทางการเงินในระยะยาว ดัชนีนี้ได้รับการออกแบบให้สามารถสะท้อนถึงระดับความเครียดของระบบการเงินโดยรวมทั้งในระดับประเทศและระดับโลก โดยแบ่งตัวบ่งชี้ออกเป็น 5 ประเภท ได้แก่ Credit, Equity Valuation, Funding, Safe Assets and Volatility ซึ่งคำนวณมาจากข้อมูลตัวเลขทางการเงินที่สำคัญทั้งในประเทศสหรัฐอเมริกา กลุ่มประเทศโซนยุโรป ประเทศญี่ปุ่น และกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) โดยดัชนีจะเป็นค่าบวกเมื่อระดับความเครียดสูงกว่าค่าเฉลี่ยและเป็นค่าลบเมื่อระดับความเครียดต่ำกว่าค่าเฉลี่ย ดัชนีจะมีค่าเท่ากับศูนย์ แสดงว่าความเครียดอยู่ในระดับปกติ ซึ่งในช่วงที่เกิดความเครียดทางการเงิน หรือวิกฤตการณ์ต่าง ๆ เมื่อมีความไม่แน่นอนที่เพิ่มขึ้นเกี่ยวกับมูลค่าสินทรัพย์หรือพฤติกรรมของนักลงทุน ความผันผวนในตลาดการเงินต่าง ๆ อาจเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งหมายความว่า นักลงทุนเริ่มไม่มั่นใจเกี่ยวกับมูลค่าของสินทรัพย์และการเคลื่อนไหวในอนาคต ทำให้เกิดการผันผวนที่มากขึ้นในราคาของสินทรัพย์ต่าง ๆ (Office of Financial Research, 2025)

3. แนวคิดเกี่ยวกับดัชนีความผันผวน (The CBOE Volatility Index : VIX)

ดัชนี VIX ของตลาด Chicago Board Option Exchange (CBOE) ได้สร้างดัชนีที่สะท้อนความผันผวนในอนาคตที่นักลงทุนในตลาดคาดการณ์ร่วมกัน เรียกว่า CBOE Volatility Index หรือ "VIX" โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นเครื่องมือในการวัดความผันผวนในอนาคตของตลาดหลักทรัพย์ S&P 500 ซึ่งเป็นดัชนีที่สะท้อนถึงผลการดำเนินงานของหุ้นขนาดใหญ่ในสหรัฐอเมริกา ดัชนี VIX ถือเป็นเครื่องมือที่สำคัญในการวัดความไม่แน่นอนหรือความเสี่ยงในตลาด โดยเฉพาะในช่วงเวลาที่มีความวิตกกังวลหรือวิกฤตทางเศรษฐกิจ โดยการใช้ ดัชนี VIX ให้ผลลัพธ์การคาดการณ์ความผันผวนอย่างแม่นยำและไม่ลำเอียง (Unbiased) แม้กลุ่มตัวอย่างจะมีขนาดเล็กหรือใหญ่ก็ตาม ดัชนี VIX ดังกล่าว ได้ถูกใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างกว้างขวาง และได้ถูกทดสอบความแม่นยำของตัวดัชนีมาแล้วหลายต่อหลายครั้ง (Blair et al., 2001)

4. แนวคิดเกี่ยวกับดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจ

ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจ (Economic Policy Uncertainty Index : EPU) ถูกพัฒนาโดย Baker et al.,(2016) ที่สร้างขึ้นจากเทคนิคการวิเคราะห์เนื้อหา (Content Analysis) ซึ่งเป็นเทคนิคทางอักษรศาสตร์ในการตีความเนื้อหา และสร้างดัชนีเพื่อเป็นตัวแทนความไม่แน่นอนของนโยบายเศรษฐกิจจากข่าวหนังสือพิมพ์ จะทำโดยนับจำนวนข่าวที่มีคำ 3 กลุ่มคำปรากฏในเนื้อหาข่าว คือ 1) Economic หรือ Economy 2) Uncertainty 3) คำที่เกี่ยวข้องกับนโยบายเศรษฐกิจ หรือ Policy Term Sets เช่น กลุ่มคำด้านนโยบายการคลัง เช่น ภาษี การใช้จ่ายภาครัฐ เป็นต้น และกลุ่มคำนโยบายการเงิน เช่น อัตราดอกเบี้ย ธนาคารกลาง เป็นต้น ขั้นตอนต่อมา คือ ทำการปรับข้อมูลด้วยจำนวนบทความทั้งหมดในหนังสือพิมพ์เดียวกัน และในช่วงเวลาเดียวกันและปรับข้อมูลให้เป็นค่ามาตรฐาน (Standardization) ด้วยการหารด้วยค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน จากนั้นหาค่าเฉลี่ยของข้อมูลที่เป็นมาตรฐานของแต่ละหนังสือพิมพ์ในแต่ละช่วงเวลา และนำมาปรับเพื่อให้ข้อมูลมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 100 หรือ Normalization (Mora, 2019)

5. แนวคิดเกี่ยวกับราคาน้ำมัน

ปัจจุบันน้ำมันดิบ (Crude Oil) ยังคงเป็นหนึ่งในพลังงานที่สำคัญที่สุดของโลก กอปรกับน้ำมันดิบเป็นทรัพยากรธรรมชาติที่ไม่สามารถนำกลับมาใช้ใหม่ได้และใช้เวลานานมากในการสร้างทดแทนหลังจากกลั่นน้ำมันดิบจะได้ น้ำมันเชื้อเพลิงต่าง ๆ ที่นำไปใช้ในภาคอุตสาหกรรมจำนวนมาก ได้แก่ อุตสาหกรรมการผลิต การบริการการขนส่งสินค้า และผู้คน เป็นต้น แม้ปัจจุบันมีพลังงานทดแทนจำนวนมาก น้ำมันเชื้อเพลิงก็ยังคงเป็นพลังงานที่มีความจำเป็น และใช้งานจำนวนมาก ในขณะที่ราคาน้ำมันดิบนั้นมักมีความผันผวน จากปัจจัยต่าง ๆ ได้แก่ ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental) เช่น ข้อมูลปริมาณการผลิตน้ำมัน ปริมาณน้ำมันสำรอง ปริมาณความต้องการน้ำมันของประเทศที่ใช้งานน้ำมันจำนวนมากของโลกและเศรษฐกิจโดยรวมของโลก เป็นต้น และปัจจัยจากข่าว (Sentiment) จากประเทศหรืออุตสาหกรรมสำคัญที่ส่งผลต่อความรู้สึก หรืออารมณ์ของการซื้อขายในตลาดน้ำมันส่งผลกระทบต่อแนวโน้มการขึ้นลงของราคาน้ำมันดิบ ซึ่งใช้อุปทานของน้ำมันเชื้อเพลิง (Oil) เป็นสินค้าประเภทหนึ่งที่มีลักษณะการทำธุรกิจค่อนข้างเป็นเอกลักษณ์ไม่เหมือนกับสินค้าประเภทอื่น (Wanichchakrapong & Ananphonsak, 2022)

6. แนวคิดเกี่ยวกับราคาทองคำ

ทองคำเป็นสินทรัพย์รูปแบบหนึ่งที่นักลงทุนให้ความสนใจเพราะนอกจากทองคำจะเป็นทรัพย์สินที่มีสภาพคล่องสูงและสามารถเป็นหลักทรัพย์ประกันความเสี่ยงให้กับผู้ที่ถือครองแล้ว ยังเป็นแหล่งลงทุนที่สามารถทำกำไรสำหรับนักลงทุน โดยทั่วไปความต้องการในทองคำมีวัตถุประสงค์สองประการ คือ เพื่อใช้ในอุตสาหกรรมเครื่องประดับ อุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์และการสื่อสาร โทรคมนาคม และในวงการแพทย์และทันตกรรม ซึ่งความต้องการประเภทนี้จะแปรผันตามอุปสงค์ และอุปทานของอุตสาหกรรมดังกล่าว สำหรับอีกวัตถุประสงค์ของความต้องการทองคำคือ เพื่อประโยชน์ในการเก็งกำไรซึ่งเป็นอีกทางเลือกหนึ่งของนักลงทุน ทำให้ในปัจจุบันการเคลื่อนไหวของราคาทองคำเป็นสิ่งที่ได้รับความสนใจมากขึ้นเพื่อที่จะเป็นเกณฑ์ประกอบในการตัดสินใจลงทุน (Pibulphanitkan, 2015)

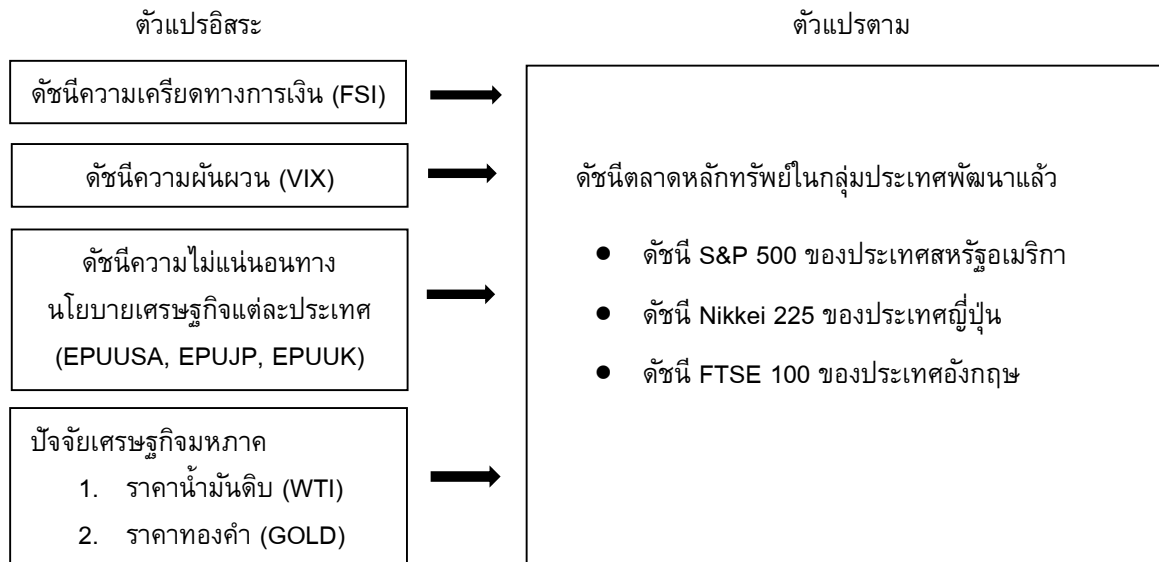
7. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในสภาวะเศรษฐกิจโลกที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วและไม่แน่นอน ปัจจัยเสี่ยงทางการเงินได้กลายเป็นประเด็นสำคัญที่หลาย ๆ ประเทศให้ความสนใจอย่างใกล้ชิด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงเวลาที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ เช่น วิกฤตการเงินโลกปี 2008 หรือวิกฤตโควิด-19 ซึ่งได้แสดงให้เห็นถึงความเปราะบางของระบบการเงิน และผลกระทบที่ลุกลามไปยังภาคส่วนต่าง ๆ ของเศรษฐกิจ โดย Saka (2024) พบว่า ดัชนีความเครียดทางการเงินมีอิทธิพลต่อดัชนีหุ้นใน

กลุ่มประเทศ MINT (ประเทศเม็กซิโก ประเทศอินโดนีเซีย ประเทศไนจีเรีย และประเทศตุรกี) โดยเฉพาะในประเทศที่มีการพัฒนาเศรษฐกิจและการเงินต่ำกว่าเช่น ประเทศไนจีเรียที่ได้รับผลกระทบมากที่สุด เนื่องจากความไม่มั่นคงทางการเงินภายในประเทศ ในขณะที่ประเทศเม็กซิโกที่มีการพัฒนาเศรษฐกิจและการเงินที่แข็งแกร่งกว่ามีการตอบสนองต่อความเครียดทางการเงินน้อยกว่า และในแง่ของความผันผวนของตลาด Sarwar (2012) พบว่า ดัชนี VIX ซึ่งสะท้อนระดับความกลัวของนักลงทุน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนของดัชนี S&P เมื่อความผันผวนเพิ่มสูงขึ้น นักลงทุนมีแนวโน้มลดการลงทุนเพื่อลดความเสี่ยง ส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลง และ Jian et al., (2017) พบว่า ความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาลจีนส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมของนักลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ โดยทำให้การตัดสินใจลงทุนเบี่ยงเบนจากปัจจัยพื้นฐาน นักลงทุนมักจะมีพฤติกรรมที่ไม่สมเหตุสมผล โดยนักลงทุนอาจจะเกิดความกลัวหรือระมัดระวังในการลงทุนมากขึ้น ซึ่งทำให้นักลงทุนลดการลงทุน หรือชะลอการลงทุน ซึ่งนำไปสู่การตัดสินใจลงทุนที่ผิดพลาด ส่งผลให้ตลาดหุ้นมีการขายหุ้นมากขึ้นและราคาในตลาดลดลง จึงทำให้ผลตอบแทนที่คาดหวังไม่เป็นไปตามที่ควรนำไปสู่ผลตอบแทนที่คาดหวังต่ำกว่าความเป็นจริง สำหรับปัจจัยด้านราคาน้ำมัน Srinoi and Jitmaneeroj (2018) พบว่า ราคาน้ำมันดิบมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับดัชนี SET 50 สะท้อนให้เห็นว่าราคาน้ำมันสามารถเป็นตัวแทนของภาวะเศรษฐกิจโลก หากในช่วงที่เศรษฐกิจโลกเติบโต การเติบโตนี้อาจทำให้ธุรกิจหลายภาคส่วนมีผลประกอบการที่ดีขึ้น และการเติบโตของบริษัทเหล่านั้นสามารถสะท้อนในราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน ส่งผลให้ตลาดหุ้นในประเทศมีแนวโน้มเป็นบวก Naveed et al., (2016) พบว่า ราคาทองคำมีอิทธิพลในเชิงบวกต่อราคาหุ้นในประเทศกลุ่ม BRICS ซึ่งบ่งชี้ว่าทองคำอาจถูกมองว่าเป็นสินทรัพย์ที่สะท้อนความมั่นคงทางการเงิน เมื่อราคาทองคำสูงขึ้นราคาหุ้นในตลาดของประเทศที่กล่าวมานี้ก็จะมีแนวโน้มที่จะสูงขึ้นตามไปด้วย อาจหมายความว่าค่าการเพิ่มขึ้นของราคาทองคำมักจะสะท้อนถึงความมั่นคงทางการเงิน นักลงทุนจึงตอบสนองเชิงบวกต่อแนวโน้มราคาทองคำที่เพิ่มขึ้น

จากแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยจึงมีคำถามของการศึกษาว่าดัชนีความเครียดทางการเงิน ดัชนีความผันผวน ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจและปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคมีผลต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500, Nikkei 225 และ FTSE 100 หรือไม่ โดยผลลัพธ์ของการศึกษานี้สามารถนำไปใช้เป็นแนวทางเพื่อที่สามารถจะบอกแนวโน้มในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนต่อความตื่นตัวจากภาวะเศรษฐกิจว่าส่งผลต่อตลาดหลักทรัพย์ในประเทศที่ทำการศึกษายังไง และอาจจะเป็นแนวทางในการศึกษาเพิ่มเติมในประเทศอื่น ๆ

กรอบแนวคิดการวิจัย



รูปที่ 1 : กรอบแนวคิดการวิจัย

ที่มา : ผู้วิจัย

สมมติฐานการวิจัย

- สมมติฐานที่ 1 ดัชนีความเครียดทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์
- สมมติฐานที่ 2 ดัชนีความผันผวนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์
- สมมติฐานที่ 3 ดัชนีความไม่แน่นอนของนโยบายเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์
- สมมติฐานที่ 4 ราคาน้ำมันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์
- สมมติฐานที่ 5 ราคาทองคำมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์

วิธีดำเนินการวิจัย

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาเชิงปริมาณ (Quantitative) ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ในประเภทอนุกรมเวลา (Time Series Data) ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลย้อนหลังรายเดือน จำนวน 172 เดือน ตั้งแต่ เดือนกันยายน พ.ศ. 2553 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2567 โดยในช่วงเวลาดังกล่าวที่ทำการศึกษาค้นคว้าพบว่า ตลาดหุ้นประสบกับวิกฤตเศรษฐกิจครั้งใหญ่ ไม่ว่าจะเป็น วิกฤตเศรษฐกิจโลก (The Great Recession), วิกฤติหนี้ยุโรป (European Crisis) และการระบาดของโควิด-19 ซึ่งวิกฤติเหล่านี้สะท้อนถึงความเปราะบางของระบบเศรษฐกิจ และความจำเป็นในการมีมาตรการรองรับความเสี่ยงที่ครอบคลุม โดยสะท้อนให้เห็นถึงความเชื่อมโยงของระบบเศรษฐกิจในแต่ละประเทศ ใช้วิธีการวิเคราะห์สมการการถดถอยพหุคูณเชิงเส้น (Multiple Linear Regression Analysis) ในการศึกษา

2. การเก็บรวบรวมข้อมูล

เก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลสำนักงานวิจัยการเงินกระทรวงการคลังสหรัฐอเมริกา ระบบอิเล็กทรอนิกส์ Bloomberg และระบบสารสนเทศทางอินเทอร์เน็ตผ่านเว็บไซต์ www.investing.com

2.1 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้สามารถเขียนเป็นฟังก์ชันแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทั้งหมดได้ ตามแบบจำลอง 3 แบบจำลอง ดังนี้

แบบจำลองที่ 1 ดัชนี S&P 500

$$S\&P\ 500_t = \beta_0 + \beta_1 FSI_t + \beta_2 VIX_t + \beta_3 EPUUSA_t + \beta_4 WTI_t + \beta_5 GOLD_t + \varepsilon$$

แบบจำลองที่ 2 ดัชนี Nikkei 225

$$Nikkei\ 225_t = \beta_0 + \beta_1 FSI_t + \beta_2 VIX_t + \beta_3 EPUJP_t + \beta_4 WTI_t + \beta_5 GOLD_t + \varepsilon$$

แบบจำลองที่ 3 ดัชนี FTSE 100

$$FTSE\ 100_t = \beta_0 + \beta_1 FSI_t + \beta_2 VIX_t + \beta_3 EPUUK_t + \beta_4 WTI_t + \beta_5 GOLD_t + \varepsilon$$

โดยที่

$S\&P\ 500_t$ หมายถึง ดัชนี S&P 500 ณ ช่วงเวลา t

$Nikkei\ 225_t$ หมายถึง ดัชนี Nikkei 225 ณ ช่วงเวลา t

$FTSE\ 100_t$ หมายถึง ดัชนี FTSE 100 ณ ช่วงเวลา t

β_0 หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์คงที่

FSI_t หมายถึง ดัชนีความเครียดทางการเงิน ณ ช่วงเวลา t

VIX_t หมายถึง ดัชนีความผันผวน ณ ช่วงเวลา t

$EPUUSA_t$ หมายถึง ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจประเทศสหรัฐอเมริกา ณ ช่วงเวลา t

$EPUJP_t$ หมายถึง ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจประเทศญี่ปุ่น ณ ช่วงเวลา t

$EPUUK_t$ หมายถึง ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจประเทศอังกฤษ ณ ช่วงเวลา t

WTI_t หมายถึง ราคาน้ำมันดิบ Crude Oil Future ณ ช่วงเวลา t

$GOLD_t$ หมายถึง ราคาทองคำ ณ ช่วงเวลา

ε หมายถึง ค่าความคลาดเคลื่อน (Error term)

3. การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการศึกษา

การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ แบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลเป็น 2 ส่วน ดังนี้

3.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นสถิติที่ใช้เพื่ออธิบายคุณลักษณะที่สำคัญของตัวแปรที่นำมาศึกษาวิจัย ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าสูงสุด (Maximum)

3.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เนื่องจากตัวแปรอิสระและตัวแปรตามในแบบจำลองมีหน่วยวัดที่แตกต่างกัน เพื่อให้สามารถเปรียบเทียบผลกระทบได้อย่างเหมาะสมจึงมีการปรับตัวแปรให้อยู่ในรูปของร้อยละการเปลี่ยนแปลงทำให้ไม่จำเป็นต้องแปลงข้อมูลด้วยฟังก์ชันลอการิทึมเพิ่มเติม และใช้วิธีการทางเศรษฐมิติในสมการการถดถอยพหุคูณเชิงเส้น เพื่อใช้ในการวิเคราะห์ตัวแปรอิสระหรือปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อตัวแปรตามที่ศึกษาด้วยโปรแกรม

EViews จะได้ผลการวิเคราะห์ ซึ่งผลการวิเคราะห์ที่ได้นำเสนอได้ผ่านการจัดการปัญหาทางสถิติที่สำคัญ ๆ มาแล้ว เช่น การทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Unit Root Test) โดยการใช้ Augmented Dicky-Fuller (ADF) การทดสอบปัญหา Multicollinearity โดยใช้ค่าของ Correlation Coefficients ต้องมีค่าไม่เกิน 0.8 และค่า Variance Inflation Factor (VIFs) ต้องมีค่าไม่เกิน 10 การทดสอบปัญหา Autocorrelation โดยการใช้ค่า Durbin-Watson Statistic (D.W.) และการทดสอบปัญหา Heteroskedasticity โดยกำหนดนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, 0.05 และ 0.10

การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาณได้ทำการนำชุดข้อมูลในแบบจำลอง ไปทำการทดสอบโดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติในการสร้างสมการถดถอยเชิงเส้น ซึ่งผลการวิเคราะห์ที่ได้นำเสนอได้ผ่านการจัดการปัญหาทางสถิติที่สำคัญ ๆ มาแล้ว ดังนี้

ขั้นตอนที่ 1. การตรวจสอบความนิ่งของตัวแปร (Unit Root Test)

ตารางที่ 1 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลด้วยวิธี Augmented Dickey-Fuller Test (ADF)

ตัวแปร	ADF test ที่ระดับ Level		Order of Integration	
	t-Statistic	Prob.*	Result	I(d)
S&P 500	-14.1942	0.0000	Stationary	I(0)
Nikkei 225	-12.2875	0.0000	Stationary	I(0)
FTSE 100	-14.8781	0.0000	Stationary	I(0)
FSI	-13.9447	0.0000	Stationary	I(0)
VIX	-16.5678	0.0000	Stationary	I(0)
EPUUSA	-16.5560	0.0000	Stationary	I(0)
EPUJP	-15.1675	0.0000	Stationary	I(0)
EPUUK	-16.3393	0.0000	Stationary	I(0)
WTI	-10.3256	0.0000	Stationary	I(0)
GOLD	-14.0988	0.0000	Stationary	I(0)

* ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 1 ในการทดสอบสมมติฐาน จากค่า Prob. น้อยกว่า 0.05 ปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่าข้อมูลมีลักษณะ stationary ที่ระดับ Level

ขั้นตอนที่ 2. การตรวจสอบปัญหา Multicollinearity ด้วยวิธี Correlation Coefficients และวิธีค่า Variance Inflation Factor (VIFs)

ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ด้วยวิธี Correlation Coefficients ของตัวแปรอิสระทุกคู่ พบว่ามีค่าน้อยกว่า 0.8 และค่า VIF ของตัวแปรอิสระ มีค่าน้อยกว่า 10 ดังนั้นกล่าวได้ว่าตัวแปรอิสระทุกตัวไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน กล่าวคือไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity

ขั้นตอนที่ 3. การตรวจสอบปัญหา Autocorrelation จากค่า Durbin-Watson Statistic (D.W.)

ตารางที่ 2 แสดงผลการทดสอบปัญหา Autocorrelation ของโมเดลดัชนี S&P 500

k	n	d_l	d_u	$4-d_u$	$4-d_l$	Durbin-Watson statistic
5	172	1.665	1.802	2.198	2.335	2.2351

โดยที่ k คือ number of independent variables, n คือ number of observations

จากตารางที่ 2 ตรวจสอบค่าสถิติ Durbin-Watson ที่คำนวณได้ มีค่าเท่ากับ 2.2351 ซึ่งจากการเปิดตาราง Durbin-Watson statistic ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ที่ $n = 150$ และ $k = 5$ พบว่า $d_l = 1.665$ และ $d_u = 1.802$ ซึ่งอยู่ในช่วงที่สรุปไม่ได้ ถือว่ายอมรับสมมติฐานหลัก ไม่มีปัญหา Autocorrelation

ตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบปัญหา Autocorrelation ของโมเดลดัชนี Nikkei 225

k	n	d_l	d_u	$4-d_u$	$4-d_l$	Durbin-Watson statistic
5	172	1.665	1.802	2.198	2.335	2.0628

โดยที่ k คือ number of independent variables, n คือ number of observations

จากตารางที่ 3 ตรวจสอบค่าสถิติ Durbin-Watson ที่คำนวณได้ มีค่าเท่ากับ 2.0628 ซึ่งจากการเปิดตาราง Durbin-Watson statistic ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ที่ $n = 150$ และ $k = 5$ พบว่า $d_l = 1.665$ และ $d_u = 1.802$ ซึ่งอยู่ในช่วงที่ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก ถือว่ายอมรับสมมติฐานหลัก ไม่มีปัญหา Autocorrelation

ตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบปัญหา Autocorrelation ของโมเดลดัชนี FTSE 100

k	n	d_l	d_u	$4-d_u$	$4-d_l$	Durbin-Watson statistic
5	172	1.665	1.802	2.198	2.335	2.4478

โดยที่ k คือ number of independent variables, n คือ number of observations

จากตารางที่ 4 ตรวจสอบค่าสถิติ Durbin-Watson ที่คำนวณได้ มีค่าเท่ากับ 2.4478 ซึ่งจากการเปิดตาราง Durbin-Watson statistic ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ที่ $n = 150$ และ $k = 5$ พบว่า $d_l = 1.665$ และ $d_u = 1.802$ ซึ่งอยู่ในช่วงที่ปฏิเสธสมมติฐานหลัก มีปัญหา Autocorrelation เกิดขึ้น จึงทำการแก้ปัญหา Autocorrelation ด้วยวิธี Newey-West

ขั้นตอนที่ 4. การตรวจสอบปัญหาความแปรปรวนคลาดเคลื่อนไม่คงที่ (Heteroskedasticity)

ตารางที่ 5 ผลการทดสอบปัญหา Heteroskedasticity ของดัชนี S&P 500

Heteroskedasticity Test : White			
F-statistic	2.4711	Prob. F(20,151)	0.0010
Obs*R-squared	42.4135	Prob. Chi-Square(20)	0.0024
Scaled explained SS	62.7556	Prob. Chi-Square(20)	0.0000

ผลการตรวจสอบพบว่า ค่า Prob. F (20,151) เท่ากับ 0.0010 และ Prob. Chi-Square (20) เท่ากับ 0.0024 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก สรุปได้ว่า ค่าความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนไม่คงที่หรือมีปัญหา Heteroskedasticity จึงทำการแก้ปัญหาด้วยวิธี Newey West

ตารางที่ 6 ผลการทดสอบปัญหา Heteroskedasticity ของดัชนี Nikkei 225

Heteroskedasticity Test : White			
F-statistic	0.5973	Prob. F(20,151)	0.9100
Obs*R-squared	12.6111	Prob. Chi-Square(20)	0.8934
Scaled explained SS	10.4850	Prob. Chi-Square(20)	0.9585

ผลการตรวจสอบพบว่า ค่า Prob. F (20,151) เท่ากับ 0.9100 และ Prob. Chi-Square (20) เท่ากับ 0.8934 ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐานหลัก สรุปได้ว่า ค่าความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนมีค่าคงที่

ตารางที่ 7 ผลการทดสอบปัญหา Heteroskedasticity ของดัชนี FTSE 100

Heteroskedasticity Test : White			
F-statistic	3.5133	Prob. F(20,151)	0.0000
Obs*R-squared	54.6215	Prob. Chi-Square(20)	0.0000
Scaled explained SS	50.3462	Prob. Chi-Square(20)	0.0002

ผลการตรวจสอบพบว่า ค่า Prob. F (20,151) เท่ากับ 0.0000 และ Prob. Chi-Square (20) เท่ากับ 0.0000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก สรุปได้ว่า ค่าความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนไม่คงที่หรือมีปัญหา Heteroskedasticity จึงทำการแก้ปัญหาด้วยวิธี Newey West

ผลการวิจัย

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของตัวแปร ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าสูงสุด (Maximum) ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ค่าสูงสุด (Max)	ค่าต่ำสุด (Min)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.)
S&P 500	6,032.38	1,131.40	2,812.77	1,251.31
Nikkei 225	40,369.44	8,434.61	20,922.18	8,173.90
FTSE100	8,376.63	5,128.48	6,828.03	746.41
FSI	7.28	-4.05	-1.19	2.04
VIX	53.54	9.51	18.33	6.66
EPUUSA	350.46	71.26	139.13	45.46

ตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา (ต่อ)

ตัวแปร	ค่าสูงสุด (Max)	ค่าต่ำสุด (Min)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.)
EPUJP	231.28	63.97	112.77	28.17
EPUUK	558.22	62.34	157.07	72.65
WTI	114.67	18.84	71.80	21.70
GOLD	2,743.80	1,060.91	1,563.46	353.50

ดัชนี S&P 500 พบว่า ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 2,812.77 จุด โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 1,251.31 จุด ซึ่งมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 6,032.38 จุด ดัชนี Nikkei 225 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 20,922.18 จุด โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 8,173.90 จุด ซึ่งมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 40,369.44 จุด ดัชนี FTSE 100 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 6,828.03 จุด โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 746.41 จุด ซึ่งมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 8,376.63 จุด ดัชนีความเครียดทางการเงิน (FSI) พบว่า ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -1.19 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 2.04 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 7.28 ดัชนีความผันผวน (VIX) พบว่า ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 18.33 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 6.66 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 53.54 ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกา (EPUUSA) พบว่า ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 139.13 จุด โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 45.46 จุด มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 350.46 จุด ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจของประเทศญี่ปุ่น (EPUJP) พบว่า ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 112.77 จุด โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 28.17 จุด มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 231.28 จุด ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจของประเทศไทย (EPUUK) พบว่า ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 157.07 จุด โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 72.65 จุด มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 558.22 จุด ราคาน้ำมันดิบ (WTI) พบว่า ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 71.80 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 21.70 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 114.67 ราคาทองคำ (GOLD) พบว่า ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1,563.46 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 353.50 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 2,743.80

2. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

2.1 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500

ตารางที่ 9 ผลการทดสอบอิทธิพลของตัวแปรอิสระที่มีต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient)	ค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน (Std. Error)	สถิติทดสอบที t-Statistic	ระดับนัยสำคัญ P-value
% Δ FSI	-0.0006	0.0003	-1.6944	0.0921*
% Δ VIX	-0.1057	0.0118	-8.9465	0.0000***
% Δ EPUUSA	-0.0154	0.0108	-1.4234	0.1565
% Δ WTI	0.0595	0.0226	2.6309	0.0093***
% Δ GOLD	0.1000	0.0414	2.4143	0.0168**
CONSTANT	1.3439	0.1852	7.2529	0.0000
R-Squared	0.5929	Adjusted R-squared		0.5806
Prob(F-Statistic)	0.0000	Durbin-Watson		2.2350

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

ผลการทดสอบพบว่า แบบจำลองมีค่าสถิติ F-statistic เท่ากับ 0.0000 แสดงว่า ตัวแปรในแบบจำลองทั้งหมดมีอิทธิพล หรือสามารถร่วมพยากรณ์ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500 อย่างมีนัยสำคัญโดยมีค่า R-Squared เท่ากับ 0.5929 หรือร้อยละ 59.29 และมีค่า Adjusted R-squared เท่ากับ 0.5806 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรในแบบจำลองสามารถอธิบายความผันแปรของตัวแปรตามได้ร้อยละ 59.29 ส่วนที่เหลือร้อยละ 40.71 สามารถอธิบายได้ด้วยปัจจัยอื่น ๆ นอกเหนือจากที่ได้ทำการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้

ผลการทดสอบ t-statistic มีตัวแปรที่อธิบายตัวแปรตาม คือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500 ได้แก่ ดัชนีความเครียดทางการเงิน มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0006 ดัชนีความผันผวน มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.1057 ราคาน้ำมันดิบ มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0595 และราคาทองคำ มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.1000 เมื่อพิจารณาระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบปัจจัยที่มีผลต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500 ได้แก่ ดัชนีความผันผวน ราคาน้ำมัน และระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ได้แก่ ราคาทองคำ และระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 ได้แก่ ดัชนีความเครียดทางการเงิน และผลการศึกษายังพบอีกว่าดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกา ไม่มีความสัมพันธ์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500 โดยนำผลการวิเคราะห์มาเขียนเป็นสมการเชิงการพยากรณ์ได้ดังนี้

$$\% \Delta S\&P\ 500 = 1.3439 - 0.0006(\% \Delta FSI)^* - 0.1057(\% \Delta VIX)^{***} - 0.0154(\% \Delta EPUUSA) + 0.0595(\% \Delta WTI)^{***} + 0.1000(\% \Delta GOLD)^{**}$$

โดย *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

2.2 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ Nikkei 225

ตารางที่ 10 ผลการทดสอบอิทธิพลของตัวแปรอิสระที่มีต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ Nikkei 225

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient)	ค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน (Std. Error)	สถิติทดสอบที่ t-Statistic	ระดับนัยสำคัญ P-value
% Δ FSI	-0.0015	0.0007	-2.1791	0.0307**
% Δ VIX	-0.0778	0.0116	-6.6672	0.0000***
% Δ EPUJP	-0.0352	0.0165	-2.1269	0.0349**
% Δ WTI	0.0830	0.0265	3.1306	0.0021***
% Δ GOLD	-0.2711	0.0667	-4.0634	0.0001***
CONSTANT	1.4034	0.3025	4.6386	0.0000
R-Squared	0.3717	Adjusted R-squared		0.3528
Prob(F-Statistic)	0.0000	Durbin-Watson		2.0627

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

ผลการทดสอบพบว่า แบบจำลองมีค่าสถิติ F-statistic เท่ากับ 0.0000 แสดงว่า ตัวแปรในแบบจำลองทั้งหมดมีอิทธิพล หรือสามารถร่วมพยากรณ์ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ Nikkei 225 อย่างมีนัยสำคัญโดยมีค่า R-Squared เท่ากับ 0.3717 หรือร้อยละ 37.17 และมีค่า Adjusted R-squared เท่ากับ 0.3528 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรในแบบจำลองสามารถอธิบาย

ความผันแปรของตัวแปรตามได้ร้อยละ 37.17 ส่วนที่เหลือร้อยละ 62.83 สามารถอธิบายได้ด้วยปัจจัยอื่น ๆ นอกเหนือจากที่ได้ทำการศึกษาค้างนี้

ผลการทดสอบ t-statistic มีตัวแปรที่อธิบายตัวแปรตามคือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ Nikkei 225 ได้แก่ ดัชนีความเครียดทางการเงิน มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0015 ดัชนีความผันผวน มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0778 ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจของประเทศญี่ปุ่น มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0352 ราคาน้ำมันดิบ มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0830 และราคาทองคำ มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.2711 ซึ่งสามารถประมาณค่าความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีความเครียดทางการเงิน ดัชนีความผันผวน ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจของประเทศญี่ปุ่น และปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ Nikkei 225 โดยนำผลการวิเคราะห์มาเขียนเป็นสมการเชิงการพยากรณ์ได้ดังนี้

$$\% \Delta \text{Nikkei 225} = 1.4034 - 0.0015(\% \Delta \text{FSI})^{**} - 0.0778(\% \Delta \text{VIX})^{***} - 0.0352(\% \Delta \text{EPUJP})^{**} + 0.0830(\% \Delta \text{WTI})^{***} - 0.2711(\% \Delta \text{GOLD})^{***}$$

โดย

*** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

2.3 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ FTSE 100

ตารางที่ 11 ผลการทดสอบอิทธิพลของตัวแปรอิสระที่มีต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ FTSE 100

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient)	ค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน (Std. Error)	สถิติทดสอบที่ t-Statistic	ระดับนัยสำคัญ P-value
% Δ FSI	-0.0007	0.0004	-1.6712	0.0966*
% Δ VIX	-0.0719	0.0071	-10.0286	0.0000***
% Δ EPUUK	-0.0172	0.0060	-2.8284	0.0053***
% Δ WTI	0.0784	0.0238	3.2873	0.0012***
% Δ GOLD	0.0606	0.0458	1.3215	0.1881
CONSTANT	0.5454	0.1459	3.7521	0.0002
R-Squared	0.5003	Adjusted R-squared		0.4853
Prob(F-Statistic)	0.0000	Durbin-Watson		2.4478

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

ผลการทดสอบพบว่า แบบจำลองมีค่าสถิติ F-statistic เท่ากับ 0.0000 แสดงว่า ตัวแปรในแบบจำลองทั้งหมดมีอิทธิพล หรือสามารถร่วมพยากรณ์ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ FTSE 100 อย่างมีนัยสำคัญโดยมีค่า R-Squared เท่ากับ 0.5003 หรือร้อยละ 50.03 และมีค่า Adjusted R-squared เท่ากับ 0.4853 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรในแบบจำลองสามารถอธิบายความผันแปรของตัวแปรตามได้ร้อยละ 50.03 ส่วนที่เหลือร้อยละ 49.97 สามารถอธิบายได้ด้วยปัจจัยอื่น ๆ นอกเหนือจากที่ได้ทำการศึกษาค้างนี้

ผลการทดสอบ t-statistic มีตัวแปรที่อธิบายตัวแปรตามคือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ FTSE 100 ได้แก่ ดัชนีความเครียดทางการเงิน มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0007 ดัชนีความผันผวน มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0719 ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจของประเทศไทย มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0172 และราคาน้ำมันดิบ มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0784 ซึ่งสามารถประมาณค่าความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีความเครียดทางการเงิน ดัชนีความผันผวน ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจของประเทศไทย และปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ FTSE 100 โดยนำผลการวิเคราะห์มาเขียนเป็นสมการเชิงการพยากรณ์ได้ดังนี้

$$\% \Delta \text{FTSE 100} = 0.5454 - 0.0007(\% \Delta \text{FSI})^* - 0.0719(\% \Delta \text{VIX})^{***} - 0.0172(\% \Delta \text{EPUUK})^{***} + 0.0784(\% \Delta \text{WTI})^{***} + 0.0606(\% \Delta \text{GOLD})$$

โดย

*** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

อภิปรายผล

ตารางที่ 12 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานของตัวแปร

ตัวแปร	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ		
	ทิศทาง ความสัมพันธ์	ค่าสัมประสิทธิ์ ดัชนี S&P 500	ค่าสัมประสิทธิ์ ดัชนี Nikkei 225	ค่าสัมประสิทธิ์ ดัชนี FTSE100
ดัชนีความเครียดทางการเงิน (FSI)	ทิศทางตรงกันข้าม	-0.0006*	-0.0015**	-0.0007*
ดัชนีความผันผวน (VIX)	ทิศทางตรงกันข้าม	-0.1057***	-0.0778***	-0.0719***
ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจของประเทศไทย (EPUUSA)	ทิศทางตรงกันข้าม	-0.0154		
ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจของญี่ปุ่น (EPUJP)	ทิศทางตรงกันข้าม		-0.0352**	
ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจของประเทศไทย (EPUUK)	ทิศทางตรงกันข้าม			-0.0172***
ราคาน้ำมันดิบ (WTI)	ทิศทางเดียวกัน	0.0595***	0.0830***	0.0784***
ราคาทองคำ (GOLD)	ทิศทางตรงกันข้าม	0.1000**	-0.2711***	0.0606

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 12 แสดงผลสรุปผลของการทดสอบสมมติฐานของตัวแปรอิสระต่าง ๆ ต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500, Nikkei 225 และ FTSE 100

ผลการศึกษาสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่า ดัชนีความเครียดทางการเงิน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ Nikkei 225 และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ FTSE 100 ภาวะที่เศรษฐกิจหรือระบบการเงินกำลังเผชิญกับความไม่มั่นคง ไม่ว่าจะเป็นการเกิดวิกฤตทางการเงินหรือปัญหาสภาพคล่องในตลาดการเงิน มักสร้างความวิตกกังวลในหมู่นักลงทุน ส่งผลให้ความเครียดทางการเงินเพิ่มสูงขึ้น อาจนำไปสู่การสูญเสียมูลค่าในสินทรัพย์ต่าง ๆ รวมถึงหุ้น เนื่องจากเมื่อความเครียดทางการเงินในตลาดการเงินเพิ่มขึ้น จะส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์ โดยการลดลงของราคาหุ้นอาจสะท้อนถึงความวิตกกังวลในหมู่นักลงทุนเกี่ยวกับปัจจัยความเสี่ยงทางเศรษฐกิจหรือผลประกอบการของบริษัท โดยหากราคาหุ้นมีการปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ลดลง สนับสนุนงานวิจัย Christopoulos et al., (2011) และงานวิจัย Saka (2024)

ผลการศึกษาสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่า ดัชนีความผันผวน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ Nikkei 225 และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ FTSE 100 เนื่องจากดัชนีความผันผวนที่สูงขึ้น อาจทำให้นักลงทุนไม่มั่นใจในสถานการณ์เศรษฐกิจและตลาดการเงิน จึงทำให้ความผันผวนของตลาดเพิ่มขึ้น โดยปกติแล้วนักลงทุนมักจะไม่อยากรับความเสี่ยงในช่วงที่ตลาดไม่มั่นคง จึงทำให้การลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง เช่น หุ้นจะได้รับความนิยมลดลง ตลาดหุ้นจะมีแนวโน้มปรับตัวลดลง เพราะนักลงทุนจะเทขายหุ้นออกจากพอร์ตเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่เกิดขึ้น สนับสนุนงานวิจัย Sarwar (2012) งานวิจัย Chen and Sun (2022) และงานวิจัย Yossapol and Cheuathonghua (2023)

ผลการศึกษาสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่า ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ Nikkei 225 และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ FTSE 100 กล่าวคือเมื่อมีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจ เช่น การปรับเปลี่ยนภาษี การปรับอัตราดอกเบี้ย หรือการกำหนดมาตรการใหม่ ๆ ที่ไม่สามารถคาดเดาผลกระทบ บริษัทต่าง ๆ อาจจะชะลอการลงทุนหรือขยายกิจการออกไป เพราะไม่สามารถคาดการณ์ได้ว่าการเปลี่ยนแปลงในนโยบายเศรษฐกิจจะส่งผลกระทบต่อธุรกิจอย่างไร ซึ่งทำให้การเติบโตของบริษัทและเศรษฐกิจโดยรวมชะลอตัวลง ส่งผลให้ตลาดหุ้นขาดความเชื่อมั่นและราคาหุ้นลดลง ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ลดลงไปด้วย สนับสนุนงานวิจัย Jian et al., (2017) และงานวิจัย Sum (2013) แต่ผลการศึกษายังพบอีกว่าดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกา ไม่มีความสัมพันธ์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500 โดยความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกา อาจกระทบในแต่ละบริษัทที่แตกต่างกัน บางบริษัทอาจจะได้รับผลกระทบในทางบวกหรือทางลบ หรืออาจไม่ได้รับผลกระทบอย่างมากนัก นักลงทุนอาจมองข้ามไปและให้ความสนใจมากขึ้นกับข้อมูลพื้นฐานของหุ้นหรือการเติบโตทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นมากกว่า

ผลการศึกษาสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่า ราคาน้ำมันดิบ (WTI) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ Nikkei 225 และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ FTSE 100 กล่าวคือ เมื่อเศรษฐกิจโลกมีการเติบโตมากขึ้นก็จะส่งผลให้มีการใช้พลังงานเพิ่มขึ้นตามไปด้วย ซึ่งน้ำมันเป็นหนึ่งในพลังงานหลักในการขับเคลื่อนอุตสาหกรรมต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นการผลิต การขนส่ง ซึ่งการที่ราคาน้ำมันสูงขึ้นอาจสะท้อนถึงการเติบโตในอุปสงค์พลังงานจากเศรษฐกิจที่ขยายตัว การที่เศรษฐกิจมีการเติบโต ผู้คนก็จะมีการใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น จะช่วยกระตุ้นการเติบโตในภาคธุรกิจต่าง ๆ ทำให้บริษัทต่าง ๆ ต้องจ้างงานเพิ่มขึ้น และการจ้างงานที่เพิ่มขึ้นก็ช่วยเพิ่มรายได้ให้กับธุรกิจ และทำให้ตลาดหุ้นใน

บางกลุ่มที่เกี่ยวข้อง เช่น บริษัทพลังงาน และธนาคารอาจได้รับประโยชน์จากการเติบโตของเศรษฐกิจอีกด้วย สนับสนุนงานวิจัย Srinoi and Jitmaneroj (2018) งานวิจัย Cheutrapra (2015) และงานวิจัย Fuad and Yuliadi (2021)

ผลการศึกษาสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ในดัชนีตลาดหลักทรัพย์ Nikkei 225 ที่ว่าราคาทองคำ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เพราะทองคำมักถูกมองว่าเป็นสินทรัพย์ปลอดภัยซึ่งนักลงทุนจะหันมาลงทุนในทองคำในช่วงที่เกิดความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจหรือความผันผวนในตลาดการเงิน โดยหากตลาดหุ้นมีความเสี่ยงสูงขึ้น หรือมีความไม่แน่นอนในตลาดเพิ่มสูงขึ้น นักลงทุนมักจะหาทางป้องกันความเสี่ยงโดยการโยกย้ายการลงทุนไปยังทองคำที่มองว่าเป็นสินทรัพย์ปลอดภัยมากยิ่งขึ้นส่งผลให้การลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงลดลง ซึ่งจะทำให้ราคาทองคำมีแนวโน้มสูงขึ้น และการลงทุนในตลาดหุ้นปรับตัวลดลง และประเทศญี่ปุ่นเป็นประเทศที่เผชิญกับภัยพิบัติทางธรรมชาติบ่อยครั้ง ซึ่งมักจะส่งผลกระทบต่ออย่างรุนแรงต่อเศรษฐกิจและตลาดหุ้นของประเทศ การเกิดภัยพิบัติส่งผลให้ธุรกิจต่าง ๆ ได้รับความเสียหาย ทำให้เศรษฐกิจเกิดการชะลอตัวหรือถดถอย ขณะที่ความเสียหายที่เกิดขึ้นทำให้ผลประกอบการของบริษัทต่าง ๆ ลดลง ราคาหุ้นจึงปรับตัวลดลงตามไปด้วย สนับสนุนงานวิจัย Trakulpaisan and Jaroenwiryakul (2023) งานวิจัย Rahmat and Sudjono (2022) และงานวิจัย Syed (2018) แต่ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ในดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500 ที่พบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาทองคำ แม้ว่าทองคำจะถูกมองว่าเป็นสินทรัพย์ปลอดภัย แต่อาจมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับตลาดหุ้นได้ในบางกรณี โดยเฉพาะเมื่อนักลงทุนเกิดความเชื่อมั่นในเศรษฐกิจ หรือภาพรวมของตลาดที่มีแนวโน้มเศรษฐกิจเติบโต นักลงทุนอาจมองได้ว่าเมื่อเศรษฐกิจดีขึ้น ย่อมส่งผลให้ตลาดหุ้น และทองคำที่เป็นสินทรัพย์ทางเลือกในการลงทุนสามารถทำผลกำไรได้สูงขึ้นเช่นเดียวกัน และประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นประเทศที่มีการเก็บสำรองทองคำมากที่สุดในโลก ซึ่งทองคำสำรองนี้มีบทบาทสำคัญในการสร้างความเชื่อมั่นต่อระบบการเงินของสหรัฐอเมริกา และเสริมสร้างความมั่นคงทางเศรษฐกิจ และประกอบกับดัชนีหุ้น S&P 500 ประกอบไปด้วยบริษัทที่ทำธุรกิจที่มีความเกี่ยวข้องเกี่ยวกับทองคำ เช่น บริษัท Newmont Corporation (NEM) ที่ประกอบธุรกิจทำเหมืองทองคำ และแร่อื่น ๆ ดังนั้นอาจได้รับประโยชน์เมื่อราคาทองคำเพิ่มขึ้น ซึ่งจะมีแนวโน้มที่จะผลักดันราคาหุ้นของบริษัทในกลุ่มนี้สูงขึ้น อาจส่งผลให้ดัชนี S&P 500 ปรับตัวขึ้นจากการเติบโตของหุ้นในกลุ่มเหมืองทองคำ สอดคล้องกับงานวิจัย Naveed et al., (2016) แต่ผลการศึกษาในครั้งนี้ยังพบอีกว่า ราคาทองคำไม่มีความสัมพันธ์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ FTSE 100 ซึ่งดัชนีตลาดหลักทรัพย์ FTSE 100 เป็นดัชนีที่สะท้อนผลตอบแทนของหุ้น 100 ตัวแรกในตลาดหุ้นลอนดอน ซึ่งแสดงผลการดำเนินงานของบริษัทขนาดใหญ่ในสหราชอาณาจักร อาจได้รับผลกระทบจากปัจจัยทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ การทำกำไรของบริษัท หรือการเปลี่ยนแปลงในภาวะเศรษฐกิจโลก เช่น อัตราดอกเบี้ย ผลประกอบการของบริษัท และนโยบายทางการเงินที่ส่งผลกระทบต่อตรงกันดัชนีดัชนีหุ้น ดังนั้น ราคาหุ้นอาจไม่มีความสัมพันธ์ที่ชัดเจนกับราคาทองคำ และเนื่องจากช่วงเวลาที่ได้ทำการศึกษาของผู้วิจัยที่เลือกมาทำการศึกษาอาจจะไม่ได้ส่งผลอย่างชัดเจน สอดคล้องกับงานวิจัย Pantuan (2018) ที่พบว่าราคาทองคำ ไม่ส่งผลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET100

สรุปและข้อเสนอแนะ

1. สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาในครั้งนี้ พบว่า ดัชนีความเครียดทางการเงินและดัชนีความผันผวนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนี S&P 500, ดัชนี Nikkei 225 และดัชนี FTSE 100 ในทางกลับกันราคาน้ำมันดิบ พบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนี S&P 500, ดัชนี Nikkei 225 และดัชนี FTSE 100 สำหรับราคาทองคำ พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนี S&P 500 แต่ยังพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนี Nikkei 225 และยังพบว่า

ไม่มีความสัมพันธ์กับดัชนี FTSE 100 ส่วนดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจ พบว่าดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกา ไม่มีความสัมพันธ์กับดัชนี S&P 500 ในขณะที่ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจญี่ปุ่น และดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจอังกฤษ พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนี Nikkei 225 และดัชนี FTSE 100 โดยผลการศึกษาในครั้งนี้จะเป็นประโยชน์กับนักลงทุนไม่ว่าจะเป็นการปรับพอร์ตการลงทุนให้เหมาะสมกับสภาพเศรษฐกิจในแต่ละช่วงเวลา หรือการกระจายความเสี่ยงไปยังสินทรัพย์ที่หลากหลายไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในประเทศ หรือการลงทุนในต่างประเทศ เพื่อเพิ่มโอกาสในการสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นและลดความเสี่ยงจากความผันผวนของตลาดหุ้น

2. ข้อเสนอแนะ

2.1 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

จากผลการศึกษาในครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ต่อหลายภาคส่วนที่เกี่ยวข้อง เพราะในบริบทของเศรษฐกิจโลกที่ปัจจุบันนี้มีความเชื่อมโยงกัน โดยเฉพาะในช่วงเวลาที่เศรษฐกิจโลกเผชิญกับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกหรือความไม่แน่นอนเชิงโครงสร้างที่วัดได้ด้วยตัวแปรดัชนีความเครียดทางการเงิน ดัชนีความผันผวน และดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจ ด้วยเหตุนี้ หากภาครัฐและหน่วยงานที่ทำหน้าที่เป็นผู้นำกำหนดนโยบายได้ให้ความสำคัญกับการกำหนดนโยบายเศรษฐกิจที่มีความโปร่งใส การกำกับดูแลในทุกภาคส่วน และมีการสื่อสารนโยบายอย่างชัดเจน จะช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุน ลดความผันผวนที่อาจเกิดขึ้น และยังสามารถลดระดับความไม่แน่นอนในระบบการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพ

2.2 ข้อเสนอแนะในการนำไปใช้

ผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง หรือนักลงทุนที่มีความสนใจสามารถนำผลการศึกษานี้ไปประยุกต์ใช้ ไม่ว่าจะเป็นการวิเคราะห์เชิงกลยุทธ์ และการบริหารความเสี่ยงในตลาดทุน ซึ่งสามารถนำไปใช้เป็นส่วนหนึ่งของการประเมินความเสี่ยง และการจัดสรรสินทรัพย์ (Asset Allocation) ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยเฉพาะในการบริหารพอร์ตการลงทุนภายใต้ภาวะเศรษฐกิจที่มีความไม่แน่นอนสูง

2.3 ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

สำหรับผู้สนใจที่จะทำการศึกษาในอนาคตในเรื่องอิทธิพลของดัชนีความเครียดทางการเงิน ดัชนีความผันผวน ดัชนีความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจ และปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ มีข้อเสนอแนะดังนี้

2.3.1 การขยายขอบเขตของการศึกษาในหลายช่วงเวลาที่แตกต่างกัน หรือเพิ่มช่วงเวลาการศึกษาที่ยาวขึ้น โดยการใช้ข้อมูลที่ครอบคลุมวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและความผันผวนของตลาดในช่วงต่าง ๆ เช่น ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ หรือช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมือง เพื่อให้ได้มุมมองที่กว้างขึ้นเกี่ยวกับผลการศึกษาได้ชัดเจน หรือได้ผลการศึกษาที่มีความแตกต่างกันออกไป

2.3.2 ต่อยอดการศึกษาในด้านอื่น ๆ เพิ่มเติมนอกเหนือจากปัจจัยความผันผวน หรือความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจ ในแง่มุมต่าง ๆ เพิ่มมากขึ้น เช่น เพิ่มตัวแปรด้านพฤติกรรมของนักลงทุน หรือมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนประเภทต่าง ๆ อาจจะช่วยสะท้อนการลงทุนของนักลงทุนที่ลงทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ได้ดีมากยิ่งขึ้น

2.3.3 งานวิจัยในครั้งถัดไปสามารถนำผลการศึกษาครั้งนี้ไปใช้เป็นข้อมูลเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอื่นที่อยู่นอกเหนือจากกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว เช่น กลุ่มประเทศกำลังพัฒนา หรือกลุ่มประเทศเศรษฐกิจเกิด

ใหม่ เพื่อวิเคราะห์ความแตกต่างของพฤติกรรมการลงทุนหรือปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของตลาด ทั้งนี้เพื่อประยุกต์ใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในบริบทที่หลากหลายยิ่งขึ้น

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พรพรรณ นันทแพทย์ กรรมการที่ปรึกษาการศึกษา ค้นคว้าอิสระ ซึ่งได้อุทิศเวลาในการให้คำปรึกษา ชี้แนะแนวทาง ตลอดจนปรับปรุงแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ด้วยความเอาใจใส่อย่างดียิ่ง ตั้งแต่เริ่มต้นดำเนินการจนประสบผลสำเร็จ การศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลงได้ด้วยดี ในการได้รับความกรุณาเป็นอย่างสูง ผู้วิจัยตระหนักถึงความทุ่มเทและความตั้งใจจริง และกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ ที่นี้

เอกสารอ้างอิง

- Baker, S.R., & Bloom, N., & Davis, S.J. (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, President and Fellows of Harvard College, 131(4), 1593-1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Bank of Thailand. (2024). *FM_PI_002 Outstanding Foreign Investment, Classified by Investor Type and Type of Invested Assets 1/*. https://app...bot.or.th/BTWS_STAT/statistics/BOTWEBSTAT.aspx?reportID=957&l
- Bank of Thailand. (2021). *Investment in Foreign Securities in 2021*. <https://www.bot.or.th/th/our-roles/financial-markets/foreign-exchange-regulations/foreign-exchange-laws/retail-portfolio-investment-abroad/portfolio-investment-2021.html>
- Blair, B., & Poon, S., & Taylor, S. (2001). Forecasting S&P 100 Volatility: The Incremental Information Content of Implied Volatilities and High-Frequency Index Returns, *Journal of Econometrics*, 105(1) , 5- 26. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(01\)00068-9](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(01)00068-9)
- Chen, B., & Sun, Y. (2022). The Impact of VIX on China's Financial Market: A New Perspective Based on High-Dimensional and Time-Varying Methods, *The North American Journal of Economics and Finance*. Elsevier, 63, 101831. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2022.101831>
- Cheutrapra, U. (2015). *Factors Affecting Net Foreign Investors Trading Volume in the Stock Exchange of Thailand* [Independent study, Bangkok University]. BU Research. <https://dspace.bu.ac.th/handle/123456789/2074>
- Christopoulos, A.G., Mylonakis, J., & Koromilas, C. (2011). Measuring the Impact of Financial Crisis on International Markets: An Application of the Financial Stress Index. *Review of European Studies*, 3(1), 22-34. <https://www.ccsenet.org/journal/index.php/res/article/view/10802>
- Fuad, F., & Yuliadi, I. (2021). Determinants of the Composite Stock Price Index (IHSG) on the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economics Research and Social Sciences*, 5(1),27-41. <https://doi.org/10.18196/jerss.v5i1.11002>

- Jian, C., & Fuwei, J., & Guoshi, T. (2017). Economic Policy Uncertainty in China and Stock Market Expected Returns, *Accounting and Finance Association of Australia and New Zealand*, 57(5), 1265-1286. <https://doi.org/10.1111/acfi.12338>
- Leamer, E., & Stern, R. (1970). *Quantitative International Economics*. Boston: Allyn and Bacon, Inc. https://www.anderson.ucla.edu/faculty_pages/edward.leamer/books/QIE.htm
- Lumengo, B., & Salifya, M. (2023). Assessing the Extent of Exchange Rate Risk Pricing in Equity Markets: Emerging Versus Developed Economies. *African Journal of Economic and Management Studies*, 16(1),148-159. <https://doi.org/10.1108/AJEMS-11-2023-0436>
- Mora, A. (2019). The Spillover Effects of Global Economic Policy Uncertainty (GEPU) on Emerging Equity Markets: Evidence from Thailand. *Chiang Mai University Journal of Economics*, 23(2),1-26. <https://so01.tci-thaijo.org/index.php/CMJE/article/view/179619/148254>
- Naveed, R., & Syed, S., & Aviral, T., & Muhammad, H., & Mohd, Z. (2016). Asymmetric Impact of Gold, Oil Prices and Their Volatilities on Stock Prices of Emerging Markets. *Resources Policy*, 49, 290-301. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2016.06.011>
- Office of Financial Research. (2025). *OFR Financial Stress Index*. <https://www.financialresearch.gov/financial-stress-index/>
- Pantuan, W. (2018). Factors Affecting the SET 100 Stock Price Index and the Relationship Between Independent and Dependent Variables. *Graduate Research Presentation Conference*, 13,1460-1470. <https://rsujournals.rsu.ac.th/index.php/rgrc/article/view/985/738>
- Park, C., & Mercado, R. (2013). Determinants of Financial Stress in Emerging Market Economies, *Journal of Banking & Finance*, 45, 199-224. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.09.018>
- Pibulphanitkan, N. (2015). *Analysis of Factors Affecting the Price of Gold Bars in Thailand* [Independent study, Bangkok University]. BU Research. <http://dspace.bu.ac.th/handle/123456789/1863>
- Rahmat, H., & Sudjono. (2022). The Effect of World Gold Price, World Oil Price, USD/IDR Exchange Rate and Inflation on the Joint Stock Price Index (JCI) on the Indonesia Stock Exchange (IDX). *Sch Bull*, 8(1), 33-41. <http://dx.doi.org/10.36348/sb.2022.v08i01.005>
- Saka, K. (2024). The Effect of Financial Stress on Stock Markets: An Example of MINT Economies. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 46(2),1-467. <https://doi.org/10.14780/muiibd.1499394>
- Sarwar, G. (2012). Is VIX an Investor Fear Gauge in BRIC Equity Markets?. *Journal of Multinational Financial Management*, 22(3),55-65. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2012.01.003>
- Saengthongstatit, T. (2020) . *The Influence of Latent Volatility Index on Investment in SET50 Index*. <https://setthasarn.econ.tu.ac.th/blog/detail/516>

- Srinoi, P., & Jitmaneeroj, B. (2018). Factors Affecting the SET50 Index in the Stock Exchange of Thailand. In Rangsit Graduate Research Conference. (Ed.), *The 13th National Graduate Research Conference* (pp. 1471-1478). Rangsit University. <https://rsujournals.rsu.ac.th/index.php/rgrc/article/view/986>
- Sum, V. (2013). The ASEAN Stock Market Performance and Economic Policy Uncertainty in the United States. *Economic Papers: A Journal of Applied Economics and Policy*, 32(4),512–521. <https://doi.org/10.1111/1759-3441.12049>
- Syed, H. (2018). Impact of Interest Rate, Inflation Rate, Exchange Rate and Gold Prices on Karachi Meezan Index 30. *European Journal of Islamic Finance*, 10,2421-2172. <https://doi.org/10.13135/2421-2172/2584>
- The Stock Exchange of Thailand. (2023). *The Thai Stock Market and Its Role on the World Stage*. <https://www.set.or.th/th/about/mediacenter/insights/article/336-the-thai-capital-markets-roles-in-the-global-arena>
- Trakulpaisan, S., & Jaroenwiriyakul, S. (2023). Factors Affecting the Rate of Return of Energy and Utility Securities in the Stock Exchange of Thailand. *Procedia of Multidisciplinary Research*, 1(7),34. <https://so09.tci-thaijo.org/index.php/PMR/article/download/2693/1565/10413>
- Wacharawarat, M. (2025). *Stock Market Volatility: How to Invest in the Era of Trump 2.0*. <https://www.setinvestnow.com/th/knowledge/article/667-tsi-volatile-stock-market-trump-era-investing>
- Wanichchakrapong, K., & Ananphonsak, N. (2022). Analysis of Deviations Crude Oil Price Forecasting Based on Fundamentals between Exchange Rates and Stock Indices Using Artificial Neural Network. *Journal of Engineering and Innovative Research*, 1, 12-20. <https://ph03.tci-thaijo.org/index.php/JEIRKKC/article/download/69/365>
- Yossapol, P., & Cheuathonghua, M. (2023). The Influence of CBOE's Volatility Index, Dowjones Sustainability Index and Macroeconomic Factors on the Thailand Sustainability Investment of the Stock Exchange of Thailand (SETTHSI) and Hangseng Corporate Sustainability Index (HSSUS) of Hongkong Stock Exchange. *Procedia of Multidisciplinary Research*, 1(5), 26. <https://so09.tci-thaijo.org/index.php/PMR/article/download/2259/1176>