

การลงทุนและแสวงหาผลตอบแทนที่ดีขึ้นตามหลักการบริหารพอร์ตโฟลิโอ ซึ่งแนวคิดการกระจายการลงทุนระหว่างประเทศนี้ กระตุ้นให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากประเทศพัฒนาแล้วมายังตลาดเกิดใหม่โดยเฉพาะในประเทศกลุ่มเอเซียตะวันออกเฉียงใต้เนื่องจากอดีตถึงปัจจุบัน

จากหลักการกระจายการลงทุนระหว่างประเทศนี้ การที่นักลงทุนต่างชาติมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเกิดใหม่ (รวมถึงประเทศไทย) จึงไม่ใช่มาจากการเก็งกำไรเพียงอย่างเดียว แต่ยังมาจากความต้องการในการลดความเสี่ยงจากการลงทุนในประเทศเจ้าของทุนด้วยเช่นเดียวกัน

ในระยะต่อมา เมื่อการลงทุนระหว่างประเทศขยายตัวสูงขึ้น ปรากฏการณ์ที่ตลาดหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวไปพร้อมๆ กัน แม้วัฏจักรธุรกิจของแต่ละประเทศจะไม่เหมือนกันสามารถพบเห็นได้มากและบ่อยครั้งขึ้น ดังนั้นจึงเกิดคำถามเกี่ยวกับความเชื่อมโยงของตลาดทุนระหว่างประเทศ ซึ่งการศึกษาทางเศรษฐศาสตร์การเงินในระยะต่อมา พบว่าค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ประเทศต่างๆ มีลักษณะที่เปลี่ยนแปลงไปเรื่อยๆ ไม่คงที่ (Dynamic Correlation) และมีแนวโน้มที่ระดับสัมพันธ์นี้จะเพิ่มขึ้นในช่วงที่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในประเทศพัฒนาแล้ว

นอกจากนี้ ยังมีการศึกษาที่พบว่าผลของข่าวทางเศรษฐกิจการเงิน (หรือที่เรียกว่าช็อก) ที่เกิดขึ้นในประเทศหนึ่ง ไม่ว่าจะเป็นข่าวดีหรือข่าวร้าย นอกจากจะทำให้ตลาดหุ้นในประเทศตัวเองเกิดความผันผวนแล้ว ความผันผวนนี้ยังสามารถส่งผ่านไปยังประเทศอื่นๆ ด้วย (Volatility Spillover)

ดังนั้น เราจึงเห็นได้ว่าผลของการคาดการณ์เกี่ยวกับทิศทางค่าเงินเยนและผลการกระตุ้นเศรษฐกิจตามนโยบายใหม่ต่อปัญหาหนี้สาธารณะของญี่ปุ่น หรือการคาดการณ์เกี่ยวกับการลดการอัดฉีดเงินผ่านมาตรการ QE ของสหรัฐฯ ไม่เพียงส่งผลต่อตลาดในสหรัฐฯและญี่ปุ่นเท่านั้น แต่ยังส่งผ่านมายังประเทศอื่นๆ ทั่วโลก

อีกด้วย ซึ่งผลของการส่งผ่านความผันผวนนี้ซึ่งโดยปกติมีการวัดและคำนวณผ่านแบบจำลองประเภท Multivariate GARCH ซึ่งต่อมาถูกพัฒนามาใช้ในการวัดค่าสหสัมพันธ์ระหว่างประเทศที่ผันแปรตามเวลาโดยใช้แบบจำลอง Dynamic Conditional Correlation (DCC)

จากการศึกษาของผมและผู้ร่วมวิจัย พบว่าเมื่อพิจารณาระดับความสัมพันธ์ระยะสั้นระหว่างตลาดหลักทรัพย์ ผลจากการส่งผ่านความผันผวนระหว่างประเทศที่เพิ่มขึ้นมีผลให้ค่าความสัมพันธ์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคเอเซียด้วยกันเองและระหว่างประเทศเอเซียต่างๆ กับสหรัฐฯ มีค่าที่เพิ่มขึ้นมากในช่วงที่มีข่าวและวิกฤตเศรษฐกิจเกิดขึ้น

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาแนวโน้มระยะยาวพบว่า ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเอเซียตะวันออกเฉียงใต้มีแนวโน้มที่จะค่อยๆ เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ในระยะยาว ดังนั้นแนวคิดเกี่ยวกับการกระจายการลงทุนยังต่างประเทศเพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนจึงสามารถใช้ได้เฉพาะในกรณีที่เศรษฐกิจมีเสถียรภาพ ไม่มีปัญหาวิกฤตที่รุนแรง และประโยชน์จากการกระจายการลงทุนระหว่างประเทศจะค่อยๆ ลดลงเรื่อยๆ ในระยะยาวตามค่าสหสัมพันธ์ที่เพิ่มสูงขึ้น

นัยสำคัญที่ได้จากรูปแบบที่พบการส่งผ่านความผันผวนตามช็อกที่มีขนาดใหญ่ขึ้นและการเพิ่มระดับของค่าสหสัมพันธ์ระหว่างประเทศที่พบนี้ ได้แก่ ตามหลักการทั่วไปของการบริหารพอร์ตโฟลิโอ เมื่อพอร์ตโฟลิโอโดยรวมที่มีการกระจายการลงทุนยังประเทศต่างๆ มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น ผู้บริหารพอร์ตโฟลิโอจะต้องลดความเสี่ยงโดยรวมลง โดยลดการถือครองสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงและมีสหสัมพันธ์กับสินทรัพย์อื่นในระดับสูงลงไป

ดังนั้น จึงเกิดปรากฏการณ์ขายหุ้นในประเทศกลุ่มตลาดเกิดใหม่ โดยเฉพาะในเอเซียของกองทุนระหว่างประเทศในช่วงที่เศรษฐกิจโลกมีระดับความเสี่ยงเพิ่มสูงขึ้น และมีการโยกย้ายเงินลงทุนไปยังสินทรัพย์ประเภทอื่นที่มีความเสี่ยงต่ำกว่า เช่น พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ

ความเชื่อมโยงของ ตลาดหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ

อีกด้วย ซึ่งผลของการส่งผ่านความผันผวนนี้ซึ่ง โดยปกติมีการวัดและคำนวณผ่านแบบจำลอง ประเภท Multivariate GARCH ซึ่งต่อมาถูก พัฒนามาใช้ในการวัดค่าสหสัมพันธ์ระหว่าง ประเทศที่ผันแปรตามเวลาโดยใช้แบบจำลอง Dynamic Conditional Correlation (DCC)

จากการศึกษาของผมและผู้ร่วมวิจัย พบว่า เมื่อพิจารณาระดับความสัมพันธ์ระยะสั้น ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ ผลจากการส่งผ่าน ความผันผวนระหว่างประเทศที่เพิ่มขึ้นมีผลให้ ค่าความสัมพันธ์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ใน ภูมิภาคเอเชียด้วยกันเองและระหว่างประเทศ เอเชียต่างๆ กับสหรัฐ มีค่าที่เพิ่มขึ้นมากในช่วง ที่มีข่าวและวิกฤตเศรษฐกิจเกิดขึ้น

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาแนวโน้มระยะยาว พบว่า ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ใน ประเทศเอเชียตะวันออกมีแนวโน้มที่จะค่อยเพิ่ม สูงขึ้นเรื่อยๆ ในระยะยาว ดังนั้นแนวคิดเกี่ยว กับการกระจายการลงทุนยังต่างประเทศเพื่อลด ความเสี่ยงจากการลงทุนจึงสามารถใช้ได้เฉพาะ ในกรณีที่เศรษฐกิจมีเสถียรภาพ ไม่มีปัญหาวิกฤต ที่รุนแรง และประโยชน์จากการกระจายการ ลงทุนระหว่างประเทศจะค่อยๆ ลดลงเรื่อยๆ ใน ระยะยาวตามค่าสหสัมพันธ์ที่เพิ่มสูงขึ้น

นัยสำคัญที่ได้จากรูปแบบที่พบการส่งผ่าน ความผันผวนตามข้อที่มีขนาดใหญ่ขึ้นและการ เพิ่มระดับของค่าสหสัมพันธ์ระหว่างประเทศที่ พบนี้ ได้แก่ ตามหลักการทั่วไปของการบริหาร พอร์ตโฟลิโอ เมื่อพอร์ตโฟลิโอโดยรวมที่มีการ กระจายการลงทุนยังประเทศต่างๆ มีความ เสี่ยงเพิ่มขึ้น ผู้บริหารพอร์ตโฟลิโอจะต้องลด ความเสี่ยงโดยรวมลง โดยลดการถือครอง สินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงและมีสหสัมพันธ์กับ สินทรัพย์อื่นในระดับสูงลงไป

ดังนั้น จึงเกิดปรากฏการณ์ขายหุ้นใน ประเทศกลุ่มตลาดเกิดใหม่ โดยเฉพาะในเอเชีย ของกองทุนระหว่างประเทศในช่วงที่เศรษฐกิจ โลกมีระดับความเสี่ยงเพิ่มสูงขึ้น และมีการโยก ย้ายเงินลงทุนไปยังสินทรัพย์ประเภทอื่นที่ มีความเสี่ยงต่ำกว่า เช่น พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐ



กับเศรษฐกร
ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์
 ผู้อำนวยการหลักสูตรเศรษฐศาสตรบัณฑิต
 คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ นิด้า
 www.econ.nida.ac.th:yuthana.s@nida.ac.th

หรือสินทรัพย์ที่มีสหสัมพันธ์กับสินทรัพย์อื่นน้อย เช่น ทองคำ ทำให้พันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐ และทองคำ มีราคาเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งผลจากการ เพิ่มระดับความเสี่ยงการลงทุนและระดับความ สัมพันธ์ในช่วงที่เกิดช็อกนี้ ทำให้เรามักพบว่า ตลาดหุ้นของประเทศเกิดใหม่จะผันผวนและมี ปรับตัวตกลงมากทั้งที่พื้นฐานเศรษฐกิจของ ประเทศเกิดใหม่เหล่านี้ยังคงดีอยู่ และใน หลายๆ ประเทศ (รวมถึงประเทศไทย) มีขนาด การปรับตัวลงที่สูงกว่าตลาดสหรัฐ ซึ่งเป็นต้น เหตุของข่าวร้ายที่เข้ามาในระบบเศรษฐกิจโลก ในช่วงต่างๆ เสียอีก ต่อมาเมื่อผลของความไม่ แน่นนอนต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจเริ่มลดลง ทำ ให้ความผันผวนของตลาดหุ้นก็จะลดลงพร้อมกัน ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างประเทศ บรรดาการลงทุนที่ ลงทุนในตลาดหุ้นระหว่างประเทศต่างๆ ก็จะมี เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตลาดเกิดใหม่มากขึ้น

สาเหตุนี้สามารถอธิบายรูปแบบความผันผวน ของตลาดหุ้นทั่วโลกและการซื้อขายของกองทุน ระหว่างประเทศในช่วงเวลาที่ผ่านไปได้เป็นอย่างดี นัยเชิงนโยบายที่ได้จากการศึกษานี้คือ

เนื่องจากตลาดทุนทุกประเทศมีความผันผวน พร้อมๆ กัน ดังนั้นหน่วยงานกำกับดูแลจำเป็นต้องให้ความสำคัญกับความผันผวนที่เกิดขึ้นจาก ต่างประเทศนอกเหนือจากปัจจัยในประเทศ ตัวเอง นอกจากนี้การพัฒนาความร่วมมือ ระหว่างประเทศภายใต้กรอบการเจรจาต่างๆ ควรมีการให้ความสำคัญกับการพัฒนาระบบเพื่อ รักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจการเงินร่วมกันในช่วง ที่เกิดภาวะวิกฤต เพราะผลจากประเทศหนึ่งจะ ส่งผลต่อประเทศอื่นๆ ได้โดยง่าย โดยเฉพาะ การเจรจาความร่วมมือต่างๆ ของกลุ่มประเทศ เอเชียตะวันออก ซึ่งพบแนวโน้มของค่าสหสัมพันธ์ที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ในช่วงที่ผ่านมา

ทั้งนี้ ผู้สนใจรายละเอียดเกี่ยวกับความเชื่อมโยงของตลาดหลักทรัพย์ระหว่างประเทศใน ภูมิภาคเอเชีย สามารถอ่านรายละเอียดเพิ่มเติมได้ ในบทความ โดย Prukumpai and Sethapra mote. "Dynamic Interdependence among the East Asian Stock Markets" ครับ ■