



รายงานวิจัยฉบับสมบูรณ์

โครงการ ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมือง
ต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย รองศาสตราจารย์ ดร. สุธาวลัย พฤกษ์อำไพ

กรกฎาคม 2566

สัญญาเลขที่ RSA6280094

รายงานวิจัยฉบับสมบูรณ์

โครงการ ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมือง
ต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

รองศาสตราจารย์ ดร. สุธาวลัย พฤกษ์อำไพ
คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

สนับสนุนโดยสำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย
และต้นสังกัด

(ความเห็นในรายงานนี้เป็นของผู้วิจัย สกว. และต้นสังกัด
ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยเสมอไป)

บทคัดย่อ

รหัสโครงการ: RSA6280094

ชื่อโครงการ: ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ชื่อหัวหน้าโครงการ: รองศาสตราจารย์ ดร. สุธาวัลย์ พฤกษ์อำไพ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

E-mail Address: fbusswp@ku.ac.th

ระยะเวลาดำเนินการ: 30 เมษายน 2562 - 29 เมษายน 2566

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งในระดับภาพรวมของตลาดและระดับกิจการ โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2564 ผ่านตัวแปรดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง

ในระดับภาพรวมตลาด ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า (1) ในระยะสั้น ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลให้ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ฯ ลดลง ในขณะที่ความไม่แน่นอนทางการเมืองทำให้ความผันผวนของผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ฯ เพิ่มขึ้น (2) ในระยะยาว ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ฯ ตอบสนองในทิศทางลบอย่างชัดเจนต่อความไม่แน่นอนทางการเมืองโดยเฉพาะองค์ประกอบที่เกี่ยวข้องกับการปฏิวัติรัฐประหาร และผลกระทบจะสูงสุดในไตรมาสที่ 2 - 4 ข้างหน้า และเป็นที่น่าสนใจว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มาจากองค์ประกอบที่เกี่ยวข้องกับการประท้วงกลับส่งผลที่ไม่มีความสำคัญต่อผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ฯ และ (3) ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลให้ส่วนชดเชยความเสี่ยงผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ฯ เพิ่มขึ้นโดยเฉพาะในควอนไทล์ต่ำ ๆ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดผลตอบแทนคาดหวังที่มีการเปลี่ยนแปลงในแต่ละช่วงเวลา โดยในช่วงที่ตลาดขาขึ้นจะมีผลตอบแทนคาดหวังที่สูงกว่าในช่วงตลาดขาลง

ในระดับกิจการ ผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่า (1) กิจการจะลดหรือชะลอการลงทุนในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองในระดับสูง ในขณะที่ (2) ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลให้กิจการมีแนวโน้มแสดงผลการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้อาจเป็นการส่งสัญญาณบางประการให้แก่ตลาดเพื่อสร้างความมั่นใจว่ากิจการจะสามารถอยู่รอดได้ในช่วงสถานการณ์ที่มีความไม่แน่นอนสูง อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาในรายองค์ประกอบพบว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองเกี่ยวกับการรัฐประหาร การเลือกตั้งและการปฏิรูปส่งผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ในขณะที่ความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มาจากการชุมนุมประท้วง และการประกาศใช้กฎหมายเพื่อควบคุมสถานการณ์ส่งผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

โดยสรุป ผลการศึกษานี้แสดงให้เห็นถึงความสำคัญของความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยว่าเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญในเชิงมหภาคที่มีผลต่อการผลตอบแทนและความเสี่ยงของผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมถึงยังส่งผลต่อการตัดสินใจของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการลดหรือชะลอการลงทุน

คำสำคัญ: ความไม่แน่นอนทางการเมืองไทย ผลตอบแทน ความผันผวน การตัดสินใจลงทุนของกิจการ ผลการดำเนินงานของกิจการ

Output จากโครงการวิจัยที่ได้รับทุนจาก สกว.

1. ผลงานตีพิมพ์ในวารสารวิชาการนานาชาติ 1 ชิ้น และวารสารวิชาการระดับชาติ 1 ชิ้น
 - 1.1 Prukumpai, S., Sethapramote, Y., & Luangaram, P. (2022). Political Uncertainty and the Thai Stock Market. *Southeast Asian Journal of Economics*, 10(3), 227–257
วารสารอยู่ในฐานข้อมูล Scopus และ Scimago journal rank Quantile 3 (2022)
 - 1.2 สุธาวลัย พฤกษ์อำไพ, ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์ และพงษ์ศักดิ์ เหลืองอร่าม. (2567). ความไม่แน่นอนทางการเมือง การตัดสินใจลงทุนและผลการดำเนินงานของกิจการ: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, *วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์*, 18(28), รอเผยแพร่.
วารสารอยู่ในฐานข้อมูล Thai-Journal Citation Index (TCI) กลุ่มที่ 1
2. อื่นๆ ได้แก่ บทความในเว็บไซต์
ผลของความเสี่ยงทางการเมืองต่อการตัดสินใจลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สืบค้นจาก <https://thaipublica.org/2023/01/nida-sustainable-move18/>

สารบัญ

บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ	1
1.2 วัตถุประสงค์	3
1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
บทที่ 2 วรรณกรรมปริทัศน์	4
2.1 ความไม่แน่นอนทางการเมือง	4
2.2 ความเชื่อมโยงระหว่างผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงิน	8
2.3 ภาพรวมสถานการณ์การเมืองไทยและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	8
2.4 ผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนและผลการดำเนินงานของกิจการ	11
บทที่ 3 วิธีการศึกษา	13
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	13
3.2 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา	14
3.2.1 การวิเคราะห์ในระดับภาพรวมตลาดหลักทรัพย์	14
3.2.2 การวิเคราะห์ผลกระทบในรายกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	16
บทที่ 4 ผลการศึกษา	18
4.1 ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในภาพรวมของตลาด	18
4.2 ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	27

บทที่ 5 สรุปและอภิปรายผลการศึกษา	36
5.1 สรุปผลการศึกษา	36
5.2 นัยยะเชิงนโยบายของการศึกษา	38
บรรณานุกรม	39

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญ

ตลาดหลักทรัพย์นับเป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญของหน่วยธุรกิจ เป็นทางเลือกในการลงทุนที่สำคัญของประชาชนผู้มีเงินออม และเป็นตัวชี้ทิศทางเศรษฐกิจและความผันผวนทางการเงิน ซึ่งผลตอบแทนและความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ถูกกำหนดโดยปัจจัยทั้งภายในและภายนอกประเทศ อาทิ ผลการดำเนินงานของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน กฎระเบียบที่เกี่ยวข้อง รวมถึงความไม่แน่นอนทางการเมืองที่ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นหนึ่งในตลาดหลักทรัพย์และเป้าหมายในการลงทุน (Investment destinations) ของนักลงทุนทั่วโลก โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปิดดำเนินการซื้อขายมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2518 ซึ่งการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นทางเลือกหนึ่งของนักลงทุนที่สามารถรับความเสี่ยงและต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้น หรือเพื่อกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนในสินทรัพย์หลากหลายประเภท ในปัจจุบัน รัฐบาลและฝ่ายกำกับดูแลต่างให้ความสำคัญและส่งเสริมให้เกิดการลงทุนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีบทบาทที่สำคัญต่อระบบเศรษฐกิจไทย เป็นแหล่งระดมเงินทุนเพื่อนำเงินทุนไปพัฒนาธุรกิจ อุตสาหกรรม และเศรษฐกิจของประเทศ ซึ่งจะนำไปสู่การพัฒนาประเทศอย่างยั่งยืน

สำหรับประเทศไทยนับตั้งแต่การเปลี่ยนแปลงการปกครองในปี พ.ศ. 2475 เป็นต้นมา ได้เผชิญกับเหตุการณ์ทางการเมืองที่สำคัญมากมาย ไม่ว่าจะเป็นการปฏิวัติรัฐประหารทั้งหมด 13 ครั้ง การยุบสภา 13 ครั้ง การเลือกตั้ง 28 ครั้ง การแก้ไขรัฐธรรมนูญซึ่งเป็นกฎหมายสูงสุดถึง 22 ครั้ง รวมถึงเหตุการณ์ประท้วงและจลาจลอีกหลายครั้ง โดยเฉพาะในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา ประเทศไทยเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงทั้งที่เป็นไปตามระบบประชาธิปไตยและการกระทำรัฐประหารโดยกลุ่มอำนาจทหาร ซึ่งนำไปสู่ความขัดแย้งและการต่อสู้แบ่งฝักแบ่งฝ่ายจนมาถึงปัจจุบัน โดยปัญหาความไม่แน่นอนทางการเมืองในประเทศไทยนั้น ถือเป็นปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญที่นักลงทุนทั้งชาวไทยและต่างประเทศให้ความสนใจดังจะเห็นได้จากบทความ บทวิเคราะห์ และการนำเสนอข่าวต่าง ๆ

ตารางที่ 1.1 เหตุการณ์รัฐประหารกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน

วันที่เกิดรัฐประหาร	ผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์
6 ตุลาคม 2519	1 วันหลังเกิดเหตุการณ์ ดัชนีปรับขึ้นจาก 79.33 เป็น 79.48 จุด (+0.19%) 1 เดือนหลังเกิดเหตุการณ์ ดัชนีปรับขึ้นจาก 79.33 เป็น 80.18 จุด (+1.07%)

วันที่เกิดรัฐประหาร	ผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์
20 ตุลาคม 2520	1 วันหลังเกิดเหตุการณ์ ดัชนีปรับขึ้นจาก 171.76 เป็น 174.22 จุด (+1.43%) 1 เดือนหลังเกิดเหตุการณ์ ดัชนีปรับขึ้นจาก 171.76 เป็น 173.40 จุด (+0.95%)
23 กุมภาพันธ์ 2534	1 วันหลังเกิดเหตุการณ์ ดัชนีปรับลดจาก 791.64 เป็น 734.24 จุด (-7.25%) 1 เดือนหลังเกิดเหตุการณ์ ดัชนีปรับขึ้นจาก 791.64 เป็น 876.08 จุด (+10.67%)
19 กันยายน 2549	1 วันหลังเกิดเหตุการณ์ ดัชนีปรับลดจาก 702.56 เป็น 692.57 จุด (-1.42%) 1 เดือนหลังเกิดเหตุการณ์ ดัชนีปรับขึ้นจาก 702.56 เป็น 720.87 จุด (+2.61%)
22 พฤษภาคม 2557	1 วันหลังเกิดเหตุการณ์ ดัชนีปรับลดจาก 1,405.21 เป็น 1,396.84 จุด (-0.60%) 1 เดือนหลังเกิดเหตุการณ์ ดัชนีปรับขึ้นจาก 1,405.21 เป็น 1,468.70 จุด (+4.52%)

ที่มา รวบรวมข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แม้ว่าประเทศไทยจะถูกกล่าวหาว่าความไม่เสถียรภาพทางการเมือง แต่การศึกษาเชิงประจักษ์เกี่ยวกับผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังคงมีอยู่อย่างจำกัด เนื่องจากยังขาดมาตรวัดระดับความไม่แน่นอนทางการเมือง โดยที่ผ่านมามีงานวิจัยส่วนใหญ่เน้นศึกษาเฉพาะช่วงที่มีเหตุการณ์ทางการเมืองที่สำคัญ อาทิ การเลือกตั้ง (Khanthavit, 2020) การยุบสภา (Nimkhunthod, 2007) หรือการปฏิวัติรัฐประหาร (Khanthavit, 2019; Lumjiak et al., 2014; Lumjiak et al., 2018) ผ่านการศึกษาเหตุการณ์ (Event study) หรือแบบจำลองสมการถดถอยที่อาศัยตัวแปรหุ่น (Dummy variable) เป็นตัวแทนของช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ทางการเมือง ซึ่งการศึกษาเหล่านี้จะได้มุมมองของผลกระทบและการตอบสนองในระยะสั้นเท่านั้น และเพื่อสามารถศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากช่วงเวลายาวนานขึ้น Luangaram and Sethapramote (2018) ได้อ้างอิงแนวทางการพัฒนาดัชนีความไม่แน่นอนในการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจ (Economic policy uncertainty index: EPU) ของ Baker et al. (2016) มาพัฒนาดัชนีวัดระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองของประเทศไทย (Political uncertainty index: PUI) โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์เนื้อหา (Content analysis) จากข่าวหนังสือพิมพ์ภาษาไทย โดยดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองจะสะท้อนระดับความกังวลหรือความสนใจของผู้คนในประเทศที่มีต่อเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการเมืองในช่วงเวลาต่าง ๆ ซึ่ง Luangaram and Sethapramote (2018) พบว่า ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 20 ปีหลัง (พ.ศ. 2540 – 2559) นอกจากนี้ยังพบว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองที่เพิ่มมากขึ้นส่งผลเชิงลบต่อการลงทุนของเอกชนในระยะสั้นและศักยภาพการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจในระยะยาว

1.2 วัตถุประสงค์

โครงการวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะพิจารณาในสองระดับ คือ

(1) ระดับภาพรวมของตลาด (Market level) จากข้อมูลผลตอบแทนและความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยข้อมูลอนุกรมเวลา และ

(2) ระดับย่อยรายกิจการ (Firm level) ซึ่งจะวิเคราะห์ผลกระทบที่มีต่อการดำเนินงานและการตัดสินใจทางธุรกิจที่สำคัญของบริษัทจดทะเบียน โดยใช้ข้อมูลแบบพาเนล

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลการศึกษา นอกจากจะช่วยเติมช่องว่างวรรณกรรมแล้ว ยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศในการวางแผนกลยุทธ์การลงทุน รวมถึงการเตรียมการป้องกันความเสี่ยงที่เหมาะสม อีกทั้งยังเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารกิจการในการกำหนดนโยบายหรือการตัดสินใจทางธุรกิจที่สำคัญเมื่อได้มีการพิจารณาถึงปัจจัยความไม่แน่นอนทางการเมืองร่วมด้วย และสาธารณชนในการตระหนักถึงผลกระทบของปัญหาการเมืองที่มีต่อตลาดการเงินนอกจากเหนือจากผลกระทบที่มีต่อเศรษฐกิจมหภาค

บทที่ 2

วรรณกรรมปริทัศน์

งานวิจัยทางการเงินธุรกิจและเศรษฐศาสตร์การเงินต่างให้ความสนใจกับลักษณะของความไม่แน่นอน (Nature of the uncertainty) และความสัมพันธ์ระหว่างความไม่แน่นอนกับตัวแปรต่าง ๆ ทั้งในภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงิน จากแนวคิดตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ ความไม่แน่นอนจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนคาดหวังสำหรับนักลงทุนที่เกรงกลัวความเสี่ยง ดังนั้น จึงไม่น่าแปลกใจที่นักลงทุนจะต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นในช่วงเวลาที่เผชิญหรือต้องแบกรับความเสี่ยงที่มากขึ้น โดยเฉพาะในปัจจุบัน ที่ทั่วโลกต่างเผชิญกับความผันผวน (Volatility) ความไม่แน่นอน (Uncertainty) ความซับซ้อน (Complexity) และความคลุมเครือ (Ambiguity) ที่ทวีความรุนแรงมากขึ้น การทำความเข้าใจกับความไม่แน่นอนและผลกระทบจึงยังมีความสำคัญเพื่อคาดการณ์และวางแผนเพื่อรองรับผลกระทบได้ดียิ่งขึ้น

Sharpe (1964) ได้จำแนกความเสี่ยงออกเป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic risk) โดยความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ อาทิ ความเสี่ยงธุรกิจ (Business risk) ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial risk) หรือความเสี่ยงในการดำเนินงาน (Operational risk) ถือว่าเป็นความเสี่ยงเฉพาะกิจการที่นักลงทุนสามารถบริหารจัดการเพื่อขจัดหรือทำให้ลดลงผ่านการกระจายความเสี่ยง (Diversification) ในขณะที่ความเสี่ยงที่เป็นระบบจะเป็นความเสี่ยงเชิงมหภาคที่ส่งผลกระทบกับทุกกิจการ ทำให้ไม่สามารถลดหรือขจัดทิ้งไปได้ ซึ่งความเสี่ยงดังกล่าวมักมาจากสถานะเศรษฐกิจ สถานการณ์ทางการเมือง และการสภาพสังคมที่อยู่เหนือการควบคุมของกิจการ ดังนั้น การทำความเข้าใจลักษณะและระดับความเสี่ยงเหล่านี้จึงมีความสำคัญเนื่องจากเกี่ยวข้องกับการคาดการณ์ผลตอบแทนที่เหมาะสม รวมถึงยังมีผลต่อพฤติกรรมและการตัดสินใจที่สำคัญของนักลงทุนและกิจการ

ความไม่แน่นอนในมิติของสถานการณ์ทางการเมืองได้รับความสนใจเพิ่มมากขึ้นเนื่องจากส่งผลโดยตรงต่อการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจที่สำคัญ ดังนั้น ในส่วนนี้จะแบ่งการทบทวนวรรณกรรมออกเป็น (1) นิยามและการวัดความไม่แน่นอนทางการเมือง (2) ความเชื่อมโยงระหว่างความไม่แน่นอนทางการเมือง ภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงิน (3) ภาพรวมสถานการณ์การเมืองไทยและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและ (4) ผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการ

2.1 ความไม่แน่นอนทางการเมือง (Political uncertainty)

ความไม่แน่นอน (Uncertainty) หมายถึงเหตุการณ์ที่ผู้ที่เกี่ยวข้องเช่น นักลงทุน หน่วยธุรกิจ หรือภาคครัวเรือน ไม่สามารถคาดการณ์ผลลัพธ์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตได้ ซึ่งความเสี่ยงหรือความไม่แน่นอนทางการเมืองสามารถเกิดได้หลายรูปแบบเช่น การเข้าควบคุมกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ผ่านการปรับอัตราภาษีธุรกิจ การเปลี่ยนแปลงกฎหมายและข้อตกลงที่เป็นอุปสรรคต่อการลงทุนและการดำเนินธุรกิจ การถ่ายโอนสินทรัพย์หรือโครงการบางอย่างให้รัฐถือครอง การเวนคืนกิจการและสินทรัพย์ของบริษัทต่างชาติมาเป็นของรัฐ การลด

ค่าเงิน การควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุน หรือการจำกัดการนำเข้าสินค้าและวัตถุดิบ อีกทั้ง ความไม่แน่นอนทางการเมืองยังอาจก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงปัจจัยแวดล้อมทางการเมืองและสังคมที่เป็นอุปสรรคต่อธุรกิจ เช่น การต่อต้านการใช้สินค้าจากธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการเมือง การชุมนุมประท้วง ความรุนแรงทางการเมือง การประกาศกฎอัยการศึกและการรัฐประหาร

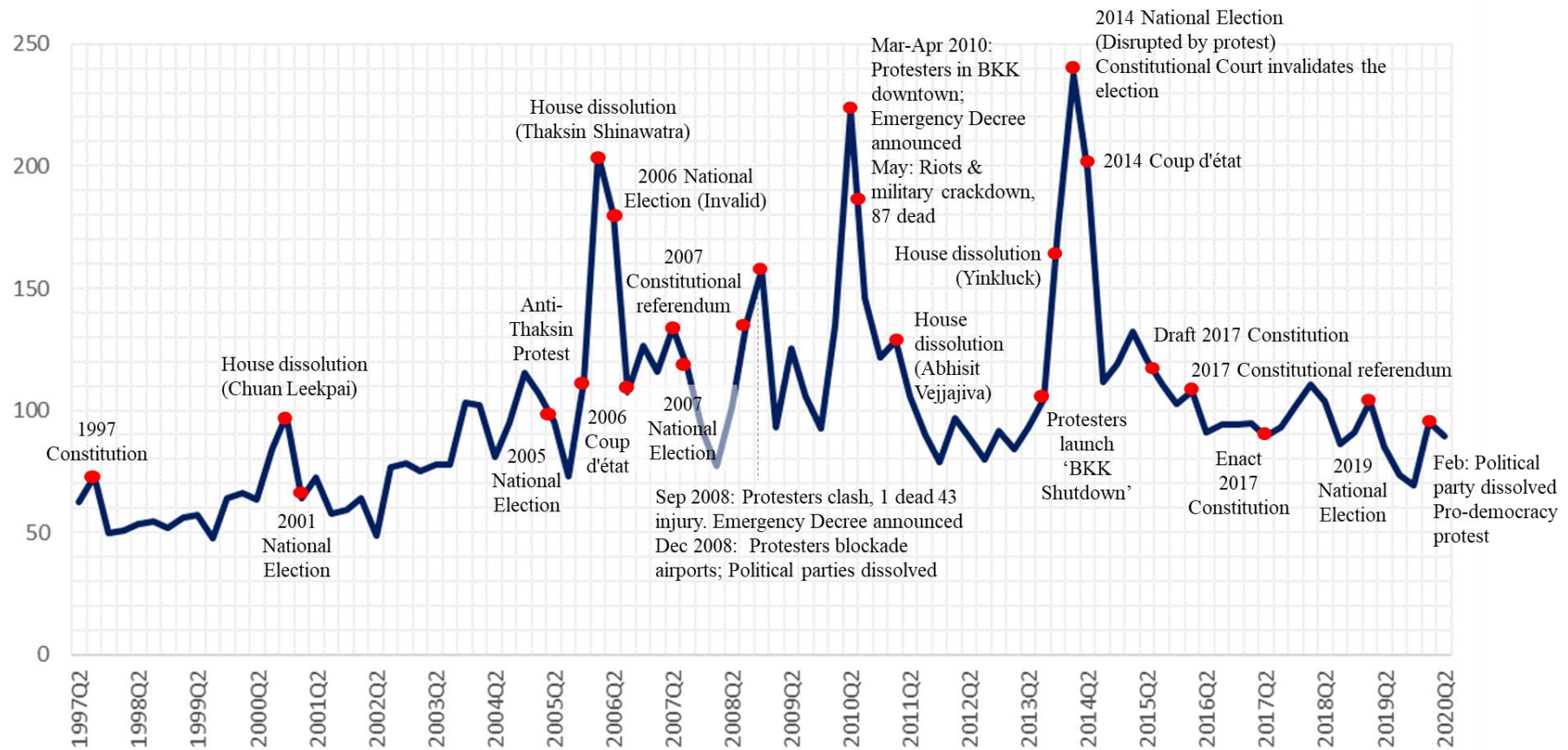
Henisz (2002) นิยามว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นความเสี่ยงประการหนึ่งที่เกิดจากการจะดำเนินการหรือไม่ดำเนินการเชิงนโยบายของรัฐบาล เช่นเดียวกับ Pastor and Veronesi (2012) ที่นิยามว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองคือความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการดำเนินนโยบายในอนาคตของรัฐบาล (Policy uncertainty) และแม้ว่าจะทราบว่ารัฐจะดำเนินนโยบายอะไร ก็ยังไม่สามารถทราบผลของนโยบายที่แน่ชัดในระยะยาวได้ ซึ่งการดำเนินหรือไม่ดำเนินนโยบายในอนาคตของรัฐบาลอาจส่งดีหากนโยบายนั้นแก้ปัญหาได้ตรงจุด เช่น การออกมาตรการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุน (Capital control) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (Put protection on asset price) และลดแรงกดดันต่ออัตราแลกเปลี่ยน แต่ในขณะเดียวกัน มาตรการอาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและทำให้ความเสี่ยงที่เป็นระบบเพิ่มมากขึ้น โดยความไม่แน่นอนในระดับสูงจะส่งผลต่อการตัดสินใจของผู้ที่เกี่ยวข้อง เช่น การชะลอการลงทุนของกิจการ ความเชื่อมั่นในการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง หรือแม้กระทั่งการบริโภคของภาคครัวเรือน เช่น งานวิจัยของ Svensson (1998) ที่พบว่า การปรับปรุงหรือเปลี่ยนแปลงกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการปกป้องสิทธิในทรัพย์สินและระดับการบังคับใช้กฎหมายเป็นปัจจัยสำคัญที่กระทบต่อความเชื่อมั่นและการตัดสินใจลงทุนของภาคเอกชน การไร้เสถียรภาพทางการเมืองเป็นตัวบั่นทอนความเชื่อมั่น ส่งผลให้แรงจูงใจของเอกชนที่มีต่อการลงทุนลดลง และส่งผลเสียต่อการเติบโตของเศรษฐกิจในระยะยาว เช่นเดียวกับ Darby et al. (2004) ที่อธิบายว่า การเปลี่ยนแปลงรัฐบาลหรือความไม่มีเสถียรภาพของรัฐบาลจะทำให้ลดแรงจูงใจในการลงทุนของภาครัฐเพื่อส่งเสริมการเติบโตในระยะยาว ทำให้รัฐมุ่งเน้นไปที่รายจ่ายด้านการบริโภคในระยะสั้นแทน

นอกจากนี้ การศึกษาที่ผ่านมายังพบว่า ยิ่งไร้เสถียรภาพทางการเมืองมากเท่าใด ผลกระทบเชิงลบที่มีต่อเศรษฐกิจและยิ่งทวีความรุนแรงขึ้น เช่น Alesina et al. (1996) และ Aisen and Veiga (2011) ที่พบว่า ความไร้เสถียรภาพทางการเมือง หรือการที่รัฐบาลปัจจุบันกำลังจะหมดอำนาจลงไม่ว่าจะมาจากการเปลี่ยนแปลงตามระบบปกติ หรือการเปลี่ยนแปลงที่ไม่เป็นไปตามระบบปกติ ล้วนส่งผลเชิงลบต่ออัตราการเติบโตของเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่งานวิจัยบางส่วนพบว่า เมื่อรัฐเริ่มรู้สึกไม่มั่นคงและไม่แน่ใจในการดำรงอยู่ต่อไป รัฐบาลจะบังคับใช้นโยบายที่ไม่ใช่นโยบายที่ดีที่สุด (Suboptimal policies) เพื่อให้สภาพเศรษฐกิจโดยรวมแย่ลงเพื่อส่งผ่านต่อไปยังผู้ที่เข้ามารับตำแหน่งบริหารต่อไป (Cukierman et al., 1992)

ในการวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองจำเป็นจะต้องวัดความเสี่ยงดังกล่าวเชิงปริมาณ ซึ่งการศึกษาที่ผ่านมาส่วนใหญ่นิยมใช้เหตุการณ์ทางการเมืองที่สำคัญเป็นตัวแทน อาทิ การเลือกตั้ง (Niederhofer et al., 1970; Khanthavit, 2020) การยุบสภา (Nimkhunthod, 2007) หรือการปฏิวัติรัฐประหาร (e.g., Geyikei, 2017; Lumjiak, Treepongkaruna, et al., 2014; Lumjiak, Nguyen, et al., 2018; Khanthavit, 2019) เนื่องจากสามารถระบุวันที่เกิดเหตุการณ์ได้ชัดเจน ทำให้สามารถศึกษาผลกระทบ

หรือการตอบสนองต่อเหตุการณ์ผ่านการศึกษาเหตุการณ์ (Event study) หรือกำหนดให้เหตุการณ์ดังกล่าวเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy variable) เพื่อทำการศึกษาผ่านสมการถดถอย (Regression analysis) ได้ ซึ่งวิธีการศึกษาดังกล่าวมีข้อจำกัดคือไม่สามารถแสดงระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างพลวัตได้

ที่ผ่านมา การวัดระดับความไม่แน่นอนของตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคและตลาดการเงินนั้นนิยมใช้ดัชนีความผันผวน (VIX index) ของราคาหลักทรัพย์ หรือมาตรวัดความผันผวนเช่น ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าความแปรปรวน หรือค่าความแปรปรวนอย่างมีเงื่อนไขจากแบบจำลอง GARCH รวมถึงช่วง (Range) ของการพยากรณ์โดยผู้เชี่ยวชาญ เนื่องด้วยพัฒนาการด้านการวิเคราะห์เนื้อหา Baker et al. (2016) ได้นำเสนอดัชนีความไม่แน่นอนในการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจ (Economic policy uncertainty index: EPU) ที่สะท้อนความสนใจและความกังวลของตลาดผ่านข้อความในหนังสือพิมพ์ ในการพัฒนา EPU index นั้น Baker et al. (2016) ได้ค้นหาคำจากหนังสือพิมพ์ที่เกี่ยวข้องกับ (1) เศรษฐกิจ (2) ความไม่แน่นอน และ (3) นโยบายเศรษฐกิจ โดยต้องมีย่อย่างน้อย 1 คำจากแต่ละกลุ่มถึงจะนับเป็นตัวแทนที่เกี่ยวข้องกับความไม่แน่นอนของนโยบายเศรษฐกิจ ยกตัวอย่างเช่น หากในข่าว ๆ นั้นมีคำที่มาจากกลุ่มที่ 1 เช่น ผลผลิต ศักยภาพการผลิต และคำจากกลุ่มที่ 2 เช่น ความไม่แน่นอน ความไม่ชัดเจน แต่ไม่มีคำที่มาจากกลุ่มที่ 3 ดังนั้นข้อความในข่าวนั้นจะไม่ถูกนับรวมในการสร้าง EPU index เป็นต้น โดยดัชนีดังกล่าวมีความสอดคล้องในระดับสูงกับดัชนีความผันผวน (Volatility index หรือ VIX) อีกทั้งยังเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจนในช่วงที่เกิดเหตุการณ์สำคัญ อาทิ Gulf war และการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ นอกเหนือจากดัชนีดังกล่าว Azzimonti (2018) ได้พัฒนาดัชนีการแบ่งแยกฝักฝ่ายของกลุ่มการเมือง (Partisan conflict index: PCI index) ของสหรัฐอเมริกาขึ้นมา โดยประยุกต์ใช้เทคนิคการวิเคราะห์เนื้อหาคล้ายคลึงกับการพัฒนา EPU index ของ Baker et al. (2016) โดยจุดเด่นของการพัฒนาดัชนีที่มาจากหนังสือพิมพ์ (News-based index) คือสามารถสะท้อนการรับรู้หรือความกังวลของตลาดที่มีต่อความไม่แน่นอนทางการเมืองในช่วงเวลาต่าง ๆ ซึ่งการพัฒนาดัชนีเหล่านี้ทำให้สามารถประเมินผลกระทบที่มีต่อเศรษฐกิจมหภาคและตลาดการเงินได้อย่างเป็นระบบมากขึ้น และสำหรับในประเทศไทย Luangaram and Sethapramote (2018) ได้ริเริ่มพัฒนาดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองขึ้น โดยอาศัยหลักการเดียวกันกับ Baker et al. (2016) ซึ่งครอบคลุมความไม่แน่นอนทางการเมือง 5 ด้าน ประกอบด้วย (1) ความขัดแย้งที่แสดงออกผ่านการชุมนุมประท้วง (2) การออกมาตรการสลายชุมนุม (3) การทำปฏิวัติรัฐประหาร (4) การยุบสภาหรือเลือกตั้ง และ (5) การแก้ไขรัฐธรรมนูญหรือปฏิรูปการเมือง ดังนั้นดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยสามารถสะท้อนระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองของไทยในช่วงเวลาต่าง ๆ ดังแสดงในรูปที่ 2.1



รูปที่ 2.1 ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองไทย

ที่มา Luangaram and Sethapramote (2018) และปรับปรุงเพิ่มเติมโดยผู้วิจัย

2.2 ความเชื่อมโยงระหว่างผลของความไม่แน่นอนทางเมืองที่มีต่อภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงิน

ในช่วงที่มีวิกฤตหรือปัญหาเกิดขึ้น รัฐบาลมักดำเนินนโยบายบางอย่างเพื่อควบคุมสถานการณ์ อาทิเช่น เมื่อเงินเพื่อปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ธนาคารกลางจะการดำเนินนโยบายการเงินแบบรัดตัว (Tighten monetary policy) โดยขึ้นดอกเบี้ยเพื่อควบคุมอัตราเงินเฟ้อ อย่างไรก็ตาม เป็นการยากที่จะคาดเดาว่า ธนาคารกลาง จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยเท่าใดและเมื่อไหร่ รวมถึงแม้ว่าจะทราบว่ารัฐจะดำเนินนโยบายอะไร ก็ยังไม่สามารถทราบผลของนโยบายที่แน่ชัดในระยะยาวได้ ซึ่งการดำเนินหรือไม่ดำเนินนโยบายในอนาคตของรัฐบาลอาจส่งดีหากนโยบายนั้นแก้ปัญหาได้ตรงจุด แต่ก็อาจส่งผลเสียหรือมีต้นทุนที่สูงกว่าประโยชน์ที่จะได้รับ เช่น การขึ้นดอกเบี้ยอาจช่วยลดอัตราเงินเฟ้อลงได้ แต่ก็ส่งผลต่อการลงทุนและการบริโภคซึ่งอาจชะลอการเติบโตของเศรษฐกิจในภาพรวม

ผลการศึกษาเชิงประจักษ์ส่วนมากพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความไม่แน่นอนทางการเมืองกับตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค อาทิ การลงทุน (Bernanke, 1983; Luangaram & Sethapramote, 2018) การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศ (Apaitan et al., 2022; Azzimonti, 2018; Cai & Menegaki, 2019; Luangaram & Sethapramote, 2020) มูลค่าการค้าระหว่างประเทศ (Apaitan et al., 2022; Novy & Taylor, 2020) การลงทุนภาคเอกชน (Luangaram & Sethapramote, 2018; Rodrick, 1991) ความผันผวนของการเติบโตของเศรษฐกิจ (ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์, 2564) นอกจากนี้ ผลการศึกษาเชิงประจักษ์ยังพบว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองทำให้ผลตอบแทนคาดหวังของตลาดหลักทรัพย์อีกทั้งยังทำให้ความเสี่ยงในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น เช่น Pástor and Veronesi (2013) ที่พบว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองทำให้ประโยชน์จากการดำเนินนโยบายในปัจจุบันของรัฐบาล หรือ Value of put protection ลดลง นอกจากนี้ยังทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีความผันผวนมากขึ้น เช่นเดียวกับ Apaitan et al. (2022) ที่พบว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยส่งผลให้ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดลงโดยเฉพาะเมื่อเกิดเหตุรัฐประหาร นอกจากนี้ ระดับความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ยังมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับความไม่แน่นอนทางการเมือง โดยผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับในอีกหลายประเทศ อาทิ Bautista (2003) ที่พบว่าความผันผวนอย่างมีเงื่อนไขของผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับเหตุการณ์สำคัญทางเศรษฐกิจและการเมือง และ Acemoglu et al. (2018) ที่พบว่า เหตุการณ์ Arab spring ส่งผลกระทบบเชิงลบต่อผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์อียิปต์อย่างมีนัยสำคัญ

2.3 ภาพรวมสถานการณ์การเมืองไทยและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประเทศไทยเปลี่ยนรูปแบบการปกครองจากระบอบสมบูรณาญาสิทธิราชย์เป็นระบอบประชาธิปไตยระบบรัฐสภาในปี พ.ศ. 2475 โดยระบบการเมืองของไทยส่วนใหญ่อยู่ในระบบหลายพรรคการเมืองทำให้เกิดรัฐบาลผสม (Coalition Government) ซึ่งจะแตกต่างจากหลายประเทศเช่น สหรัฐอเมริกา สหราชอาณาจักร ออสเตรเลีย นิวซีแลนด์ และแคนาดา เป็นต้น ที่เป็นระบบสองพรรค (Two – party System) ที่มีนโยบายและจุดเน้นที่แตกต่างกันชัดเจน ทำให้เมื่อมีการจัดตั้งรัฐบาล การคาดเดาทิศทางการดำเนินนโยบายได้ง่ายกว่า เช่น กรณีพรรคการเมือง Republican และ พรรคการเมือง Democrat ในสหรัฐอเมริกา โดยรัฐบาลที่มาจาก

พรรค Republican จะเน้นนโยบายลดภาษีเพื่อส่งเสริมการลงทุนของเอกชน ในขณะที่รัฐบาลที่มาจากพรรค Democrat จะเน้นนโยบายการเพิ่มสวัสดิการเพื่อช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย เป็นต้น ในขณะที่ระบบหลายพรรคการเมืองเกิดจากการรวมตัวกันของพรรคการเมืองที่มีอุดมการณ์หรือแนวทางที่แตกต่างกัน จึงทำให้บางครั้งยากที่จะคาดเดาทิศทางในการดำเนินนโยบาย อย่างไรก็ตาม การเปลี่ยนแปลงของนโยบายอย่างถอนรอกถอนโคนมักจะเกิดขึ้นชัดเจนในกรณีของระบบสองพรรคมากกว่ากรณีระบบหลายพรรคการเมือง โดยเฉพาะเมื่อพรรคฝ่ายตรงข้ามได้เป็นฝ่ายจัดตั้งรัฐบาล

พัฒนาการการเมืองไทยเต็มไปด้วยเหตุการณ์รัฐประหารและการเปลี่ยนแปลงรัฐธรรมนูญ โดยประเทศไทยมีสถิติการรัฐประหารมากที่สุดในโลกและได้รับการกล่าวขานว่าเป็นประเทศที่ขาดเสถียรภาพทางการเมืองประเทศหนึ่ง นับตั้งแต่การเปลี่ยนแปลงการปกครอง พ.ศ. 2475 จนถึงปัจจุบัน (พ.ศ. 2566) ประเทศไทยเผชิญกับเหตุการณ์ทางการเมืองที่สำคัญจำนวนมาก ไม่ว่าจะเป็นการรัฐประหารถึง 13 ครั้ง การยุบสภา 13 ครั้ง การเลือกตั้ง 28 ครั้ง การบังคับใช้รัฐธรรมนูญ 20 ฉบับซึ่งมีการแก้ไขทั้งหมด 22 ครั้ง รวมถึงเหตุการณ์ประท้วงและจลาจลอีกหลายครั้ง โดยเฉพาะในรอบ 20 ปีที่ผ่านมา ประเทศไทยเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงทั้งที่เป็นไปตามระบอบประชาธิปไตย และการกระทำรัฐประหารโดยกลุ่มอำนาจทหาร ซึ่งนำไปสู่ความขัดแย้งและการต่อสู้ของภาคประชาชนมาถึงปัจจุบัน เริ่มตั้งแต่การชุมนุมขับไล่นายกรัฐมนตรี พันตำรวจโท ทักษิณ ชินวัตร ซึ่งนำไปสู่การรัฐประหารโดยพลเอกสนธิ บุญยรัตกลิน ในวันที่ 19 กันยายน พ.ศ. 2549 การเลือกตั้งสมาชิกสภาผู้แทนราษฎรไทย พ.ศ. 2550 และการเพิกถอนนายกรัฐมนตรีสมัคร สุนทรเวช คดียุบพรรคการเมือง พ.ศ. 2551 การชุมนุมของพันธมิตรประชาชนเพื่อประชาธิปไตยและการปิดสนามบินในปลายปี พ.ศ. 2551 การชุมนุมของแนวร่วมประชาธิปไตยต่อต้านเผด็จการแห่งชาติ (นปช.) พ.ศ. 2553 และการสลายการชุมนุมดังกล่าวในเดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2553 ซึ่งทำให้มีผู้เสียชีวิต 85 รายและบาดเจ็บอีกจำนวนมาก

ต่อมาในปีพ.ศ. 2556 ได้มีการร่างพระราชบัญญัตินิรโทษกรรมขึ้น ซึ่งส่งผลให้เกิดประท้วง ปิดสถานที่ราชการและปิดกรุงเทพมหานครโดยกลุ่มคณะกรรมการประชาชนเพื่อการเปลี่ยนแปลงปฏิรูปประเทศไทยให้เป็นประชาธิปไตยที่สมบูรณ์แบบอันมีพระมหากษัตริย์ทรงเป็นประมุข (กปปส.) เพื่อกดดันรัฐบาลนางสาวยิ่งลักษณ์ ชินวัตร ให้มีการยุบสภาและเลือกตั้งใหม่ ซึ่งการเลือกตั้งในปี พ.ศ. 2556 ไม่เป็นผลเนื่องจากถูกขัดขวางโดยกลุ่มผู้ชุมนุม กปปส. และเหตุการณ์ประท้วงยังคงดำเนินต่อไป จนกระทั่งในวันที่ 20 พฤษภาคม พ.ศ. 2557 พลเอกประยุทธ์ จันทร์โอชา ได้กระทำการรัฐประหารและจัดตั้งคณะรักษาความสงบแห่งชาติ (คสช.) ขึ้น ภายหลังการครองอำนาจโดยคสช. 5 ปี 1 เดือนนั้น ได้มีการจัดการเลือกตั้งขึ้นในวันที่ 24 มีนาคม พ.ศ. 2562 และพลเอกประยุทธ์ จันทร์โอชา ได้เป็นนายกรัฐมนตรีต่อ เหตุการณ์ประท้วงและการชุมนุมรวมถึงความขัดแย้งและการแบ่งฝักแบ่งฝ่ายยังคงมีอย่างต่อเนื่องจนถึงปัจจุบัน

แม้ว่าการเมืองไทยจะมีความไม่แน่นอนสูง แต่การศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังคงมีอยู่จำกัด โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก่อตั้งขึ้นในปีพ.ศ. 2518 ตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจัดให้มีแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อส่งเสริมการออมทรัพย์และการระดมเงินทุนในประเทศ แม้ในช่วงแรกจะมีหลักทรัพย์และปริมาณซื้อขายในจำนวนจำกัด แต่ภายหลังมาตรการเปิดเสรีทางการเงิน (Financial liberalization) ในปีพ.ศ. 2532 เป็นต้นมา การผ่อนคลายกำแพงควบคุมปริวรรตเงินตราส่งผลให้ปริมาณเงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้าและออกประเทศได้จำนวนมากและรวดเร็วขึ้น ส่งผลต่อสภาพคล่องของตลาดเงินและตลาดทุนของประเทศไทยเป็นอย่างมาก และในปัจจุบัน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นหนึ่งในตลาดเกิดใหม่ที่เป็นเป้าหมายสำคัญในการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ อย่างไรก็ตาม นอกจากปัจจัยพื้นฐานด้านเศรษฐกิจและผลประกอบการของธุรกิจ นักลงทุนต่างให้ความสนใจกับปัจจัยด้านการเมืองในประเทศไทย เนื่องจากในช่วงหลัง ความไม่มีเสถียรภาพทางการเมืองไทยก่อให้เกิดเหตุการณ์ที่รุนแรงนอกเหนือไปจากทิศทางการดำเนินนโยบายที่ไม่ต่อเนื่องอันเนื่องมาจากการยุบสภาและเปลี่ยนรัฐบาล หรือทิศทางการดำเนินนโยบายที่ไม่ชัดเจนเนื่องมาจากการจัดตั้งรัฐบาลผสมที่ต่างฝ่ายต่างยึดประโยชน์ส่วนตน หรือการเหตุการณ์ทางเมืองที่ไม่เป็นไปตามระบอบประชาธิปไตย เช่น การขัดขวางการเลือกตั้ง การชุมนุมปิดถนน ปิดสถานที่ราชการและสถานประกอบการ ปิดสนามบิน รวมถึงเหตุจลาจล ซึ่งเหตุการณ์ดังกล่าว ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนอันนำไปสู่ความต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงขึ้นหรือการชะลอหรือลดการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไป

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า การศึกษายังคงมีอยู่จำกัดและให้ผลที่ยังไม่ชัดเจน โดย Nimkhunthod (2007) ที่ศึกษาการตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อเหตุการณ์ทางการเมือง อาทิ การยุบสภา การเลือกตั้ง หรือการรัฐประหาร ระหว่างพ.ศ. 2518 ถึงพ.ศ. 2549 จำนวน 30 เหตุการณ์ พบว่า ผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันหลังเกิดเหตุการณ์ 1 วันมีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal return) 1 สัปดาห์ก่อนและหลังเกิดเหตุการณ์ทางการเมืองมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยขนาดและความเร็วในการปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์ต่อเหตุการณ์จะแตกต่างกันไป Khanthavit (2020) พบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตอบสนองเชิงบวกต่อการเลือกตั้งในปีพ.ศ. 2562 ในขณะที่ Khanthavit (2019) กลับไม่พบการตอบสนองของตลาดตราสารหนี้ต่อการรัฐประหารในปี พ.ศ. 2549 และปี พ.ศ. 2557 Lumjiak et al. (2018) พบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตอบสนองในเชิงบวกต่อการรัฐประหารในปี พ.ศ. 2557 ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานและการคาดการณ์โดยทั่วไปว่า การก่อรัฐประหารจะทำให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนลดลง หรือสร้างบรรยากาศไม่ดีต่อการลงทุนโดยเฉพาะในสายตาของนักลงทุนต่างชาติ ซึ่ง Lumjiak et al. (2018) อธิบายว่าส่วนหนึ่งน่าจะมาจากการที่ตลาดมักตอบสนองต่อข่าวร้ายมากกว่าข่าวดี โดยสถานการณ์ประท้วงและเหตุจลาจลกลางเมือง รวมถึงการปิดสถานที่ราชการในปีพ.ศ. 2556 ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวลดลงเช่นเดียวกับค่าเงินบาทที่อ่อนค่าอย่างต่อเนื่อง

ดังนั้น ภายหลังจากการรัฐประหารในปีพ.ศ. 2557 ตลาดจึงคาดว่าเมืองไทยจะมีเสถียรภาพมากขึ้น จึงมีแนวโน้มปรับตัวในทิศทางที่ดี

2.4 ผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนและผลการดำเนินงานของกิจการ

ความไม่แน่นอนทางการเมืองมักส่งผลต่อความเชื่อมั่นและการเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยตัวอย่างที่ผ่านมาในประเทศไทยเช่น เหตุการณ์ความขัดแย้งทางการเมืองในปี พ.ศ. 2557 ส่งผลให้เศรษฐกิจไทยในครึ่งปีแรกหดตัวลงร้อยละ 0.1 จากการลงทุนของภาคเอกชนที่ปรับตัวลดลงสืบเนื่องจากความล่าช้าในการอนุมัติการส่งเสริมการลงทุนของสำนักงานคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุนหรือ BOI และนักท่องเที่ยวที่เดินทางมาประเทศไทยลดลงจากความกังวลเกี่ยวกับสถานการณ์ทางการเมือง อีกทั้งยังมีความล่าช้าจากการเบิกจ่ายงบประมาณประจำปีของภาครัฐ (สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, 2557) งานวิจัยส่วนใหญ่ให้ความสนใจในระดับเศรษฐกิจมหภาคหรือตลาดหลักทรัพย์ในภาพรวม ในขณะที่การศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองในระดับกิจการ (Firm level) ยังคงมีอยู่จำกัด อย่างไรก็ตาม งานวิจัยในปัจจุบันได้ให้ความสนใจกับผลของความไม่แน่นอนที่มีต่อพฤติกรรมการตัดสินใจที่สำคัญและผลการดำเนินงานของกิจการมากขึ้น

Bernanke (1983) ใช้ทฤษฎีทางเลือกแฝง (Real option theory) ในการอธิบายผลของความไม่แน่นอนที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนที่ไม่สามารถเปลี่ยนแปลงได้ (Irreversible investment) กล่าวคือ ในสถานการณ์ที่กิจการคาดการณ์ว่าความไม่แน่นอนจะส่งผลเชิงลบต่อกิจการหรือกิจการไม่แน่ใจว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงใดเกิดขึ้น การเลือกรอคอย (Option to wait) จะมีมูลค่ามากขึ้น โดยกิจการจะเพิ่มความระมัดระวังในการดำเนินนโยบายหรือการตัดสินใจที่สำคัญจนกระทั่งมีข้อมูลที่แน่ชัดมากขึ้น ดังนั้นในช่วงเวลาที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองในระดับสูงเช่น มีการเปลี่ยนแปลงรัฐบาล การเลือกตั้ง การปรับปรุงหรือแก้ไขกฎหมายที่สำคัญ การประท้วงหรือแม้กระทั่งการก่อรัฐประหาร สิ่งที่มาอาจนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงรัฐบาลหรือนโยบายสำคัญซึ่งอาจส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ จึงมักพบว่ากิจการจะมีแนวโน้มชะลอหรือลดการลงทุนจนกระทั่งความไม่แน่นอนเหล่านั้นคลี่คลายไป ซึ่งผลการศึกษาเชิงประจักษ์โดย Julio and Yook (2012) พบว่า โดยเฉลี่ยกิจการจะลดการลงทุนลงร้อยละ 4.8 ในปีที่มีการเลือกตั้ง ในขณะที่ Gulen and Ion (2016) พบว่า ระดับการลงทุนของกิจการในสหรัฐอเมริกาได้รับผลกระทบเชิงลบจากความไม่แน่นอนทางการเมือง โดยผลกระทบดังกล่าวจะอยู่ในระดับสูงสำหรับกิจการที่การลงทุนไม่สามารถเปลี่ยนแปลงหรือยกเลิกได้ (Investment irreversibility) หรือกิจการที่มีการพึ่งพาการจ่ายของภาครัฐ (Government spending) เป็นหลัก เช่นเดียวกับ An et al. (2016) ที่รายงานว่า การเปลี่ยนแปลงผู้บริหารของกิจการซึ่งมาจากการแต่งตั้งทางการเมืองของกิจการในประเทศจีนมีผลอย่างมีนัยยะต่อการลงทุนของกิจการ โดยเฉพาะกิจการที่เป็นรัฐวิสาหกิจ และกิจการที่มีสัดส่วนหรือต้องพึ่งพาการลงทุนจำนวนมาก (Capital intensive firms) นอกจากนี้ ยังพบว่า ความผันผวนของระดับการลงทุนของกิจการเพิ่มมากขึ้นในช่วงที่มีการเปลี่ยนแปลงผู้บริหาร และกิจการเอกชนที่มีกำไรจะมีแนวโน้มลดการลงทุนลงในขณะที่กิจการที่เป็นรัฐวิสาหกิจกลับได้รับผลกระทบไม่มากนัก

นอกจากนี้ ความไม่แน่นอนทางการเมืองยังส่งผลให้ภาคครัวเรือนลดการบริโภคหรือชะลอการบริโภค เนื่องจากความกังวลเกี่ยวกับความมั่งคั่งในอนาคต (Carroll & Kimball, 1996) ส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรและผลการดำเนินงานของกิจการอาจลดลงด้วยเช่นกัน Iqbal et al. (2020) พบว่า กิจการในสหรัฐอเมริกามีผลการดำเนินงานที่ลดลงในช่วงที่ความไม่แน่นอนทางการเมืองอยู่ในระดับสูง เช่นเดียวกับ Feng et al. (2021) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความไม่แน่นอนทางการเมืองและผลการดำเนินงานของกิจการในประเทศจีน โดยกิจการประเภทรัฐวิสาหกิจจะได้รับผลกระทบเชิงลบจากความไม่แน่นอนทางการเมืองที่น้อยกว่ากิจการที่ไม่ใช่รัฐวิสาหกิจ สอดคล้องกับ Trakarnsirinont et al. (2023) ที่พบว่าผลการดำเนินงานของกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับผลกระทบเชิงลบจากความไม่แน่นอนทางการเมืองที่เพิ่มขึ้น

บทที่ 3

วิธีการศึกษา

การศึกษานี้ใช้ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง (PUI) ที่พัฒนาโดย Luangaram and Sethapramote (2018) ซึ่งประยุกต์ตามแนวทางของ Baker et al. (2016) ที่ทำการวิเคราะห์เนื้อหา (Content analysis) ผ่านหลักการนับจำนวนคำที่เกี่ยวข้องในข่าว โดยมีการกำหนดคำสำคัญ (Keywords) เพื่อจำแนกและจัดประเภทข่าวที่มีเนื้อหาเกี่ยวข้องกับ ความไม่แน่นอนทางการเมือง จากนั้นทำการนับจำนวนบทความและข่าวที่เกี่ยวข้องกับความไม่แน่นอนทางการเมืองเทียบกับจำนวนบทความและข่าวทั้งหมด ทำให้สามารถวัดระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองสะท้อนออกมาในรูปของค่าของการนำเสนอบทความและข่าว

โดยดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง เป็นดัชนีที่คำนวณจากการเฉลี่ย ขององค์ประกอบย่อย 5 องค์ประกอบได้แก่ (1) ความขัดแย้งที่แสดงออกผ่านการชุมนุมประท้วง (PROTEST) (2) การออกมาตรการสลายชุมนุม (MARTIAL) (3) การทำปฏิวัติรัฐประหาร (COUP) (4) การยุบสภาหรือเลือกตั้ง (ELECTION) และ (5) การแก้ไขรัฐธรรมนูญหรือปฏิรูปการเมือง (REFORM) ซึ่งดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองจะสะท้อนระดับความกังวลหรือความสนใจของตลาดที่มีต่อเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการเมืองในช่วงเวลาต่าง ๆ

ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองถูกจัดทำขึ้นรายเดือนตั้งแต่ พ.ศ. 2540 ถึง พ.ศ. 2564 และในการศึกษาผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อกิจการนั้น ได้มีการปรับข้อมูลให้เป็นรายไตรมาสโดยการเฉลี่ยแบบเลขคณิตของดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองรายเดือนในไตรมาสนั้น ๆ

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ในการศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองกับผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใช้ข้อมูลรายไตรมาสตั้งแต่ไตรมาสที่ 2 ปีพ.ศ. 2540 ถึงไตรมาสที่ 2 ปีพ.ศ. 2563 โดยดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET index) และอัตราผลตอบแทนเงินปันผลของตลาดหลักทรัพย์ ฯ เก็บรวบรวมมาจากฐานข้อมูล Reuters Refinitiv ในขณะที่ข้อมูลตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคเก็บรวบรวมจากสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (NESDC) นอกจากนี้ ดัชนีความผันผวน (VIX) รวบรวมมาจากฐานข้อมูลของ Chicago Board of Exchange (CBOE)

ในส่วนการศึกษผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้น กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ยังดำเนินงานอยู่ในปัจจุบัน ยกเว้นกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน รวบรวมข้อมูลระหว่างไตรมาสที่ 1 ปีพ.ศ. 2545 ถึงไตรมาสที่ 4 ปีพ.ศ. 2564 จากฐานข้อมูล Reuters Refinitiv เพื่อให้มีข้อมูลมากเพียงพอในการศึกษา กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาต้องมีข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาต่อเนื่องอย่างน้อย 20 ไตรมาสทำให้ได้กลุ่ม

ตัวอย่างทั้งสิ้น 449 กิจการ นอกจากนี้ ตัวแปรทุกตัวจะถูก winsorized ที่ร้อยละ 1 และร้อยละ 99 เพื่อลดปัญหาข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outliner)

นอกจากนี้ เพื่อลดความเอนเอียงจากการอยู่รอด (Survivorship bias) ผู้วิจัยจะรวบถึงกิจการที่เพิ่งจดทะเบียนเข้ามาระหว่างช่วงเวลาการศึกษาและยังดำเนินการอยู่ในปัจจุบันและมีข้อมูลต่อเนื่องอย่างน้อย 20 ไตรมาส ในขณะที่จะไม่รวมกิจการที่ถูกเพิกถอน (Delisted) ออกไประหว่างช่วงเวลาการศึกษา ซึ่งเมื่อพิจารณาเฉพาะกิจการที่น่าจะประสบปัญหาในการดำเนินงานและไม่อาจอยู่รอดได้จะมีเพียง 10 กิจการที่ถูกเพิกถอนเนื่องจากไม่ส่งงบการเงิน ไม่สามารถฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จ และฝ่าฝืนข้อกำหนด (ประมาณร้อยละ 3 ของกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา) ในขณะที่กิจการที่ถูกเพิกถอนส่วนใหญ่เนื่องมาจากถูกควมรวมและเพิกถอนโดยสมัครใจ ซึ่งไม่น่าเป็นกิจการที่ประสบปัญหาในการดำเนินงาน ดังนั้น การไม่ถูกนำมารวมอยู่ในกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาไม่น่าจะก่อให้เกิดความเอนเอียงใด เนื่องจากคุณลักษณะของกิจการได้สะท้อนผ่านกลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่แล้ว

3.2 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาในรายงานฉบับนี้ประกอบด้วยการวิเคราะห์ใน 2 ส่วน กล่าวคือ ในส่วนแรกจะเน้นการวิเคราะห์ในระดับภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลาร่วมกับดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง ส่วนการวิเคราะห์ในส่วนที่สองจะเน้นการวิเคราะห์ในระดับกิจการของบริษัทจดทะเบียนโดยใช้ข้อมูลพาเนล ร่วมกับดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองโดยในแต่ละส่วนมีแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาดังนี้

3.2.1 การวิเคราะห์ในระดับภาพรวมตลาดหลักทรัพย์

ในการศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองกับผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะทำการศึกษาผลกระทบทั้งในระยะสั้นและระยะยาวด้วยแบบจำลอง GARCH (1,1) และแบบจำลอง VAR ตามลำดับ นอกจากนี้ยังมีส่วนที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนคาดหวังในระยะยาวในแต่ละระดับของข้อมูลโดยใช้แบบจำลอง Quantile regression โดยมีรายละเอียดของการวิเคราะห์แต่ละส่วนดังนี้

3.2.1.1 แบบจำลอง GARCH (1,1)

ในการวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแบบจำลอง GARCH (1,1) ที่มีตัวแปรดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง (PUI) เป็นตัวแปรทั้งในสมการค่าเฉลี่ย (Mean equation) และสมการความแปรปรวน (Variance equation) ถูกกำหนดขึ้นดังนี้

$$\Delta \ln SET_t = \alpha_{SET} + \gamma_1 \Delta \ln SET_{t-1} + \gamma_2 \Delta \ln VIX_t + \gamma_3 \Delta \ln PUI_t + \varepsilon_t$$

$$h_t = \alpha_h + \omega_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \omega_2 h_{t-1} + \omega_3 \Delta \ln VIX_t + \omega_4 \Delta \ln PUI_t$$

เมื่อ $\Delta \ln SET_t$ คือ ลอการิทึมของผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์รายไตรมาส
 $\Delta \ln VIX_t$ คือ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีความผันผวน
 $\Delta \ln PUI_t$ คือ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง และ
 h_t คือ ค่าความแปรปรวนอย่างมีเงื่อนไข

จากการทบทวนวรรณกรรม ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลเชิงลบต่อผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่ส่งผลเชิงบวกที่ทำให้ความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น ดังนั้น ค่าประมาณของแบบจำลองดังกล่าวจึงมีค่าคาดหวังของเครื่องหมายคือ $\gamma_3 < 0$ และ $\omega_4 > 0$

3.2.1.2 แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR)

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์จะขึ้นอยู่กับสถานะเศรษฐกิจในช่วงเวลานั้น (เช่น Pástor and Veronesi, 2013) ดังนั้นแบบจำลอง VAR จึงถูกกำหนดขึ้นเพื่อศึกษาพลวัตของความสัมพันธ์ระหว่างความไม่แน่นอนทางการเมือง สถานะเศรษฐกิจและผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

$$Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^p B_i Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

เมื่อ Y_t คือ เมทริกซ์ของ $[\ln(PUI), \ln(GDP), \ln(SET)]$ โดยจำนวนค่าล่าช้า (Lags) พิจารณาจาก Schwartz Information Criteria (SIC) นอกจากนี้ เพื่อป้องกันปัญหาในการกำหนดลำดับของตัวแปร (Cholesky order) การวิเคราะห์การกระตุ้นและการตอบสนอง (Impulse response) ดำเนินการด้วยวิธี generalized impulse response (GIRF)

3.2.1.3 แบบจำลอง Quantile regression

ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความไม่แน่นอนทางการเมืองและส่วนชดเชยความเสี่ยงผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นหนึ่งในความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) ที่นักลงทุนที่เกรงกลัวความเสี่ยงต้องการได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่ไม่สามารถจัดได้ ดังนั้น หากมีความเสี่ยงทางการเมืองในระดับสูง ส่วนชดเชยความเสี่ยงผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ (Equity risk premium) ก็ควรจะมีความเสี่ยงที่เพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะในช่วงที่สถานะเศรษฐกิจค่อนข้างอ่อนแอ (เช่น Pástor and Veronesi, 2013 และ Smales, 2021)

และเนื่องจากข้อจำกัดของการประมาณค่าแบบจำลองสมการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองที่น้อยที่สุด (OLS) โดยเฉพาะเมื่อตัวแปรไม่ได้มีรูปแบบการกระจายแบบปกติ อาทิ การศึกษาของ Chevapatrakul et al. (2019) ที่พบหลักฐานเกี่ยวกับความสามารถในการพยากรณ์ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ในระดับต่ำเมื่อใช้

การประมาณค่าแบบดั้งเดิม แต่เมื่อใช้การประมาณค่าด้วยแบบจำลอง Quantile regression กลับพบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่ชัดเจนขึ้นเช่นเดียวกับการศึกษาของ Smales (2021) ดังนั้น แบบจำลอง Quantile regression จึงถูกนำมาใช้ในการวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อส่วนชดเชยความเสี่ยงผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ ดังนี้

$$Q_\tau(\text{Ret}_{t+1,t+h}|X_t) = \alpha_\tau + \beta_\tau \Delta \ln \text{PUI}_t + \theta_\tau \text{DY}_t + \delta_\tau \Delta \ln \text{GDP}_t + \gamma_\tau \text{Ret}_{t,t+h-1} + e_t$$

เมื่อ Q_τ คือ Conditional quantile function และ $\tau = 0.05, 0.10, \dots, 0.90, 0.95$ และ $\text{Ret}_{t+1,t+h}$ คือ ผลตอบแทนตลาดส่วนเกิน (Excess market returns) ในช่วง $h = 1, 2$, และ 8 ไตรมาสข้างหน้า และ DY_t คือ อัตราผลตอบแทนเงินปันผลตลาด

3.2.2 การวิเคราะห์ผลกระทบในรายการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ในส่วนนี้จะทำการประเมินผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้แบ่งการศึกษาเป็นผลกระทบที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ และผลกระทบที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ โดยมีรายละเอียดดังนี้

3.2.2.1 ผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ

จากแนวคิดทฤษฎีทางเลือกแฝง (Real option theory) ที่ว่า หากการลงทุนของกิจการทั้งหมดหรือบางส่วนไม่สามารถยกเลิกหรือเปลี่ยนแปลงได้ ความไม่แน่นอนจะเพิ่มแรงจูงใจให้กิจการชะลอหรือลดการลงทุนลงจนกระทั่งสถานการณ์คลี่คลายไป โดยแบบจำลองในการวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองกับการลงทุนของกิจการแสดงได้ดังนี้

$$\frac{\text{CAPEX}_{i,t+l}}{\text{TA}_{i,t+l-1}} = \alpha_i + \beta_1 \text{PUI}_{t-1} + \beta_2 \frac{\text{CF}_{i,t}}{\text{TA}_{i,t-1}} + \beta_3 \text{SG}_{i,t} + \beta_4 \text{TQ}_{i,t} + \beta_5 \text{GDPF}_{t-1} + \beta_6 \text{COVID}_t + \text{QRT}_t + \varepsilon_{i,t+l}$$

เมื่อ CAPEX คือ การลงทุนของกิจการวัดจากการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ถาวร (Fixed assets) บวกค่าเสื่อมราคาในงวดปัจจุบัน

CF คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในงวดปัจจุบันจะถูกปรับด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด

SG คือ อัตราการเติบโตของยอดขายวัดจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขายรายไตรมาส ณ ช่วงเวลาเดียวกัน (Year-on-year growth)

TQ คือ Tobin's Q วัดจากมูลค่าตลาดของส่วนของเจ้าของบวกมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์หักด้วยมูลค่าตามบัญชีของส่วนของเจ้าของและภาษีเงินได้รอตัดบัญชีสุทธิและทั้งหมดหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์

GDPF คือ ปัจจัยควบคุมที่เกี่ยวกับเศรษฐกิจมหภาค

COVID คือ ตัวแปรหุ่นที่แทนช่วงเวลาที่เกิดสถานการณ์โรคติดเชื้อไวรัสโคโรนาสายพันธุ์ใหม่ 2019 และ i แทนกิจการ t คือไตรมาส $l \in \{1,2,3,4\}$ แทนจำนวนไตรมาสล่วงหน้าระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม ผลของฤดูกาลจะถูกควบคุมโดยใช้ตัวแปรหุ่น (QRT_t) ในไตรมาสที่ 2 ถึง 4 นอกจากนี้ลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทจะถูกควบคุมโดยใช้ตัวแปรหุ่น (α_i) ผ่านการประมาณค่าแบบพาเนลด้วยวิธี Fixed effect

3.2.2.2 ผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

นอกจากความไม่แน่นอนจะส่งผลต่อการตัดสินใจของกิจการ ความไม่แน่นอนทางการเมืองอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการด้วยเช่นกัน โดยแบบจำลองในการวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองกับผลการดำเนินงานของกิจการแสดงได้ดังนี้

$$ROA_{t+l} = \gamma_i + \theta_1 PUI_{t-1} + \theta_2 \frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \theta_3 SG_{i,t} + \theta_4 TQ_{i,t} + \theta_5 GDPF_{t-1} + \theta_6 COVID_t + QRT_t + \varepsilon_{i,t+l}$$

เมื่อผลการดำเนินงานของกิจการด้วยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และตัวแปรอื่น ๆ วัดค่าและประมาณค่าโดยใช้แบบจำลองข้อมูลพาเนล เช่นเดียวกันกับแบบจำลองในส่วนที่ 3.2.4

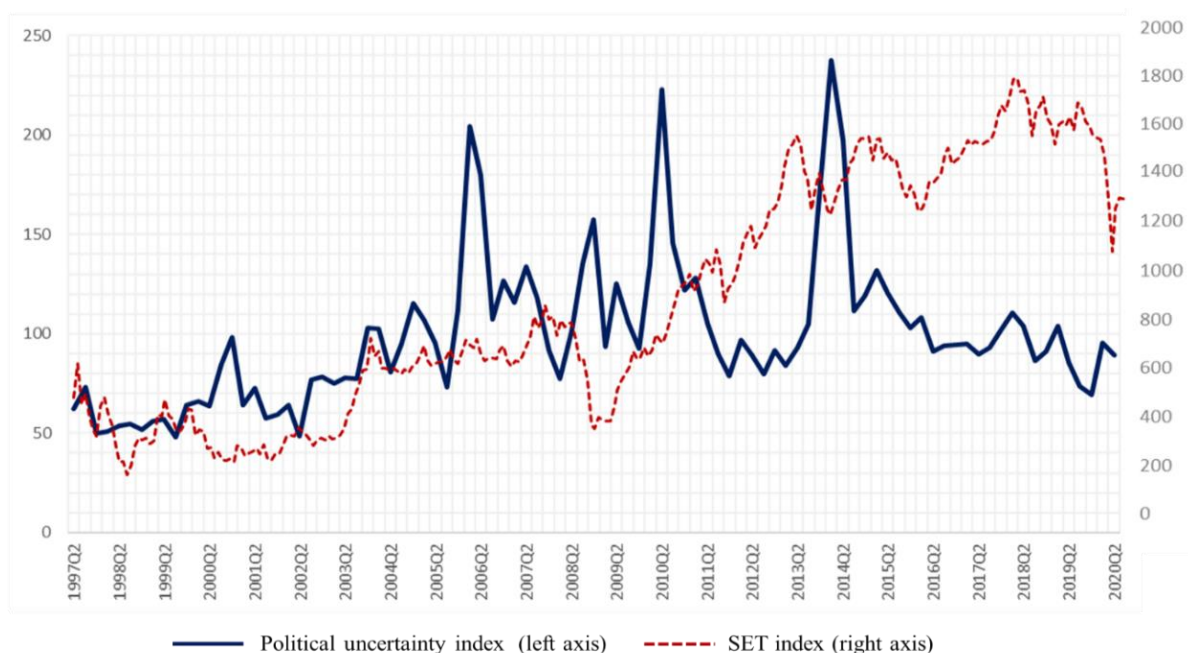
บทที่ 4

ผลการศึกษา

ในส่วนนี้จะแสดงผลการศึกษา โดยผลการศึกษาจะแบ่งเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในภาพรวมของตลาด (Market level) และผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองในระดับกิจการ (Firm level) แสดงได้ดังนี้

4.1 ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในภาพรวมของตลาด

จากรูปที่ 4.1 จะพบว่า ในหลายช่วงเวลา ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองมีการเคลื่อนไหวในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาทิ ปี พ.ศ. 2557 (ค.ศ. 2014) ที่เกิดเหตุการณ์รัฐประหารโดยคณะรักษาความสงบแห่งชาติ (คสช.) ที่มีพลเอกประยุทธ์ จันทร์โอชา เป็นหัวหน้าคณะรัฐประหาร ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ ในขณะที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลาเดียวกันปรับตัวลดลง สอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีตทั้งในประเทศไทยและในต่างประเทศที่พบว่า ตลาดทุนจะมีการตอบสนองเชิงลบต่อเหตุการณ์ความไม่แน่นอนทางการเมือง



รูปที่ 4.1 ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองและดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ที่มา ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง จาก Luangaram and Sethapramote (2018) และปรับปรุงเพิ่มเติมโดยผู้วิจัย และดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จาก www.set.or.th

เมื่อนำชุดข้อมูลอนุกรมเวลาที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในภาพรวมมาทดสอบคุณสมบัติพื้นฐาน ตารางที่ 4.1 แสดงให้เห็นว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง (PUI) และองค์ประกอบ ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) และดัชนีความผันผวน (VIX) มีคุณสมบัติไม่นิ่ง ในขณะที่ผลต่างลำดับที่ 1 มีคุณสมบัตินิ่ง รวมถึงอัตราผลตอบแทนเงินปันผลตลาด (DP) ที่มีคุณสมบัตินิ่ง

ตารางที่ 4.1 การทดสอบคุณสมบัติรากที่เท่ากับ 1 (Unit root test)

PUI	SET	GDP	VIX	
-9.867***	-6.771***	-6.860***	-10.848***	
PROTEST	MARTIAL	COUP	ELECTION	REFORM
-10.341***	-24.368***	-9.730***	-9.985***	-14.699***

หมายเหตุ: ตัวแปรทั้งหมดอยู่ในรูปผลต่างลำดับที่ 1 ค่าสถิติ ADF รายงานพร้อมระดับนัยสำคัญ *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญร้อยละ 10, 5, และ 1 ตามลำดับ

จากคุณสมบัติพื้นฐานของข้อมูล ตัวแปรทุกตัวยกเว้นอัตราผลตอบแทนเงินปันผลตลาดในแบบจำลอง GARCH (1,1) จะอยู่ในรูปผลต่างลำดับที่ 1 ผลการประมาณค่าแบบจำลอง GARCH (1,1) แสดงในตารางที่ 4.2 เมื่อพิจารณาผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในระยะสั้นพบว่า เมื่อควบคุมปัจจัยเสี่ยงภายนอกประเทศด้วยดัชนีความผันผวน (VIX) แล้วค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรความไม่แน่นอนทางการเมือง (γ_3) มีค่าติดลบในทุกองค์ประกอบของดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง แต่ผลที่ได้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาผลที่มีต่อความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ในสมการความแปรปรวนที่ได้จากแบบจำลอง GARCH พบว่า ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองในภาพรวม (PUI) และองค์ประกอบย่อยของดัชนีฯ ทุกตัวยกเว้น องค์ประกอบที่เกี่ยวข้องกับการปฏิรูป (REFORM) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับความผันผวนอย่างมีเงื่อนไขของผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์ฯ จะมีความผันผวนมากขึ้นในช่วงเวลาที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูง ซึ่งผลที่ได้แสดงถึงบทบาทของความไม่แน่นอนทางการเมืองว่าในช่วงระยะสั้นจะมีผลชัดเจนต่อความผันผวน แต่ผลที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงในดัชนีตลาดหลักทรัพย์โดยรวมยังไม่ชัดเจน

นอกจากผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองในระยะสั้น เมื่อพิจารณาพลวัตของการตอบสนองของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในช่วงเดือนต่อ ๆ มา โดยใช้แบบจำลอง Vector AutoRegression ผลการประมาณค่าฟังก์ชันการตอบสนองต่อช็อกในความไม่แน่นอนทางการเมือง (Impulse Response Function) แสดงได้ในรูปที่ 4.2 ซึ่งผลการศึกษาโดยสรุปพบว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ ตอบสนองในเชิงลบต่อความไม่แน่นอนทางการเมือง โดยในภาพรวมของความไม่แน่นอนทางการเมือง ผลการตอบสนองจะสูงสุดในไตรมาสที่ 2

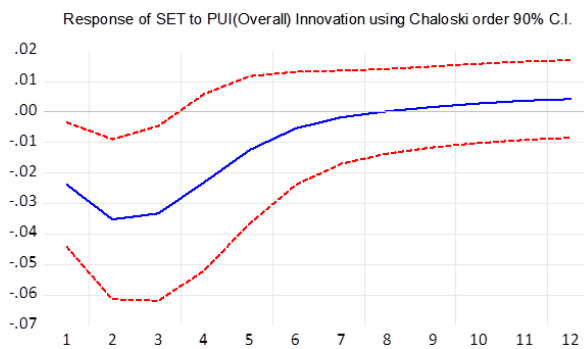
ตารางที่ 4.2 ความไม่แน่นอนทางการเมือง ผลตอบแทนและความแปรปรวนอย่างมีเงื่อนไขของผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์

Variables	PUI	PROTEST	MARTIAL	COUP	ELECTION	REFORM
Mean equation: $\Delta \ln SET_t = \alpha_{SET} + \gamma_1 \Delta \ln SET_{t-1} + \gamma_2 \Delta \ln VIX_t + \gamma_3 \Delta \ln PUI_t + \varepsilon_t$						
α_{SET}	0.018 (0.174)	0.000 (0.991)	0.017* (0.074)	0.011 (0.286)	0.013 (0.361)	0.016* (0.065)
γ_1	0.299*** (0.008)	0.255*** (0.000)	0.170** (0.027)	0.306*** (0.002)	0.135 (0.167)	0.273*** (0.002)
γ_2	-0.205*** (0.001)	-0.186*** (0.000)	-0.227*** (0.000)	-0.218*** (0.000)	-0.258*** (0.001)	-0.230*** (0.000)
γ_3	-0.068 (0.214)	-0.011 (0.357)	-0.001 (0.724)	-0.041** (0.019)	0.016 (0.748)	-0.016 (0.442)
Variance equation: $h_t = \alpha_h + \omega_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \omega_2 h_{t-1} + \omega_3 \Delta \ln VIX_t + \omega_4 \Delta \ln PUI_t$						
α_h	0.003* (0.079)	0.000*** (0.000)	0.003*** (0.001)	0.002** (0.024)	0.005*** (0.006)	0.001*** (0.000)
ω_1	0.096 (0.356)	-0.014 (0.696)	0.011 (0.705)	0.207 (0.137)	0.010 (0.675)	-0.038 (0.408)
ω_2	0.580*** (0.002)	0.900*** (0.000)	0.560*** (0.000)	0.519*** (0.000)	0.555*** (0.000)	0.923*** (0.000)
ω_3	0.017* (0.071)	0.001 (0.395)	0.006 (0.234)	0.008 (0.122)	0.025** (0.030)	0.007** (0.021)
ω_4	0.160*** (0.004)	0.004*** (0.000)	0.003*** (0.004)	0.007*** (0.001)	0.011** (0.031)	0.002 (0.458)
R-squared	0.176	0.198	0.233	0.230	0.243	0.193
Log likelihood	96.350	105.227	89.179	101.021	88.868	99.748

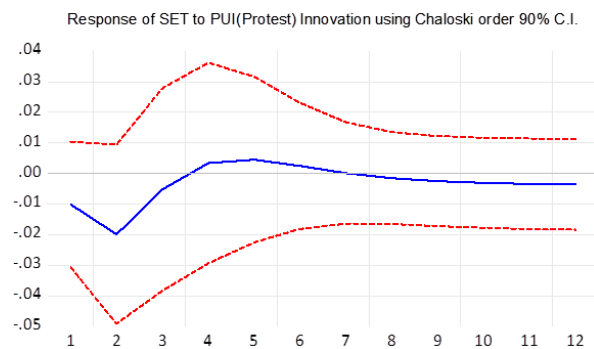
หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บแสดงค่าคลาดเคลื่อนการประมาณ (Standard error) และ *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญร้อยละ 10, 5, และ 1 ตามลำดับ

อย่างไรก็ตาม หากพิจารณารูปแบบการตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์ฯ ต่อองค์ประกอบของดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองจะพบรูปแบบที่แตกต่างกันออกไป กล่าวคือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ จะมีขนาดการตอบสนองในเชิงลบสูงสุดต่อความไม่แน่นอนทางการเมืองที่เกี่ยวข้องกับการรัฐประหาร (COUP) ในขณะที่ลักษณะการตอบสนองของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ ต่อความไม่แน่นอนทางการเมืองที่เกี่ยวข้องกับการเลือกตั้ง

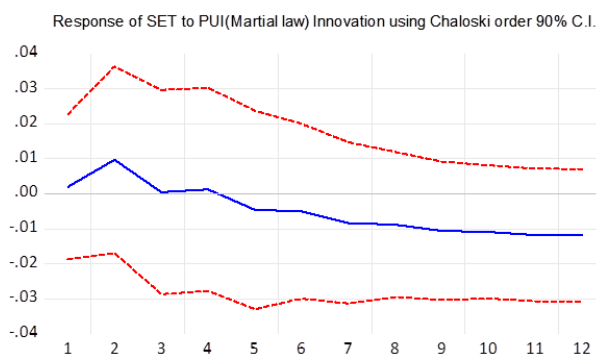
(ELECTION) และการปฏิรูป (REFORM) แม้ว่าจะมีการปรับตัวลดลงเมื่อมีความไม่แน่นอนทางการเมืองที่สูงขึ้น แต่จะใช้ระยะเวลาการตอบสนองที่ยาวกว่าคือ ผลกระทบจะเห็นได้ชัดเจนในช่วงไตรมาสที่ 2 ถึง 4 หลังจากเกิดช็อกในความไม่แน่นอนทางการเมืองขึ้น เมื่อเทียบกับการตอบสนองของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ ต่อช็อกที่เกิดจากการรัฐประหารซึ่งมีการตอบสนองที่รวดเร็วในช่วงไตรมาสเดียวกัน ส่วนผลการตอบสนองต่อช็อกในด้านการชุมนุมประท้วง และด้านการประกาศกฎอัยการศึก แม้ว่าจะมีการตอบสนองทางลบในระยะยาวแต่ขนาดการตอบสนองมีค่าน้อยและไม่มีความสำคัญทางสถิติ



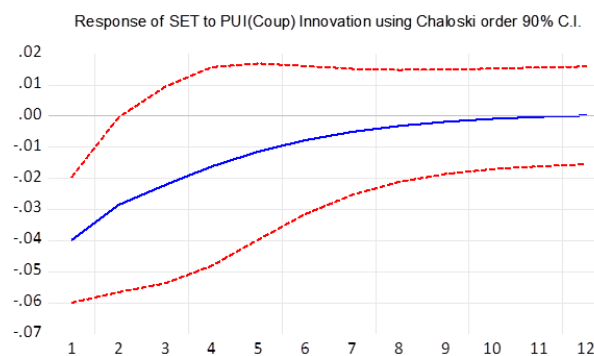
(a)



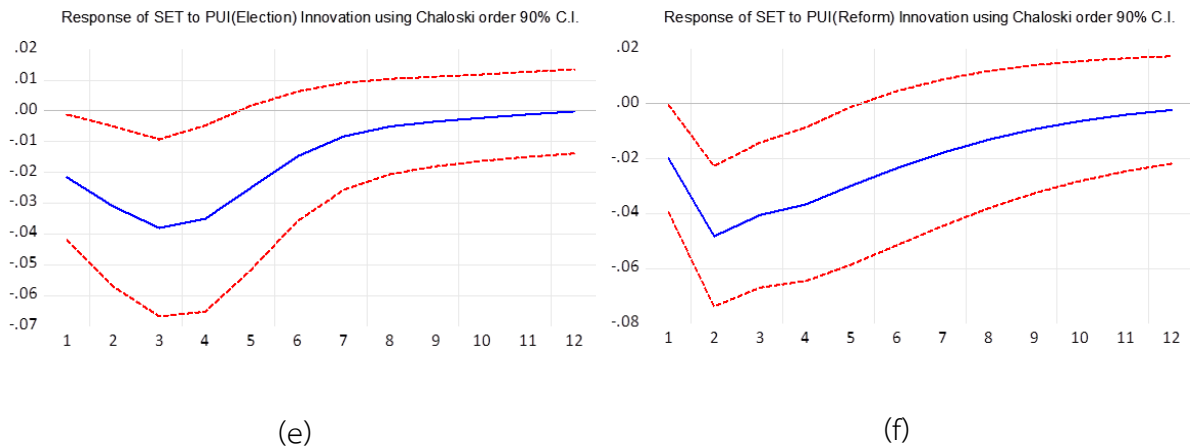
(b)



(c)



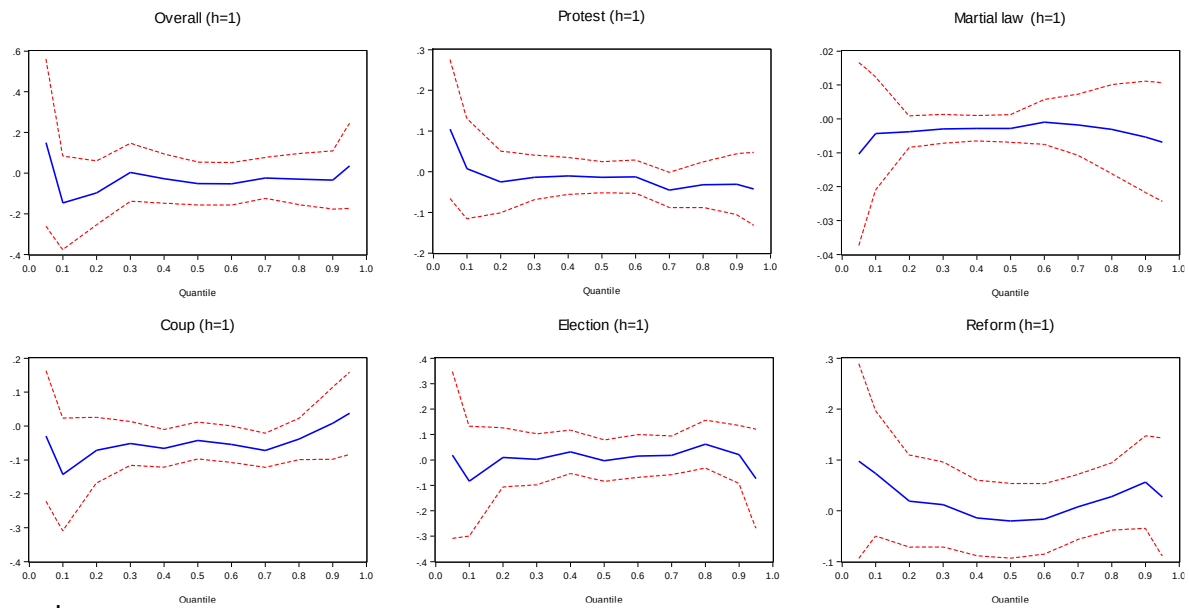
(d)



รูปที่ 4.2 ฟังก์ชันการกระตุ้นและการตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์ต่อความไม่แน่นอนทางการเมือง

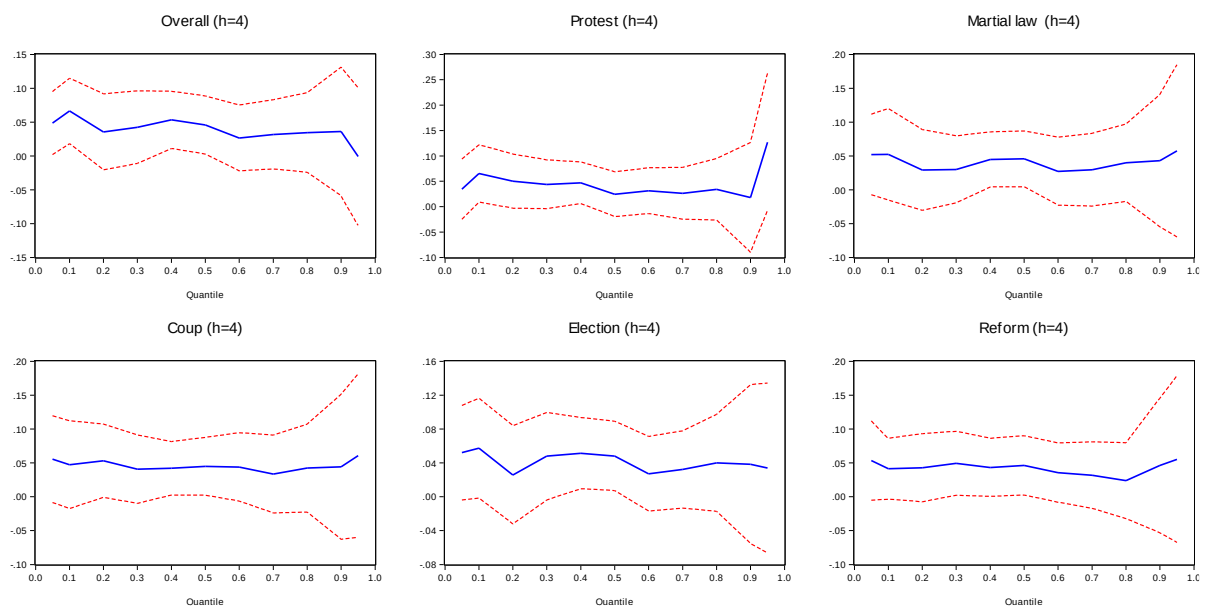
หมายเหตุ: แกนตั้งแสดงร้อยละการตอบสนองต่อช็อกจากความไม่แน่นอนทางการเมืองขนาด 1 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และ แกนนอนแสดงจำนวนไตรมาสหลังจากเกิดช็อก เส้นประสีแดงแสดงช่วงความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 90

สำหรับผลการวิเคราะห์ความไม่แน่นอนทางการเมืองและส่วนชดเชยความเสี่ยงผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นตัวแทนของค่าคาดหวังผลตอบแทนซึ่งในหลักการทางเศรษฐศาสตร์การเงิน จะมีค่าที่ขึ้นกับปัจจัยเสี่ยงในด้านต่าง ๆ ซึ่งในส่วนนี้จะความเสี่ยงทางการเมืองเป็นตัวแปรสำคัญ และมีตัวแปรอัตราผลตอบแทนเงินปันผลตลาด (Dividend Yield) ซึ่งเป็นตัวแปรสำคัญที่กำหนดค่าคาดหวังผลตอบแทนในการศึกษาทางเศรษฐศาสตร์การเงิน เป็นตัวแปรควบคุม ผลการประมาณค่าจะใช้แบบจำลอง Quantile regression เพื่อประเมินผลกระทบจากความไม่แน่นอนทางการเมืองที่อาจกระทบต่อผลตอบแทนคาดหวังในขนาดที่แตกต่างกันในแต่ละช่วงระดับของผลตอบแทนคาดหวัง ผลการประมาณค่าแบบจำลองแสดงดังตารางที่ 4.3 โดยผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลให้ส่วนชดเชยความเสี่ยงผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์สูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญที่ชัดเจนในช่วงเวลา 1 ปีข้างหน้า เช่นเดียวกับอัตราผลตอบแทนเงินปันผลตลาดที่มีผลให้ส่วนชดเชยความเสี่ยงผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์สูงขึ้น และเป็นที่น่าสนใจว่า ผลการศึกษาจะชัดเจนในช่วงควอนไทล์ต่ำ ๆ ($\tau = 0.05$ และ 0.10) สอดคล้องกับการศึกษาของ Chevapatrakul et al. (2019) ที่พบว่าความสามารถในการพยากรณ์ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์จะมีนัยสำคัญในช่วงควอนไทล์ต่ำ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าส่วนชดเชยความเสี่ยงผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์มีลักษณะเปลี่ยนแปลงไปในแต่ละช่วงเวลา โดยส่วนชดเชยความเสี่ยงผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์จะมีค่าสูงในช่วงตลาดขาลงมากกว่าช่วงตลาดขาขึ้น โดยผลการศึกษาที่พบสอดคล้องกันเมื่อพิจารณารายองค์ประกอบย่อยของดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง ดังแสดงในรูปที่ 4.3 – 4.5



รูปที่ 4.3 Quantile process สำหรับช่วงพยากรณ์ 1 ไตรมาส

หมายเหตุ: กราฟแสดงค่าสัมประสิทธิ์จากดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองในภาพรวมและองค์ประกอบย่อย 5 ประเภท แบบจำลอง Quantile regression ถูกประมาณค่าเมื่อ $\tau = 0.05, 0.10, \dots, 0.90, 0.95$ และ $h = 1$ เส้นประสีแดงแสดงช่วงความเชื่อมั่นร้อยละ 90



รูปที่ 4.4 Quantile process สำหรับช่วงพยากรณ์ 4 ไตรมาส

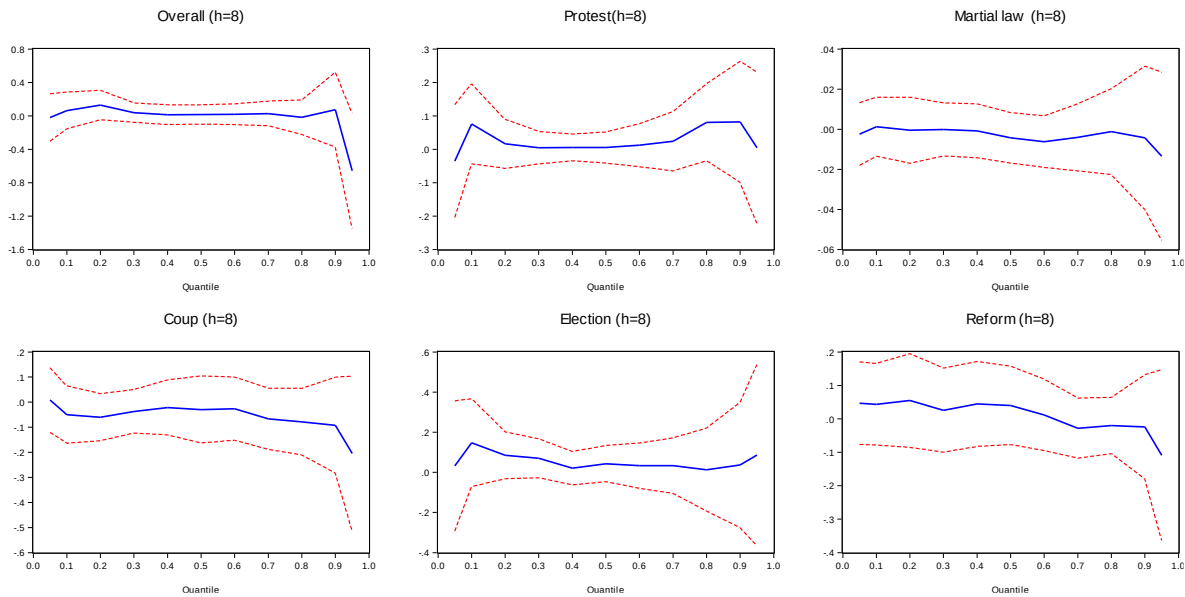
หมายเหตุ: กราฟแสดงค่าสัมประสิทธิ์จากดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองในภาพรวมและองค์ประกอบย่อย 5 ประเภท แบบจำลอง Quantile regression ถูกประมาณค่าเมื่อ $\tau = 0.05, 0.10, \dots, 0.90, 0.95$ และ $h = 4$ เส้นประสีแดงแสดงช่วงความเชื่อมั่นร้อยละ 90

ตารางที่ 4.3 ผลการประมาณค่าแบบจำลอง Quantile regression

h	Political uncertainty (β_τ)					Dividend yield (θ_τ)				
	1	2	3	4	8	1	2	3	4	8
OLS	-0.042 (0.052)	-0.024 (0.078)	-0.002 (0.098)	0.032 (0.082)	-0.048 (0.098)	-0.032 (0.020)	0.011 (0.021)	0.024 (0.030)	0.037 (0.029)	0.035 (0.042)
0.05	0.150 (0.249)	-0.142 (0.182)	0.131 (0.234)	0.341*** (0.105)	-0.021 (0.172)	-0.026 (0.033)	0.023 (0.049)	0.001 (0.042)	0.048* (0.028)	0.029 (0.042)
0.10	-0.146 (0.139)	-0.038 (0.157)	0.073 (0.174)	0.276** (0.012)	0.063 (0.132)	-0.029 (0.034)	0.026 (0.025)	0.025 (0.035)	0.066** (0.029)	0.245 (0.032)
0.20	-0.097 (0.095)	0.026 (0.088)	0.055 (0.086)	0.194 (0.121)	0.128 (0.107)	-0.015 (0.031)	0.042* (0.022)	0.052** (0.026)	0.035 (0.034)	0.003 (0.033)
0.30	0.004 (0.086)	-0.038 (0.060)	0.041 (0.076)	0.084 (0.096)	0.037 (0.070)	-0.004 (0.030)	0.010 (0.026)	0.046 (0.028)	0.042 (0.032)	0.007 (0.034)
0.40	-0.028 (0.074)	0.012 (0.057)	0.038 (0.094)	0.060 (0.090)	0.012 (0.071)	-0.008 (0.030)	0.001 (0.025)	0.037 (0.030)	0.053** (0.025)	0.006 (0.037)
0.50	-0.051 (0.064)	0.032 (0.058)	0.058 (0.104)	0.012 (0.093)	0.015 (0.071)	-0.005 (0.031)	0.001 (0.026)	0.045 (0.032)	0.046* (0.026)	0.009 (0.040)
0.60	-0.053 (0.064)	0.022 (0.063)	0.115 (0.088)	-0.027 (0.078)	0.017 (0.075)	-0.001 (0.034)	0.004 (0.031)	0.055 (0.035)	0.026 (0.029)	-0.002 (0.041)
0.70	-0.024	-0.005	0.120	0.026	0.027	-0.010	-0.026	0.012	0.032	-0.019

h	Political uncertainty (β_τ)					Dividend yield (θ_τ)				
	1	2	3	4	8	1	2	3	4	8
	(0.061)	(0.083)	(0.096)	(0.066)	(0.090)	(0.040)	(0.035)	(0.044)	(0.031)	(0.045)
0.80	-0.030	0.099	0.097	0.076	-0.018	-0.042	-0.018	0.016	0.034	0.003
	(0.076)	(0.018)	(0.111)	(0.086)	(0.125)	(0.040)	(0.042)	(0.046)	(0.036)	(0.049)
0.90	-0.034	-0.001	-0.120	0.011	0.073	-0.059	0.003	0.054	0.036	0.035
	(0.087)	(0.182)	(0.023)	(0.225)	(0.271)	(0.037)	(0.050)	(0.061)	(0.058)	(0.073)
0.95	0.035	-0.229	-0.304	-0.494	-0.659	-0.045	0.028	0.071	-0.001	0.040
	(0.126)	(0.246)	(0.335)	(0.354)	(0.417)	(0.345)	(0.056)	(0.101)	(0.062)	(0.070)

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บแสดงค่าคลาดเคลื่อนการประมาณ (Standard error) และ *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญร้อยละ 10, 5, และ 1 ตามลำดับ ผลการประมาณค่าแต่ละหลัก (column) แสดงถึงผลที่มีต่อผลตอบแทนคาดหวังล่วงหน้า h ไตรมาส (h = 1, 2, 3, 4 และ 8) ในขณะที่ผลการประมาณค่าในแต่ละแถว (row) แสดงถึงค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ในแต่ละระดับค่าควอนไทล์ของผลตอบแทนคาดหวัง



รูปที่ 4.5 Quantile process สำหรับช่วงพยากรณ์ 8 ไตรมาส

หมายเหตุ กราฟแสดงค่าสัมประสิทธิ์จากดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองในภาพรวมและองค์ประกอบย่อย 5 ประเภทแบบจำลอง Quantile regression ถูกประมาณค่าเมื่อ $\tau = 0.05, 0.10, \dots, 0.90, 0.95$ และ $h = 8$ เส้นประสีแดงแสดงช่วงความเชื่อมั่นร้อยละ 90

จากตารางที่ 4.3 และรูปที่ 4.3 - 4.5 จะเห็นได้ว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองจะมีผลอย่างมีนัยยะต่อส่วนชดเชยความเสี่ยงผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์โดยเฉพาะในช่วงคลอนไทร์ต่ำ ๆ หรือในช่วงตลาดขาลง ดังนั้น เพื่อยืนยันผลการศึกษา จึงได้ใช้แบบจำลองสมการถดถอยและใช้ตัวแปรหุ่นเป็นตัวแทนเพื่อสะท้อนสภาวะตลาด โดยประยุกต์การศึกษาของ Smales (2021) ที่ทดสอบความสัมพันธ์ที่ไม่ใช่เส้นตรงระหว่างความไม่แน่นอนทางการเมืองและอัตราผลตอบแทนคาดหวังโดยใช้ตัวแปรสภาวะ (State variable) แทนช่วงเวลาที่แตกต่างกัน เนื่องจากรัฐบาลจะมีแนวโน้มปรับเปลี่ยนนโยบายเมื่อเศรษฐกิจเริ่มขาดเสถียรภาพหรือเมื่อการเมืองมีความไม่แน่นอนสูง ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงใช้ตัวแปรหุ่น 2 ตัวแทนสภาวะเศรษฐกิจและระดับความไม่แน่นอนทางการเมือง โดยตัวแปรสภาวะเศรษฐกิจ (States) จะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเศรษฐกิจมีอัตราการเติบโตติดลบ 2 ไตรมาสติดต่อกัน ซึ่งเป็นตัวแทนของช่วงเศรษฐกิจถดถอย ในขณะที่ตัวแปรสภาวะการเมือง ($\Delta \ln PUI_t$) จะแบ่งโดยค่าดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง โดยจะมีค่าเท่ากับ 1 หากดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองมีค่ามากกว่าดัชนี เปอร์เซนไทล์ที่ 95 ($PUI > 179$) โดยผลการทดสอบแสดงดังตารางที่ 4.4

จากตารางที่ 4.4 Panel A จะพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างความไม่แน่นอนทางการเมืองกับส่วนชดเชยความเสี่ยงผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ในช่วงที่เศรษฐกิจอยู่ในสภาวะถดถอยไม่แตกต่างไปจากในช่วงเวลาปกติอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ Panel B กลับพบว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองจะส่งผลให้มีความต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ที่มากขึ้นโดยเฉพาะในช่วงที่สถานการณ์การเมืองมีความไม่แน่นอนสูง ซึ่งผลดังกล่าวยืนยันผลการทดสอบแบบจำลอง Quantile regression

ตารางที่ 4.4 แบบจำลองสมการถดถอยตัวแปรหุ่น

$$Ret_{t+1,t+h} = \alpha + \beta_1 \Delta \ln PUI_t + \beta_2 \Delta \ln PUI_t * States + \theta DY_t + \delta \Delta \ln GDP_t + \gamma Ret_{t,t+h-1} + e_t$$

Panel A: Recession					
h	1	2	3	4	8
constant	0.070 (0.064)	-0.041 (0.061)	-0.093 (0.071)	-0.102 (0.075)	-0.041 (0.095)
$\Delta \ln PUI_t$	-0.044 (0.061)	0.012 (0.066)	-0.021 (0.073)	0.056 (0.059)	0.052 (0.047)
$\Delta \ln PUI_t * States$	-0.043 (0.161)	-0.169 (0.230)	-0.005 (0.305)	-0.113 (0.276)	-0.348 (0.344)
Panel B: High level of prevailing political uncertainty					
constant	0.072 (0.062)	-0.042 (0.026)	-0.090 (0.060)	-0.107 (0.080)	-0.053 (0.107)
$\Delta \ln PUI_t$	-0.090 (0.055)	-0.071 (0.073)	-0.047 (0.075)	0.029 (0.090)	-0.072 (0.091)
$\Delta \ln PUI_t * States$	0.202** (0.089)	0.198 (0.125)	0.151 (0.149)	-0.010 (0.106)	0.186* (0.104)

หมายเหตุ h = 1, 2, ..., 4, 8 quarters. ค่าในวงเล็บแสดงค่าคลาดเคลื่อนการประมาณ และ *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 10, 5, และ 1 ตามลำดับ

4.2 ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในเบื้องต้น ได้ทำการคำนวณค่าสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ตารางที่ 4.5 แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลไม่ได้มีการกระจายตัวแบบปกติ (Non-normal distribution) เนื่องจากกลุ่มตัวอย่่างมีค่าเฉลี่ย (Mean) และค่ามัธยฐาน (Median) ที่แตกต่างกันมาก โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่ามัธยฐานของการลงทุนต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับ 0.003 เท่าและมีค่ามัธยฐานอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เท่ากับร้อยละ 1.204 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่มีการลงทุนสม่ำเสมอจึงทำให้สินทรัพย์ถาวรมีมูลค่าเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังมีผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่เป็นบวกสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์ เมื่อพิจารณาค่ามัธยฐานของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมจะพบว่า มีค่าเป็นบวกเช่นกัน สำหรับโอกาสในการเติบโตจะพบว่า กลุ่มตัวอย่างมีอัตราการเติบโตของยอดขายที่มากกว่าศูนย์ และมี

Tobin's Q ที่มากกว่า 1 เท่า ซึ่งแสดงให้เห็นถึงโอกาสเติบโตในอนาคต ในขณะที่ตัวแปรเศรษฐกิจชี้ให้เห็นว่าช่วงเวลาที่ทำการศึกษา มีอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจโดยเฉลี่ยร้อยละ 3.37

ตารางที่ 4.5 สถิติพรรณนา

	Max	Mean	Median	Min	SD	Obs.
CAPEX/TA (เท่า)	0.085	0.002	0.003	-0.751	0.027	28,046
ROA (%)	9.382	1.250	1.204	-8.401	2.443	29,136
PUI	267.829	106.844	96.921	35.029	41.849	80
CF/TA (เท่า)	4.081	0.028	0.025	-0.678	0.061	28,046
SG (%)	3.027	0.118	0.047	-0.750	0.491	28,333
TQ (เท่า)	6.010	1.419	1.127	0.417	0.939	28,589
GDPF (%)	7.513	3.349	3.807	-6.195	3.182	80
GDPG (%)	15.295	3.371	3.648	-12.167	3.875	80
CCI	109.933	77.574	78.150	40.633	12.596	80
BSI	53.067	47.796	48.817	35.167	3.795	80

ที่มา: คำนวณโดยผู้เขียน โดยใช้ข้อมูลจาก Refinitiv สำหรับข้อมูลรายบริษัท และฐานข้อมูล CEIC สำหรับข้อมูลเศรษฐกิจมหภาค ข้อมูลดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองรวบรวมจาก Luangaram and Sethapramote (2018) และปรับปรุงเพิ่มเติมโดยผู้เขียน

เมื่อทำการแบ่งข้อมูลออกเป็น 2 กลุ่มตามระดับความไม่แน่นอนทางการเมือง โดยกำหนดให้ใช้ค่ามัธยฐานของข้อมูลดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นจุดแบ่ง ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของการตัดสินใจลงทุนของกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการใน 2 กลุ่มสามารถสรุปได้ดังตารางที่ 4.6

ตารางที่ 4.6 การตัดสินใจลงทุนและผลการดำเนินงานของกิจการในช่วงที่มีระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองสูงและต่ำ

	Low PUI	High PUI	Diff (High – Low)	t-stat (p-value)
CAPEX/TA (เท่า)	0.003	0.002	-0.001	2.604 (0.001)
ROA (%)	1.271	1.235	-0.036	1.235 (0.217)

หมายเหตุ: ผู้เขียนแบ่งช่วงที่มีระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองสูงและต่ำด้วยค่ามัธยฐานของข้อมูลดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองที่พัฒนาโดย Luangaram and Sethapramote (2018) และปรับปรุงเพิ่มเติมโดยผู้เขียน และทดสอบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยการลงทุนต่อสินทรัพย์และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ใน 2 กลุ่มที่แบ่งตามระดับความไม่แน่นอนทางการเมือง

กล่าวคือ ในช่วงที่ความไม่แน่นอนทางการเมืองอยู่ในระดับต่ำ กิจการจะมีการตัดสินใจลงทุนที่สูงกว่า ในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูงอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ผลการดำเนินงานของกิจการในช่วงที่ความไม่แน่นอนทางการเมืองอยู่ในระดับต่ำจะสูงกว่าในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองในระดับสูง แต่ความแตกต่างดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 4.7 ค่าสหสัมพันธ์

Panel A: ลักษณะของกิจการ					
	CAPEX/TA	ROA	CF	SG	TQ
CAPEX/TA	1.000				
ROA	0.058	1.000			
CF	0.051	0.444	1.000		
SG	0.003	0.172	0.081	1.000	
TQ	0.044	0.312	0.178	0.042	1.000

Panel B: ปัจจัยเชิงเศรษฐศาสตร์มหภาคและดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง					
	GDPF	GDPG	CCI	BSI	PUI
GDPF	1.000				
GDPG	0.824	1.000			
CCI	0.632	0.568	1.000		
BSI	0.440	0.551	0.367	1.000	
PUI	-0.168	-0.165	-0.276	-0.271	1.000

ที่มา คำนวณโดยผู้เขียน โดยใช้ข้อมูลจาก Refinitiv สำหรับข้อมูลรายบริษัท และฐานข้อมูล CEIC สำหรับข้อมูลเศรษฐกิจมหภาค ข้อมูลดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองรวบรวมจาก Luangaram and Sethapramote (2018) และปรับปรุงเพิ่มเติมโดยผู้เขียน

เมื่อพิจารณา Panel A ในตารางที่ 4.7 จะพบว่า ปัจจัยคุณลักษณะของกิจการมีสหสัมพันธ์กันในเชิงบวกและอยู่ในระดับที่ไม่สูงมาก ในขณะที่ Panel B ในตารางที่ 4.7 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรเศรษฐศาสตร์มหภาคมีสหสัมพันธ์กันในเชิงบวกในระดับที่ค่อนข้างสูง ดังนั้น เพื่อป้องกันปัญหา Multicollinearity จึงเลือกใส่ปัจจัยเชิงเศรษฐศาสตร์มหภาคเพียงตัวเดียวในแบบจำลอง อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษายังคงเหมือนเดิมแม้ว่าจะเปลี่ยนไปใช้ตัวแปรเศรษฐศาสตร์มหภาคตัวอื่น นอกจากนี้ เป็นที่น่าสนใจว่า ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองมีสหสัมพันธ์เชิงลบกับตัวแปรเศรษฐศาสตร์มหภาคทุกตัว

ตารางที่ 4.8 แบบจำลองการลงทุนแบบคลาสสิก (Classic investment regression)

	CAPEX/TA	CAPEX/TA	CAPEX/TA
Tobin's Q	$2.17 \times 10^{-4} ***$ (10.226)		$2.19 \times 10^{-4} ***$ (11.492)
Cash flows/Assets		$7.19 \times 10^{-3} ***$ (28.760)	$7.03 \times 10^{-3} ***$ (28.357)
R-squared	0.061	0.061	0.061

หมายเหตุ สมการประมาณค่าแบบ Firm fixed effect โดยค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่าแสดงในบรรทัดแรก ในขณะที่ค่าในวงเล็บแสดงค่า t-statistics และ *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 10, 5, และ 1 ตามลำดับ

การวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนจากข้อมูลรายกิจการนี้ จะทำการประมาณค่าสมการที่ใช้ข้อมูลแบบพาเนลเพื่อวิเคราะห์ผลของการเปลี่ยนแปลงในดัชนีความไม่แน่นอนทางการเงินที่มีต่อตัวแปรที่ใช้แทนการลงทุนของบริษัทและผลการดำเนินงานของบริษัท โดยในการประมาณค่าจะใช้ตัวแปรควบคุมซึ่งโดยทั่วไปพบว่ามีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการ ประกอบด้วย ปัจจัยเกี่ยวพันในระดับกิจการได้แก่ สัดส่วนกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์ (Cash flow per assets) อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sale growth) และค่าดัชนี Tobin's Q นอกจากนี้ยังมีตัวแปรควบคุมในระดับมหภาค ได้แก่ ค่าคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ (GDPF)

ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ส่วนนี้จะเป็นข้อมูลแบบพาเนลในการวิเคราะห์เพื่อให้ได้ภาพเชิงพลวัตของผลกระทบที่มีต่อภาคธุรกิจในระดับจุลภาพของตลาดหลักทรัพย์ แบบจำลองเศรษฐมิติที่จะใช้เป็นแบบจำลองแบบ fixed effect โดยได้มีการทดสอบความเหมาะสมของการใช้ตัวแปรหุ่นรายกิจการผ่านการใช้ค่าสถิติ F ซึ่งผลการทดสอบแสดงนัยสำคัญทางสถิติของตัวแปรหุ่นรายกิจการที่ใช้เป็นค่า fixed effect นอกจากนี้ยังทำการทดสอบแบบจำลองทางเลือกได้แก่แบบจำลองข้อมูลพาเนลแบบ random effect โดยใช้ตัวทดสอบ Hausman ซึ่งผลการทดสอบปฏิเสธสมมติฐานหลักของการปราศจากปัญหา endogeneity ซึ่งเป็นสมมติฐานที่จำเป็นของการใช้แบบจำลองพาเนลแบบ random effect ดังนั้นผลการทดสอบที่ได้บ่งชี้ถึงการที่ใช้แบบจำลองแบบพาเนลในลักษณะ fixed effect ว่าเป็นแบบจำลองที่มีความเหมาะสมในการศึกษา

ในเบื้องต้น ผู้วิจัยทำการทดสอบแบบจำลองการลงทุนของกิจการตามแบบจำลองคลาสสิกหรือ Q-Theory ที่ระบุว่า Tobin's Q เป็นตัวแปรเดียวที่ใช้ในการพยากรณ์การลงทุนของกิจการในอนาคต อย่างไรก็ตาม งานศึกษาต่อมาส่วนใหญ่พบว่า ปัจจัยด้านข้อจำกัดทางการเงิน อาทิ ระดับกระแสเงินสดของกิจการ หรืออัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ก็มีผลเช่นกันในการช่วยพยากรณ์การลงทุนของกิจการ (Fazzari et al., 1998) รวมถึงยังแสดงถึงโอกาสทางการลงทุนบางประการที่ Tobin's Q อาจแสดงไม่ครบถ้วน (Alti, 2003) จากตารางที่ 4.8 พบว่า ทั้ง Tobin's Q และสัดส่วนกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์ ต่างมีผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ สอดคล้องกับทฤษฎีและผลการศึกษาในอดีต

ผลทดสอบผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองแสดงในตารางที่ 4.9 และ 4.10 สำหรับผลกระทบที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการ ตามลำดับ

ตารางที่ 4.9 ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ

ตัวแปร	CAPEX			
	t - 1	t - 2	t - 3	t - 4
PUI	$-1.17 \times 10^{-3**}$ (-2.452)	$-1.82 \times 10^{-3} ***$ (-3.883)	$-1.84 \times 10^{-3} ***$ (-4.003)	-6.60×10^{-4} (-1.420)
Cash flow/Assets	$1.46 \times 10^{-2} ***$ (6.545)	$1.48 \times 10^{-2} ***$ (6.661)	$1.45 \times 10^{-2} ***$ (6.542)	$1.42 \times 10^{-2} ***$ (6.429)
Sales growth	7.06×10^{-4} (1.357)	7.12×10^{-4} (1.370)	7.14×10^{-4} (1.372)	7.13×10^{-4} (1.370)
Tobin's Q	$1.02 \times 10^{-3} ***$ (3.203)	$1.05 \times 10^{-3} ***$ (3.311)	$1.07 \times 10^{-3} ***$ (3.362)	$1.04 \times 10^{-3}***$ (3.270)
GDP growth forecast	-1.02×10^{-3} (-0.217)	-2.43×10^{-3} (0.515)	-8.15×10^{-3} (0.175)	3.200×10^{-4} (0.069)
Dummy Covid	-4.03×10^{-5} (-0.075)	-1.76×10^{-4} (-0.329)	-2.04×10^{-4} (-0.384)	-1.74×10^{-4} (-0.325)
Obs	27,070	27,070	27,070	27,070
R-squared	0.064	0.065	0.065	0.064
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Seasonality	Yes	Yes	Yes	Yes

หมายเหตุ t + l แสดงข้อมูลไตรมาสปัจจุบันบวก l ไตรมาสล่วงหน้าเมื่อ l = 1,2,3,4 สมการประมาณค่าแบบ Firm fixed effect และมีการควบคุมผลของฤดูกาล โดยค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่าแสดงในบรรทัดแรก ในขณะที่ค่าในวงเล็บแสดงค่า t-statistics และ *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 10, 5, และ 1 ตามลำดับ

จากตารางที่ 4.9 ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง (PUI) มีค่าติดลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานที่ว่า กิจการจะชะลอหรือลดการลงทุนลงในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองในระดับสูง นอกจากนี้ยังพบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และ Tobin's Q ต่างก็มีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า ข้อจำกัดทางการเงินและโอกาสในการลงทุนเป็นตัวแปรที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ สอดคล้องกับทฤษฎีการลงทุน (Investment Q Theory) และงานวิจัยที่ผ่านมาในอดีต อาทิ Fazzari et al. (1998) และ Gulen and Ion (2016) อย่างไรก็ดี

ตาม ผลการศึกษาไม่พบว่า ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจมหภาคและสถานการณ์โรคติดเชื้อไวรัสโคโรนาสายพันธุ์ใหม่ 2019 มีผลกระทบอย่างมีนัยยะต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ

ตารางที่ 4.10 ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

ตัวแปร	ROA			
	t - 1	t - 2	t - 3	t - 4
PUI	$6.96 \times 10^{-2**}$ (2.075)	$8.17 \times 10^{-2**}$ (2.484)	0.146*** (4.458)	0.113*** (3.408)
Cash flow/Assets	13.48 *** (25.803)	13.47 *** (25.793)	13.47 *** (25.827)	13.484 *** (25.848)
Sales growth	0.751*** (26.600)	0.751*** (26.601)	0.750*** (26.574)	0.749*** (26.553)
Tobin's Q	0.550*** (24.283)	0.548*** (24.228)	0.545*** (24.105)	0.546*** (24.116)
GDP growth forecast	$7.97 \times 10^{-3} *$ (-1.805)	$7.90 \times 10^{-3} *$ (-1.805)	$9.22 \times 10^{-3} **$ (2.093)	$8.53 \times 10^{-3} *$ (1.938)
Dummy Covid	-0.193*** (-4.620)	-0.188*** (-4.518)	-0.175*** (-4.177)	-0.193*** (-4.620)
Obs	27,229	27,229	27,229	27,229
R-squared	0.438	0.437	0.438	0.438
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Seasonality	Yes	Yes	Yes	Yes

หมายเหตุ t + l แสดงข้อมูลไตรมาสปัจจุบันบวก l ไตรมาสล่วงหน้าเมื่อ l = 1,2,3,4 สมการประมาณค่าแบบ Firm fixed effect และมีการควบคุมผลของฤดูกาล โดยค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่าแสดงในบรรทัดแรก ในขณะที่ค่าในวงเล็บแสดงค่า t-statistics และ *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 10, 5, และ 1 ตามลำดับ

เมื่อวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการซึ่งวัดโดยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) จากตารางที่ 4.10 พบว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน อัตราการเติบโตของยอดขายและ Tobin's Q มีนัยสำคัญเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ 1 – 4 ไตรมาสในอนาคต ในขณะที่ค่าพยากรณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจกลับไม่ส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงาน นอกจากนี้ ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า ในช่วงสถานการณ์โรคติดเชื้อไวรัสโคโรนาสายพันธุ์ใหม่ 2019 ผลการดำเนินงานของกิจการมีแนวโน้มลดลงจากช่วงเวลาปกติ

ผลการศึกษาข้างต้น แสดงถึงผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองว่าเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลให้การลงทุนของกิจการในบริษัทจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์มีการปรับตัวลดลงอย่างชัดเจน และมีผลต่อเนื่องต่อการตัดสินใจของกิจการในระยะยาวถึงช่วงหนึ่งปีข้างหน้าด้วย ซึ่งการตอบสนองของกิจการในลักษณะนี้มีประเด็นที่ควรให้ความสำคัญในระยะยาว เพราะจะมีผลให้การขยายตัวของศักยภาพการผลิตช้าลงได้ในระยะยาว ซึ่งมีผลทั้งต่อภาคธุรกิจ การเติบโตของตลาดการเงิน และเศรษฐกิจของประเทศในภาพรวม และเป็นที่น่าสนใจที่กิจการกลับมีแนวโน้มของผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นในช่วงที่ความไม่แน่นอนทางการเมืองอยู่ในระดับสูง ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่า กิจการคาดว่าในช่วงเวลาที่ไม่ปกติจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ จึงพยายามปรับกลยุทธ์ภายในองค์กรเพื่อรักษาระดับผลการดำเนินงานให้สอดคล้องกับช่วงปกติ เช่น การประหยัดต้นทุน การเปลี่ยนแปลงตารางการจัดส่ง การขยายเวลาการให้สินเชื่อ การลดรายจ่ายที่ไม่จำเป็น หรือรายจ่ายที่ควบคุมได้ (Roychowdhury, 2006) หรือกิจการอาจแสดงท่าทีไรจากกิจกรรมที่ไม่ได้มาจากการดำเนินงาน อาทิ การจำหน่ายเงินลงทุน การจำหน่ายสินทรัพย์ถาวร การกลับรายการค่าเผื่อและเงินสำรองเพื่อมาชดเชยกำไรจากการดำเนินงานที่อาจปรับตัวลดลงเนื่องจากผลกระทบที่มาจากปัจจัยภายนอก นอกจากนี้ งานวิจัยบางส่วนพบว่า กิจการมีแนวโน้มจะบริหารจัดการกำไรในช่วงเวลาไม่ปกติเพิ่มมากขึ้นเพื่อรักษาระดับผลการดำเนินงานให้สม่ำเสมอ เช่นการศึกษาของ Byard et al. (2007) ที่พบว่า บริษัทสัญชาติสหรัฐอเมริกาในกลุ่มอุตสาหกรรมน้ำมันมีการตกแต่งกำไรที่เพิ่มมากขึ้นในช่วงที่เกิดเหตุการณ์พายุเฮอริเคนแคทรีนาและพายูริต้า และในบางครั้ง กิจการอาจมีแนวโน้มตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงวิกฤติเพื่อให้ตลาดมั่นใจว่ากิจการจะสามารถอยู่รอดได้ (Trombetta and Imperatore, 2014)

ตารางที่ 4.11 ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองในแต่ละองค์ประกอบที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ

ตัวแปร	CAPEX (1 lag of PUI)				
	Protest	Martial law	Coup	Election	Reform
PUI	-6.25x 10 ⁻⁴ ** (-2.370)	-5.18x10 ⁻⁴ *** (-3.201)	-3.25 x 10 ⁻⁴ (-1.105)	-8.06 x 10 ⁻⁴ (-1.472)	-3.96 x 10 ⁻⁴ (-1.238)
Cash flow/Assets	1.45 x 10 ⁻² *** (6.542)	1.47 x 10 ⁻² *** (6.617)	1.42 x 10 ⁻² *** (6.418)	1.43 x 10 ⁻² *** (6.455)	1.42 x 10 ⁻² *** (6.407)
Sales growth	7.22 x 10 ⁻⁴ (1.387)	7.37 x 10 ⁻⁴ (1.416)	7.00 x 10 ⁻⁴ (1.343)	7.06 x 10 ⁻⁴ (1.357)	6.82 x 10 ⁻⁴ (1.303)
Tobin's Q	9.92 x 10 ⁻⁴ *** (3.110)	1.02 x 10 ⁻³ *** (3.196)	1.03 x 10 ⁻³ *** (3.218)	1.01 x 10 ⁻³ *** (3.172)	1.05 x 10 ⁻³ *** (3.296)
GDP growth forecast	-1.94 x 10 ⁻⁴ (-0.042)	-4.52 x 10 ⁻⁴ (-0.097)	3.68 x 10 ⁻⁴ (0.079)	5.97 x 10 ⁻⁵ (0.013)	-5.57 x 10 ⁻⁴ (-0.118)

ตัวแปร	CAPEX (1 lag of PUI)				
	Protest	Martial law	Coup	Election	Reform
Dummy Covid	-2.45×10^{-4} (-0.456)	1.54×10^{-4} (0.283)	-8.59×10^{-5} (-0.160)	-2.18×10^{-4} (-0.403)	-7.46×10^{-5} (-0.140)
Obs.	27,070	27,070	27,070	27,070	27,070
R-squared	0.064	0.064	0.064	0.064	0.064
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Seasonality	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

หมายเหตุ $t + l$ แสดงข้อมูลไตรมาสปัจจุบันบวก l ไตรมาสล่วงหน้าเมื่อ $l = 1,2,3,4$ สมการประมาณค่าแบบ Firm fixed effect และมีการควบคุมผลของฤดูกาล โดยค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่าแสดงในบรรทัดแรก ในขณะที่ค่าในวงเล็บแสดงค่า t-statistics และ *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 10, 5, และ 1 ตามลำดับ

Trakarnsirinont et al. (2023) ได้ศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและพบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ตอบสนองต่อองค์ประกอบย่อยของดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองแตกต่างกัน กล่าวคือ องค์ประกอบที่เกี่ยวกับการปรับปรุงหรือร่างรัฐธรรมนูญ (Constitutional reform) มีผลเชิงลบต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ในขณะที่องค์ประกอบที่เกี่ยวกับการเลือกตั้งส่งผลเชิงบวกต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงทำการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองประเภทต่าง ๆ ที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนและผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งผลการศึกษาแสดงในตารางที่ 4.11 และ 4.12 ตามลำดับ

จากตารางที่ 4.11 จะเห็นว่า แม้ว่าค่าสัมประสิทธิ์ที่ประมาณค่าได้จากทุกองค์ประกอบของดัชนีความไม่แน่นอนจะมีค่าติดลบ แต่มีเพียงความไม่แน่นอนทางการเมืองที่เกี่ยวข้องกับการชุมนุมประท้วง และการใช้กฎระเบียบที่สำคัญในการควบคุมสถานการณ์ (เช่น กฎอัยการศึก) ส่งผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ และจากตารางที่ 4.12 แสดงให้เห็นว่า ผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่เกี่ยวข้องกับการปฏิวัติ การเลือกตั้ง และการปฏิรูปส่งผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ในขณะที่ความไม่แน่นอนทางการเมืองที่เกี่ยวข้องกับการชุมนุมประท้วง และการใช้กฎระเบียบที่สำคัญในการควบคุมสถานการณ์กลับส่งผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

ตารางที่ 4.12 ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองในแต่ละองค์ประกอบที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

ตัวแปร	ROA (1 lag of PUI)				
	Protest	Martial law	Coup	Election	Reform
PUI	0.125*** (6.719)	0.102*** (8.904)	-0.048** (-2.303)	-0.131*** (-3.388)	-0.184*** (-8.178)
Cash flow/Assets	13.43*** (25.757)	13.39*** (25.727)	13.51*** (25.887)	13.53*** (25.905)	13.51*** (25.948)
Sales growth	0.747*** (26.491)	0.745*** (26.421)	0.750 (26.566)	0.751 (26.594)	0.740 (26.144)
Tobin's Q	0.555*** (24.499)	0.550*** (24.324)	0.550*** (24.329)	0.548*** (24.219)	0.563*** (24.842)
GDP growth forecast	9.50×10^{-3} ** (2.165)	8.20×10^{-3} * (1.875)	5.08×10^{-3} (1.149)	4.75×10^{-3} (1.078)	-2.11×10^{-3} (-0.471)
Dummy Covid	-0.156*** (-3.721)	-0.246*** (-5.830)	-0.194*** (-4.651)	-0.214*** (-5.057)	-0.193*** (-4.639)
Obs.	27,229	27,229	27,229	27,229	27,229
R-squared	0.438	0.438	0.438	0.438	0.439
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Seasonality	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

หมายเหตุ $t + l$ แสดงข้อมูลไตรมาสปัจจุบันบวก l ไตรมาสล่วงหน้าเมื่อ $l = 1, 2, 3, 4$ สมการประมาณค่าแบบ Firm fixed effect และมีการควบคุมผลของฤดูกาล โดยค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่าแสดงในบรรทัดแรก ในขณะที่ค่าในวงเล็บแสดงค่า t-statistics และ *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 10, 5, และ 1 ตามลำดับ

โดยผลการศึกษาในอดีตของ Sitthipongpanich (2009) พบว่า การรัฐประหารในปี พ.ศ. 2549 ส่งผลเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์โดยเฉพาะกิจการที่มีความเกี่ยวข้องหรือเชื่อมโยงกับกลุ่มทางการเมือง เช่นเดียวกับที่พบว่า การปฏิรูปจะส่งผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในการศึกษาโดย Trakarnsirinont et al. (2023) และแม้ว่าค่าสัมประสิทธิ์ของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มาจากการปฏิวัติรัฐประหารและการประกาศใช้กฎหมายที่สำคัญเพื่อควบคุมสถานการณ์จะมีค่าติดลบ แต่ก็พบว่าผลดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางเศรษฐกิจ ในขณะที่พบว่าการเลือกตั้ง ส่งผลเชิงบวกอย่างมีนัยยะต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

โดยสรุปจากผลการศึกษาครั้งนี้และผลการศึกษาในอดีตที่ผ่านมาพบว่า ผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองในแต่ละองค์ประกอบ ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนและผลการดำเนินงานของกิจการที่แตกต่างกันไป

บทที่ 5

สรุปและอภิปรายผลการศึกษา

ในบรรดาความเสี่ยงทางเศรษฐกิจด้านต่าง ๆ ที่มีผลต่อการลงทุนของภาคธุรกิจ ความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นหนึ่งในความเสี่ยงที่สำคัญเนื่องจากอาจนำมาซึ่งการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบหรือนโยบายที่สำคัญ อาทิ การแก้ไขกฎหมาย การปรับเปลี่ยนอัตราภาษี ซึ่งมีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนการตัดสินใจและผลการดำเนินงานที่สำคัญของภาคธุรกิจ ดังนั้น การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งในระดับภาพรวมของตลาดและระดับกิจการ โดยใช้ข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2564 ผ่านตัวแปรดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองที่พัฒนาโดย Luangaram and Sethapramote (2018)

5.1 สรุปผลการศึกษา

ในระดับภาพรวมตลาด ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า (1) ในระยะสั้น ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลให้ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ฯ ลดลง อย่างไรก็ตาม ผลดังกล่าวไม่ค่อยชัดเจนนัก ในขณะที่ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลค่อนข้างชัดเจนที่ทำให้ความผันผวนของผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น (2) ในระยะยาว ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ฯ ตอบสนองในทิศทางลบอย่างชัดเจนต่อความไม่แน่นอนทางการเมืองโดยเฉพาะองค์ประกอบที่เกี่ยวข้องกับการปฏิวัติรัฐประหาร และผลกระทบจะสูงสุดในไตรมาสที่ 2 – 4 ข้างหน้า และเป็นที่น่าสนใจว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มาจากองค์ประกอบที่เกี่ยวข้องกับการประท้วงกลับส่งผลที่ไม่มีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ฯ และ (3) ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลให้ส่วนชดเชยความเสี่ยงผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นโดยเฉพาะในควอนไทล์ต่ำ ๆ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดผลตอบแทนคาดหวังที่มีการเปลี่ยนแปลงในแต่ละช่วงเวลา โดยในช่วงที่ตลาดขาลงจะมีผลตอบแทนคาดหวังที่สูงกว่าในช่วงตลาดขาขึ้น

ในระดับกิจการ ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า (1) กิจการจะลดหรือชะลอการลงทุนในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองในระดับสูง ในขณะที่ (2) ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลให้กิจการมีแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น โดยพบว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการในระยะที่ยาวนานอย่างน้อย 1 ปี ทั้งนี้ อาจเนื่องมาจากลักษณะของการลงทุนของกิจการที่บางครั้งไม่สามารถเปลี่ยนแปลงหรือยกเลิกได้ ดังนั้น กิจการอาจรอจนแน่ใจว่าสถานการณ์ได้คลี่คลายไปแล้ว และเพื่อส่งสัญญาณให้ตลาดมั่นใจว่ากิจการสามารถอยู่รอดได้ในช่วงที่สถานการณ์มีความไม่แน่นอนสูง กิจการอาจบริหารจัดการเพื่อให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีขึ้นหรืออยู่ในระดับที่ใกล้เคียงของเดิม โดยกิจการอาจปรับเปลี่ยนรูปแบบการดำเนินงานเพื่อตอบสนองต่อเหตุการณ์ที่ไม่แน่นอน อาทิ ขยายเวลาการให้สินเชื่อ การปรับเปลี่ยนตารางการจัดส่งสินค้า การลดหรือควบคุมค่าใช้จ่ายที่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจ รวมถึงการอาศัยผลประโยชน์ที่มาจาก

กิจกรรมที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน เช่น การจำหน่ายเงินลงทุน หรือการจำหน่ายสินทรัพย์ เพื่อชดเชยผลการดำเนินงานที่ลดลง ซึ่งประเด็นดังกล่าว ควรได้รับการศึกษาเชิงลึกเพิ่มเติมในอนาคตเพื่อยืนยัน

โดยสรุป ผลการศึกษานี้แสดงให้เห็นถึงความสำคัญของความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยว่าเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญในเชิงมหภาคที่มีผลต่อการผลตอบแทนและความเสี่ยงของผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมถึงยังส่งผลต่อการตัดสินใจของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการลดหรือชะลอการลงทุน ซึ่งนัยยะเชิงนโยบายที่ได้จากการศึกษานี้สามารถสรุปได้ดังนี้

1) ความผันผวนของผลตอบแทนการลงทุนมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นความระดับความไม่แน่นอนทางการเมือง ดังนั้น นักลงทุนทั้งกรณีรายย่อยและนักลงทุนสถาบัน ควรพิจารณาลดการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในช่วงที่เกิดความไม่แน่นอนทางการเมือง และควรลงทุนในสินทรัพย์ปลอดภัย เช่น พันธบัตรรัฐบาล หรือทองคำ ในช่วงเวลาดังกล่าว

2) การที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ มีการปรับตัวลดลงในช่วงระยะประมาณ 2 - 4 ไตรมาสต่อมา รวมถึงผลที่มีต่อผลตอบแทนคาดหวังของการลงทุน แสดงถึงผลสืบเนื่องของความไม่แน่นอนทางการเมืองซึ่งทำให้การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ลดความน่าสนใจ นอกจากนี้ ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่อธิบายผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อการลงทุนในพอร์ตโฟลิโอของนักลงทุนของต่างชาติ ซึ่งรายงานในการศึกษาของ Luangaram and Sethapramote (2020) โดยหากความขัดแย้งมีความยืดเยื้อจะมีผลต่อการดึงดูดเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และมีผลต่อการระดมทุนของบริษัทเอกชนในประเทศไทย และลดแรงจูงใจของบริษัทเอกชนในการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งมีผลต่อพัฒนาการของตลาดหลักทรัพย์ในระยะยาวได้

3) ผลกระทบของการเพิ่มความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อการลดการใช้จ่ายเงินเพื่อการลงทุนของกิจการ แสดงถึงนัยยะของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อการลงทุนของกิจการที่เป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการเติบโตศักยภาพของกิจการในระยะยาว และเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการเติบโตของตลาดทุนในระยะยาว ซึ่งในส่วนนี้แสดงถึงต้นทุนของความขัดแย้งทางการเมืองไทยที่เกิดขึ้นจากอดีตถึงปัจจุบันในมิติของภาคการเงิน โดยเฉพาะตลาดทุนซึ่งเป็นแหล่งระดมทุนและแหล่งการออมที่สำคัญ รวมถึงภาคธุรกิจจริงผ่านบริษัทเอกชนขนาดใหญ่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นกำลังสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ

4) ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งพบว่ามีผลเชิงบวกนั้น อาจแสดงถึงความสามารถของบริษัทจดทะเบียนฯ ในการปรับตัว หรือแสดงให้เห็นถึงความพยายามของกิจการในการส่งสัญญาณสู่ตลาดให้เกิดความมั่นใจว่า กิจการจะสามารถอยู่รอดได้ภายใต้สถานการณ์ความไม่แน่นอนดังกล่าว อย่างไรก็ตาม หากการปรับตัวของกิจการเกิดจากกิจกรรมที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานหรือเกิดจากการบริหารจัดการกำไรเพื่อให้มีเสถียรภาพหรือเพื่อลดความผันผวนผ่านกิจกรรมที่กิจการควบคุมได้ การดำเนินการดังกล่าว อาจเกิดขึ้นได้ในช่วงเวลาจำกัด และสืบเนื่องจากการที่กิจการลดหรือชะลอการลงทุน การเพิ่มศักยภาพการผลิตและประสิทธิภาพการผลิตในระยะยาวก็จะลดลง และอาจนำมาซึ่งการลดลงของผลการดำเนินงานของกิจการในระยะยาวได้ ซึ่งในประเด็นนี้เป็นส่วนที่ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมในอนาคต โดยอาจใช้ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารเชิงลึกประกอบ

5) หากพิจารณาจากมุมมองของผู้ถือหุ้นของกิจการ ความขัดแย้งทางการเมืองอาจส่งผลกระทบต่อกิจการในระยะเวลายาวนาน แต่ผลที่มีต่อการลงทุนภาคเอกชนกลับมีผลต่อเนื่องในระยะยาว ซึ่งแสดงให้เห็นว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นปัจจัยเสี่ยงเชิงมหภาคที่ชัดเจนที่เป็นอุปสรรคที่ทำให้การลงทุนของภาคธุรกิจอยู่ในระดับต่ำกว่าที่ควรจะเป็นในช่วงที่ผ่านมา และเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่มีความเสี่ยงต่อเป้าหมายการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการและเศรษฐกิจไทยในอนาคต

5.2 นัยยะเชิงนโยบายของการศึกษา

นัยยะเชิงนโยบายที่ได้จากการศึกษานี้แสดงให้เห็นว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองนับเป็นความเสี่ยงที่ส่งผลกระทบต่อภาคการเงิน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) และภาคเศรษฐกิจจริง ดังนั้น หน่วยงานที่เกี่ยวข้องเช่น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) สามารถนำผลการศึกษาดังกล่าวไปเผยแพร่เพื่อสร้างองค์ความรู้เกี่ยวกับการประเมินและติดตามปัจจัยเสี่ยงที่ส่งผลกระทบต่อตลาดทุนแก่ผู้ที่เกี่ยวข้อง อาทิ นักลงทุนรายย่อย บริษัทหลักทรัพย์ทรีตี้และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม หรือ ธนาคารแห่งประเทศไทย ที่ให้ความสำคัญกับเสถียรภาพของภาคการเงิน (Financial stability) สามารถใช้ข้อมูลดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองในการติดตามสถานะตลาดการเงินได้ นอกจากนี้ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่ากิจการจะลดหรือชะลอการลงทุนลงอย่างน้อย 1 ปี ดังนั้น ภาครัฐควรเร่งสร้างความเชื่อมั่นและดำเนินนโยบายเพื่อกระตุ้นการลงทุนของเอกชนเพื่อชดเชยผลที่เกิดจากความไม่แน่นอนทางการเมือง

นอกจากนี้ผลการศึกษายังแสดงถึงคุณประโยชน์ในเชิงวิชาการโดยช่วยเติมช่องว่างวรรณกรรมที่ส่วนใหญ่จะกระจุกตัวอยู่ในประเทศที่พัฒนาแล้ว แล้วการวิเคราะห์ผลจากความไม่แน่นอนทางการเมืองส่วนใหญ่จะเน้นผลจากการดำเนินนโยบาย (Policy uncertainty) ในขณะที่ประเทศไทย ความไม่แน่นอนทางการเมืองจะมีมิติที่ซับซ้อนกว่าและส่วนมากมาจากความขัดแย้งทั้งที่เป็นไปตามระบอบประชาธิปไตย (เช่น การเลือกตั้ง การปฏิรูป) และที่ไม่เป็นไปตามระบอบประชาธิปไตย (เช่น การรัฐประหาร)

บรรณานุกรม

- Acemoglu, D., Hassan, T., & Tahoun, A. (2018). The power of the street: Evidence from Egypt's Arab Spring. *The Review of Financial Studies*, 31(1), 1–42.
- Aisen, A., & Veiga, F.J. (2006). Does political instability lead to higher inflation? A panel data analysis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(5), 1379–1389.
- Alesina, A., Ozler, S., Roubini, N., & Swagel, P. (1996). Political instability and economic growth. *Journal of Economic Growth*, 1, 189–211.
- Alti, A. (2003). How sensitive is investment to cash flow when financing is frictionless? *Journal of Finance*, 58, 707–722.
- An, H., Chen, Y., Luo, D., & Zhang, T. (2016). Political uncertainty and corporate investment: evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 36, 174–189.
- Apaitan, T., Luangaram, P., & Manopimoke, P. (2022). Uncertainty in an emerging market economy: evidence from Thailand. *Empirical Economics*, 62, 933–989.
- Azzimonti, M. (2018). Partisan conflict and private investment. *Journal of Monetary Economics*, 93, 114–131.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S.J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636.
- Bautista, C. (2003). Stock market volatility in the Philippines, *Applied Economics Letters*, 10(5), 315–318.
- Bernanke, B. (1983). Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment, *Quarterly Journal of Economics*, 98(1), 85–106.
- Byard, D., Hossain, M., & Mitra, S. (2007). US oil companies' earning management in response to hurricanes Katrina and Rita. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(6), 733–748.
- Cai, Y., & Menegaki, A. (2019). FDI, growth and trade partisan conflict in the US: TVP-BVAR approach, *Empirical Economics*, 60, 1335–1362.
- Carrol, C.D., & Kimball, M.S. (1996). On the concavity of the consumption function. *Econometrica*, 64(4), 981–992.
- Chevapatrakul, T., Xu, Z., & Yao, K. (2019). The impact of tail risk on stock market returns: the role of market sentiment. *International Review of Economics & Finance*, 59(C), 289–301.
- Cukierman, A., S. Edwards, & G. Tabellini. (1992). Seigniorage and political instability. *American Economic Review*, 82(3), 537–555.

- Darby, J., Li, C., & Muscatelli V. (2004). Political uncertainty, public expenditure and growth. *European Journal of Political Economy*, 20(1), 153-179.
- Fazzari S., R. G. Hubbard, & B. Petersen. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brooking Papers on Economic Activity*, 1, 141–195.
- Feng, X., Luo, W., & Wang, Y. (2021). Economic policy uncertainty and firm performance: evidence from China. *Journal of the Asia Pacific Economy*. <https://doi.org/10.1080/13547860.2021.1962643>
- Geyikei, U.B. (2017). The impact of the July 12 coup d'état attempts on the participation 30 index in Istanbul stock exchange (ISE). *International Journal of Business and Management Studies*, 6(2), 91–100.
- Gulen, H. and Ion, M. (2016), Policy uncertainty and corporate investment, *Review of Financial Studies*, 29(3), 523-564.
- Henisz, W. J. (2002). Politics and international investment: Measuring risks and protecting profits. Edward Elgar.
- Iqbal, U., Gan, C., & Nadeem, M. (2020). Economic policy uncertainty and firm performance. *Applied Economic Letter*, 27(10), 765-770.
- Julio, B., & Yook, Y. (2012). Policy uncertainty and corporate investment cycles. *Journal of Finance*, 67(1), 45-83.
- Khanthavit, A. (2019). The Thai bond market's behavior in the time surrounding military coups. *Thammasat Review*, 22(1), 1–23.
- Khanthavit, A. (2020). An event study analysis of Thailand's 2019 general election: A long window of multiple sub-events. *International Journal of Financial Research*, 11(4), 502–514.
- Luangaram, P., & Sethapramote, Y. (2018, May). *Economic impacts of political uncertainty in Thailand*. (PIER Discussion Papers, No.86). <https://www.pier.or.th/en/dp/086/>
- Luangaram, P., & Sethapramote, Y. (2020). Capital flows and political conflicts: evidence from Thailand. *Economics of Peace and Security Journal*, 15(2), 83–100.
- Lumjiak, S., Nguyen, T.Q., Gan, C., & Treepongkaruna, S. (2018). Good coups, bad coups: evidence from Thailand's financial markets. *Investment Management and Financial Innovations*, 15(2), 68–86.
- Lumjiak, S., Treepongkaruna, S., Wee, M., & Brooks, R. (2014). Thai financial markets and political change. *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 2(1), 5–26.

- Niederhoffer, V., Gibbs, S., & Bullock, J. (1970). Presidential elections and the stock market. *Financial Analysts Journal*, 26(2), 111–113.
- Nimkhunthod, W. (2007). *An impact of political events on the Stock Exchange of Thailand*. [Master Thesis, Thammasat University].
- Novy, D., & Taylor, A.M. (2020). Trade and uncertainty, *Review of Economics and Statistics*, 102(4), 749-765.
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *Journal of Finance*, 67(4), 1219–1264.
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520–545.
- Rodrick, D. (1991). Policy uncertainty and private investment in developing countries. *Journal of Development Economics*, 36, 229-242.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370.
- Sitthipongpanich, T. (2009). The impact of political revolution on firm performance in Thailand, *Suthiparithat Journal*, 23(69), 1-20.
- Sharpe, W.F. (1964). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Smales, L.A. (2021). Policy uncertainty in Australian financial markets. *Australian Journal of Management*, 46(3), 523–547.
- Svensson, J. (1998). Investment, property rights and political instability: Theory and evidence. *European Economic Review*, 42, 1317-1341.
- Trakarnsirinont, W., Jitaree, W., & Buachoom, W. W. (2023). Political uncertainty and financial firm performance: evidence from the Thai economy as an emerging market in Asia, *Economies*, 11, 18. <https://doi.org/10.3390/economies11010018>
- Trombetta, M. & Imperatore, C. (2014). The dynamic of financial crises and its non-monotonic effects on earnings quality. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(3), 205-232.
- ภาวะเศรษฐกิจไทยไตรมาสที่สอง และแนวโน้มปี 2557." แหล่งที่มา สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ http://www.nesdb.go.th/Portals/0/eeco_datas/economic/eeco_state/2_57/PressThaiQ2-2014.pdf
- ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์ (2564) ผลของปัจจัยเสี่ยงเชิงนโยบายเศรษฐกิจและการเมืองต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจและผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย, *วารสารเกษตรศาสตร์บริหารธุรกิจประยุกต์*, 23, 99-120.

ภาคผนวก 1

ผลงานตีพิมพ์ในวารสารวิชาการระดับนานาชาติ

Political Uncertainty and the Thai Stock Market

Suthawan Prukumpai

Faculty of Business Administration, Kasetsart University, Bangkok Thailand.

Yuthana Sethapramote

*School of Development Economics, National Institute of Development Administration,
Bangkok, Thailand*

Corresponding author: yuthana.s@nida.ac.th

Pongsak Luangaram

Faculty of Economics, Chulalongkon University, Bangkok, Thailand

Abstract

The purpose of this paper is to examine the relationship between political uncertainty and the Thai stock market. The news-based index of Luangaram and Sethapramote (2018; 2020) is employed to capture the dynamics of political uncertainty from the second quarter of 1997 to the second quarter of 2020. The results reveal interesting evidence. Firstly, market volatility increases during periods of high political uncertainty. However, the effect on short-run stock returns is insignificant. Secondly, stock prices respond significantly to political uncertainty in the negative direction based on the vector autoregression (VAR) model. The effects are strongest in the second to fourth quarters. Finally, the findings reveal that political uncertainty pushes up the equity risk premium, and the impact is strongest at the extreme lower quantiles of return distributions.

Keywords: political uncertainty, Thai stock market, GARCH, VAR, quantile regression

1. Introduction

In financial economic theory, it is well documented that a positive relationship exists between risk and returns. Risk-averse investors particularly require higher returns for holding risky assets during periods of high uncertainty. Sharpe (1964) classified risks in the financial market into systematic and unsystematic. Unsystematic risk is firm-specific, mostly caused by internal factors such as business risk, financial risk, and operational risk. Unlike unsystematic risk, systematic risk is associated with either the entire market or a particular segment of it. It is caused by economic, political, and sociological changes beyond the control of the company which cannot be eliminated or diversified.

The level of uncertainty is now higher and more important than ever before, especially in terms of political conflict or economic policy uncertainty. Governments generally make policy decisions by taking both economic and non-economic costs into account. These costs are uncertain since market participants cannot perfectly foresee which policies will be implemented. According to Henisz (2002), political uncertainty can be defined as risks principally resulting from government action or, occasionally, inaction. Changes in government policy for taxation or regulation could lead to changes in the business environment, movement of capital, corporate decisions, and corporate performance. Recent studies by Baker et al. (2016) and Pástor and Veronesi (2012; 2013) revealed that government policy uncertainty had a significant impact on both the real economy and financial markets. Specifically, much literature (e.g., Pástor and Veronesi, 2012; 2013) documented the adverse impact of political uncertainty on stock market returns and volatility.

Political uncertainty has become prominent, not only in the United States but also in emerging markets including Thailand. Berkaert and Harvey (2002) summarized that politics in emerging markets played a significant role and appeared to be more strongly connected to business and economics than in developed markets. They also reported that political systems in emerging

markets were less advanced than in developed markets. Therefore, the political situation in emerging markets tended to be more unstable. Since the transition from an absolute monarchy to parliamentary democracy in 1932, Thailand has undergone several significant political events, such as military coups, parliament dissolution, national elections, and protests. To date, Thailand can claim to have experienced the most constitutional changes and ranked among other countries with the highest number of coups.

So far, most of the literature in Thailand has documented the impact of Thai political uncertainty on its economic activities (e.g., Goswami & Panthamit, 2020) and Thai financial markets (e.g., Khanthavit, 2019; Lumjiak et al., 2014; Rujirangsan & Chancharat, 2019). However, these studies were based on the analysis of the event study framework and regression model with political events used as exogenous variables. Such methodologies are limited since they do not show the dynamic relationships between the stock market and the evolution of political risk perceived by the market over time.

To gain a deeper understanding, the key contribution of this paper is to comprehensively investigate *how political uncertainty affects the Thai stock market over time*. This paper uses the Thai political uncertainty index (PUI) developed by Luangaram and Sethapramote (2018; 2020) to reveal the degree of political uncertainty over time. PUI is a novel, news-based index proposed by Baker et al. (2016). This index reflects the frequency of political-related words in news articles. Specifically, increasing the news coverage on political uncertainty resulted in a high index level, indicating high market perception and generating more uncertainty about government action and inaction. The PUI is then used in regressions with Thai stock market returns and conditional volatility to examine the short-run relationship. The VAR model is also employed to examine the long-run relationship. A final investigation is to check whether political uncertainty is priced through a quantile regression.

The results revealed interesting evidence. Firstly, the Thai stock market's conditional volatilities were found to significantly increase during periods of high political uncertainty, although it did not have a short-run

effect on Thai stock market returns. Secondly, unlike the short run, stock prices responded significantly to political uncertainty in a negative direction. These findings were consistent with the common belief that political risk has a long-run adverse impact on the stock market. The linkage between the equity risk premium and political uncertainty was also examined. Political uncertainty was found to trigger the equity risk premium, with the impact being strongest at the extreme lower quantiles of return distributions, i.e., downside risk.

The remainder of this paper is organized as follows. Section 2 reviews the relevant literature. Section 3 presents the econometric models and summarizes the data used in this paper. The results are presented in Section 4, and the conclusion is provided in Section 5.

2. Literature Review

Politics can exert a significant influence on the performance of financial markets. In this section, the definition and measurement of political uncertainty are reviewed. This is followed by an explanation of the linkage between political uncertainty, real economy, and the stock market, and lastly, a summary of Thai politics and the Thai stock market.

2.1 Political uncertainty

In general, political uncertainty refers to a situation in which political instability could adversely affect the economic environment such as investment opportunities and the outlook for economic growth (Henisz, 2002). From the investment perspective, political uncertainty could arise from unexpected government actions such as a change in the trade and investment policy by controlling capital mobility or intervening in exchange rates. Such political uncertainty can therefore pose a significant risk to investment portfolios.

To analyze the impact of political uncertainty, the risk needs to be measured quantitatively. Previous studies typically use major political events such as national elections (e.g., Niederhofer et al., 1970; Khanthavit, 2020), dissolutions of parliament (e.g., Nimkhunthod, 2007), and coups (e.g., Geyikei, 2017; Lumjiak et al., 2014; Lumjiak et al., 2018; Khanthavit, 2019)

since the event date and market response can be examined through event study methodology. Additionally, the impact of political uncertainty is examined in a regression-based framework where political uncertainty is proxied by risk rating.

With the rapidly growing literature on text search methods, Baker et al. (2016) proposed a novel economic policy uncertainty (EPU) index to capture the market concerns reflected in news articles. This index showed a strong correlation with the CBOE Volatility Index (VIX) and revealed a significant response to events involving major policy concerns such as the Gulf War and presidential elections. Similar news indices have been developed in other studies such as the partisan conflict index (Azzimonti, 2018) and the policy uncertainty index for the U.S. (Shoag & Veuger, 2015). The main advantage of a news-based index is that it reveals how the market perceives political uncertainty over time. In the case of Thailand, Luangaram and Sethapramote (2018) constructed the political uncertainty index (PUI) based on the methodology used by Baker et al. (2016). The movement of the news-based index (i.e., PUI) could provide insight into the political uncertainty level in Thailand over time.

2.2 Political uncertainty, real economy, and the financial market

In times of trouble, governments typically intervene in the market via economic policy such as tightening the monetary policy by raising a key interest rate to control inflation. However, market participants cannot fully know in advance exactly how and when the policy will be implemented. Large uncertainty can delay consumption and investment decisions, causing economic slowdown, firms' profitability to shrink, threats to investors' sentiment, and asset prices to decline. Prior studies often relate political uncertainty to economic activity such as foreign direct investment (e.g., Julio & Yook, 2016; Luangaram & Sethapramote, 2020), real output (e.g., Alesina & Sachs, 1988), trade flows (e.g., Goswami & Panthamit, 2020), and investment (e.g., Luangaram & Sethapramote, 2018). The majority of studies revealed that political instability was often associated negatively with economic activities.

These findings could be explained by several theories such as the political business cycle suggested by Nordhaus (1975) whereby politicians might alter policies before elections, leading to economic fluctuations. The partisan theory developed by Hibbs (1977), an alternative approach, argued that policies were predetermined by ideology. Specifically, left-wing parties were more concerned about unemployment than inflation. He reported that Democratic administrations were more likely to implement expansionary policies than Republican administrations. Similarly, Chappell and Keech (1986) found that the average inflation rates under Democratic administrations were higher than under Republican administrations. Hence, economic fluctuations occur because of policy change when opposite parties win the election.

Apart from political-economy and economic literature, several studies have turned their attention to the interplay between politics and financial markets, particularly stock markets. The determinants of stock market returns and fluctuations have posed a long-standing puzzle for financial economists. Shiller (1981) documented that the volatility of stock prices was too volatile to be explained by rational dividend discount models. Following Chen et al. (1986), macroeconomic uncertainty, including political risk, could affect asset prices through two channels: expected cash flows and discount rates. Unpredictability in government policies might threaten the profitability of firms and cash flows due to shifts in consumer demand. Pástor and Veronesi (2012) developed a model and predicted that the stock market will fall when political uncertainty is high. In addition, significant political uncertainty made stock returns more volatile and correlated, especially during weak economic conditions. Because political uncertainty typically affects businesses at large, it is therefore considered a systematic risk. For this reason, investors demand a higher equity risk premium to compensate for uncertainty on the outcomes of political policy. Pástor and Veronesi (2013) developed a general equilibrium model and explained that stock returns were driven by economic shocks, political shocks, and firm-specific shocks, with the latter not being priced because they could be eliminated via diversification. They also showed that

the effects of political risk on equity risk premiums were state-dependent. Specifically, policy change was more likely in weak economic conditions, and therefore, the higher equity risk premium was mainly driven by political shocks.

Numerous researchers have attempted to empirically test whether politics have any impact on financial markets. Niederhoffer et al. (1970) and Herbst and Slinkman (1984) documented that politics caused stock prices to move to reflect the expectation of the U.S. presidential election results. Santa-Clara and Valkanov (2003) related the average monthly returns to the governing party and found that stock market returns were higher during Democratic-led administrations after controlling for differences in the business cycle. Without assuming the election result was known *ex-ante*, Li and Born (2006) applied the public opinion poll and found evidence to support the causal link between political uncertainty and stock returns. Gao et al. (2019) found that municipal bond yields rose around U.S. gubernatorial elections, while Kelly et al. (2016) revealed that option market investors were willing to pay higher option premiums around the U.S. national election and also confirmed that the political risk was priced by market participants.

Thus far, most studies reviewed have been conducted on the U.S. stock market. This may be because it is one of the most influenced global equity markets. Moreover, the political system in the U.S. is relatively more straightforward than in many other countries. However, the research results obtained for the U.S. may not be easily generalizable in the international context. Interestingly, many papers reveal political uncertainty to have a greater impact on emerging markets than developed markets (e.g., Berkaert & Harvey, 2002; Bilson et al., 2002; Erb et al., 1996). Berkaert and Harvey (2002) reported that the political system in emerging markets was less advanced than in the developed markets; therefore, politics in emerging markets was more strongly intertwined with business and economics than in developed markets. In some countries, the political risk was not limited to the uncertainty of national election results and comes in the form of a revolutionary movement, parliament dissolution, street protest, and military coup. For example, Bautista (2003)

found that conditional market volatilities were positively related to major political and economic events in the Philippines. Likewise, Acemoglu et al. (2018) showed the adverse impact of street protests, such as the Arab Spring, on Egyptian stock market returns. Given that political unrest is still prevalent, particularly in emerging markets including Thailand, this study hypothesizes that political uncertainty influences the behavior of the Thai stock market. Therefore, the political situation remains a significant risk factor in explaining variations in the equity risk premium.

2.3 Evolution of the Thai political system and Thai stock market

The Thai political system revolution began in 1932 when Thailand transitioned from an absolute monarchy into a parliamentary democracy. Unlike the two-party system in the U.S., Thailand has proportional representation, where the government is formed by multi-part coalitions. Therefore, with the mix of parties in a coalition government, it is more difficult to predict future policies that can have important implications for financial markets.

The Stock Exchange of Thailand was established in 1975. Like other emerging markets, the Thai stock market has been one of the most popular investment destinations for years. However, coups are frequent, and the country's ranking in terms of political stability is poor (Lumjiak et al., 2018). Despite the high political uncertainty in Thailand, previous studies on the relationship between political events and the Thai stock market are still limited. Nimkhunthod (2007) studied the average reaction of stock returns to political events between 1975 and 2006 and found positive abnormal returns over a one-week period before and after elections. Khanthavit (2020) also reported that the Thai stock market reacted significantly and positively to the 2019 national election. Besides the stock market reaction to the national election, Nimkhunthod (2007) documented a negative abnormal return on the first trading day after a coup; however, the coup exerted a temporary negative shock and then boosted the market over a longer period. This finding was consistent with that of Lumjiak et al. (2014) who found initial adverse reactions in the Thai stock market to the 2006 coup, but the effects were transient and quickly reversed.

Kongprajya (2010) focused on the impact of political news on stock returns and volatility. Using data obtained during the 2006 coup, she classified political news into good and bad. The response of stock market returns to the coup was insignificant, but the volatility rose significantly. Specifically, the asymmetric impact of political news on stock market volatility was documented. Unfavorable political news exerted a greater increase in stock volatility than the same amount of favorable political news. Lumjiak et al. (2018) extended the work of Lumjiak et al. (2014) by including the 2014 coup in their study, revealing that once again, the coup exerted a short-term impact on the Thai stock market. Both coups increased average market returns and reduced market volatility. Their findings were counter to the common belief that since the coup was associated with political uncertainty and instability, it would have a negative effect on the stock market. This may be due to the Thai-style political context (Lumjiak et al., 2018).

With the frequency of coups and constitutional changes, the analysis between political uncertainty and the stock market in Thailand becomes exceptionally interesting. Sethapramote (2021) recently analyzed the impact of economic policy and political uncertainty on the real sector and stock market in Thailand by using several risk proxies such as the global economic policy uncertainty (EPU) index (Baker et al., 2016), the partisan conflict index (Azzimonti, 2018), and the political uncertainty index (Luangaram & Sethapramote, 2018). He found a significant drop in stock market returns when political uncertainty increased. To the researcher's knowledge, no comprehensive studies exist on the dynamic relationship between political uncertainty and the Thai stock market applying the text-based index proposed by Baker et al. (2016). Therefore, it is worthwhile examining how the Thai stock market responds to the evolution of political uncertainty over the short and long term.

3. Data and Methodology

3.1 Data

To quantitatively capture the degree of political uncertainty in Thailand, the political uncertainty index (PUI) computed by Luangaram and Sethapramote (2018, 2020) according to the methodology of Baker et al. (2016) is used in this paper. The PUI is a scaled frequency count of news articles on Thailand's political-related words. Specifically, the PUI is constructed using five components of equal weight: (1) major political protests by conflicted groups (PROTEST), (2) implementation of Emergency Decrees such as martial law (MARTIAL), (3) severe events such as coup (COUP), (4) changes of government under the constitution, e.g., national elections or dissolutions of parliament (ELECTION), and (5) changes in rules and political structures, e.g., political reform or constitution amendments (REFORM).

In this study, the data spans from the second quarter of 1997 to the second quarter of 2020. The stock market index (SET) and market dividend yield (DY) are retrieved from Reuters Eikon, while the macroeconomic variables (GDP) are collected from the National Economic and Social Development Council (NESDB). The fear index (VIX) data are collected from the CBOE database.

3.2 Methodology

In this section, the econometric methodology is outlined to examine the relationship between political uncertainty and the Thai stock market.

3.2.1 Political uncertainty and stock market return and volatility

Several studies have documented that stock prices react negatively to political risk. Political uncertainty affects stock prices via firms' potential cash flows and investors' required rate of return. For example, Erb et al. (1996) and Smales (2021) found that during a period of high political uncertainty, risk-averse investors decided to sell their riskier assets, leading to a price drop and thus resulting in lower contemporaneous returns. In addition, Pástor and Veronesi (2013; 2021) showed that stock markets were more volatile when

political uncertainty was high.

To investigate the short-run impact of political uncertainty on the stock market, the GARCH(1,1) model with the data in the first-differenced form is used for estimation and includes the PUI in both mean and variance equations. The VIX is also included as a control variable to capture the impact of external shocks on the Thai stock market. Hence, the following models are estimated.

$$\begin{aligned}\Delta \ln \text{SET}_t &= \alpha_{\text{SET}} + \gamma_1 \Delta \ln \text{SET}_{t-1} + \gamma_2 \Delta \ln \text{VIX}_t + \gamma_3 \Delta \ln \text{PUI}_t + \varepsilon_t \\ h_t &= \alpha_h + \omega_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \omega_2 h_{t-1} + \omega_3 \Delta \ln \text{VIX}_t + \omega_4 \Delta \ln \text{PUI}_t,\end{aligned}$$

where $\Delta \ln \text{SET}_t$ is the logarithm stock market returns calculated from the quarterly-ended SET index, $\Delta \ln \text{VIX}_t$ is the changes in the volatility index, and $\Delta \ln \text{PUI}_t$ is the changes in the political uncertainty index. In addition, is the heteroskedastic conditional variance correlated with the lagged error terms and conditional variance.

According to previous literature, we expect $\gamma_3 < 0$ and ω_4 which indicate that political uncertainty has a negative impact on contemporaneous stock market returns and a positive impact on stock market volatility, respectively.

3.2.2 The long-run impacts of political uncertainty on the stock market

Besides the short-run effects of political uncertainty, the long-run effects are also investigated for the fundamental determination of stock markets. Several studies have noted that the impact of political uncertainty on the stock market was conditional on economic conditions (e.g., Pástor & Veronesi, 2013). However, the complexity of the interaction between the financial market, real economy, and political uncertainty makes it difficult to impose suitable structures for modeling the transmission mechanisms of political uncertainty shocks. Therefore, the Vector Autoregressive (VAR) model with the data in the level form is employed to investigate the dynamic relationship among political uncertainty, economic conditions, and the stock market. The standard VAR model can be written as follows:

$$\mathbf{Y}_t = a_0 + \sum_{i=1}^p \mathbf{B}_i \mathbf{Y}_{t-i} + \varepsilon_t,$$

where $\mathbf{Y} = [\ln(\text{PUI}), \ln(\text{GDP}), \ln(\text{SET})]$. The number of lags included in the model is determined by the Schwartz Information Criteria (SIC).

The impulse response functions (IRFs) are computed to investigate the response of real output and the stock market to shocks from political uncertainty. To avoid imposing restrictions on the order of response among variables, i.e., the Cholesky order, the generalized impulse response (GIRF) is applied in this study.

3.2.3 Political uncertainty and the equity risk premium

Finally, the fundamental linkage is explained between political uncertainty and the stock market based on the asset pricing model. Since political uncertainty represents the systematic risk factor, investors demand a higher equity risk premium on their investment in compensation for bearing such risk, especially during weak economic conditions (Pástor and Veronesi, 2013). Based on Australian data, Smales (2021) reported a positive relationship between equity risk premium and economic policy uncertainty. A recent study by Duangchaiyoosook and Kilenthong (2022) found that Thai equity risk premium can be significantly explained by both short-run and long-run risks. However, their findings revealed that economic uncertainty has only marginal explanatory power.

Several studies have found evidence to support the time-varying pattern in the equity risk premium based on predictive regression such as those conducted by Fama and French (1989) and Cochrane (2005), who reported that market dividend yield could be used as a predictive variable. Nevertheless, modelling the time-varying pattern poses various problems, especially when using the conventional ordinary least squares (OLS) method. This technique can sometimes misrepresent the true relationship between risk factors and stock returns, especially when the return distribution is abnormal. For example, using the OLS regression, Chevapatrakul et al. (2019) found weak evidence of stock return predictability and subsequently applied quantile regression to

examine the asymmetric association between risk factors and excess stock market returns. Their results suggest that return predictability varies depending on its location in the return distribution. Therefore, modelling risk and returns using quantile regression appears to be more appropriate than the application of conditional mean methods. Recently, Smales (2021) applied quantile regression to estimate the relationship between economic policy uncertainty and equity risk premium. His results confirmed Pástor and Veronesi's (2013) model in which the positive relationship between political uncertainty and equity risk premium is stronger in the lower quantile of return distribution.

According to the aforementioned results, quantile regression is used in this study to examine the time-varying effects of political uncertainty on the equity risk premium. The following model is estimated,

$$Q_{\tau}(\text{Ret}_{t+1,t+h}|X_t) = \alpha_{\tau} + \beta_{\tau}\Delta\ln\text{PUI}_t + \theta_{\tau}\text{DY}_t + \delta_{\tau}\Delta\ln\text{GDP}_t + \gamma_{\tau}\text{Ret}_{t,t+h-1} + e_t,$$

where $Q_{\tau}(\cdot)$ is the conditional quantile function and $\tau=0.05, 0.10, \dots, 0.90, 0.95$. $\text{Ret}_{t+1,t+h}$ is the excess market returns over $h = 1, 2$, and 8 quarters following quarter t .

The cumulative return on the value-weighted market portfolio over month $t+1$ through $t+h$ subtracting the cumulative returns on one-month T-bills represents the equity risk premium. According to previous literature, $\beta > 0$ is expected, meaning greater political uncertainty requires a higher equity risk premium.

4. Results

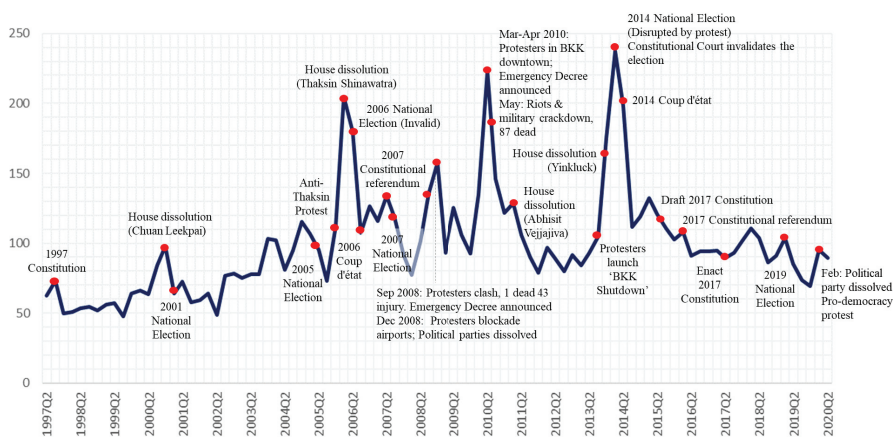
4.1 Preliminary analysis

Figure 1 plots the quarterly political uncertainty index of Thailand. The index shows the evolution of market perception toward political uncertainty over time. As can be observed, the index shows clear spikes around major political events, e.g., the dissolution of parliament in 2000 and 2006, the protests from 2005–2006 that led to a military coup in 2006, the conflict between “red shirts” and “yellow shirts” which worsened in late 2008, the

blockade of airports in 2008, the 2010 political crisis caused by a downturn in Bangkok which led to a military crackdown and the death of 87 people, and the protests from 2013–2014 that led to the coup in May 2014. While the political uncertainty index has declined significantly since 2014, more recent protests have been ongoing since early 2020. The protesters, mostly young, are out on the streets to demand the resignation of Prime Minister Prayuth Chan-o-cha, constitutional changes, and reform of the monarchy under the constitution.

Figures 2 and 3 plot the political uncertainty using the key economic indicators of GDP growth and the SET index, respectively. The political uncertainty index tends to fluctuate more than GDP growth as indicated in Figure 2. The Thai economy grows at a relatively slow rate, less than 5% quarter-over-quarter since 1997; GDP growth reached the highest level of 9.4% in the first quarter of 2012 and the lowest level of -9.90% in the second quarter of 2020. In comparison with the political uncertainty index, the SET index experienced several drops, corresponding with the rise in political uncertainty. For instance, the Thai stock exchange fell after the 2014 coup, whereas other Asian equity markets rose that day.

Figure 1. Political uncertainty index of Thailand



Note. Indices reflect the scaled quarterly counts of newspapers containing the Thailand's politics-related words. The political uncertainty index (PUI) is constructed with five equally weighted components: protest, martial, coup, election, and reform. The series runs from 1997Q2 to 2020Q2.

Figure 2. Political uncertainty index and GDP growth

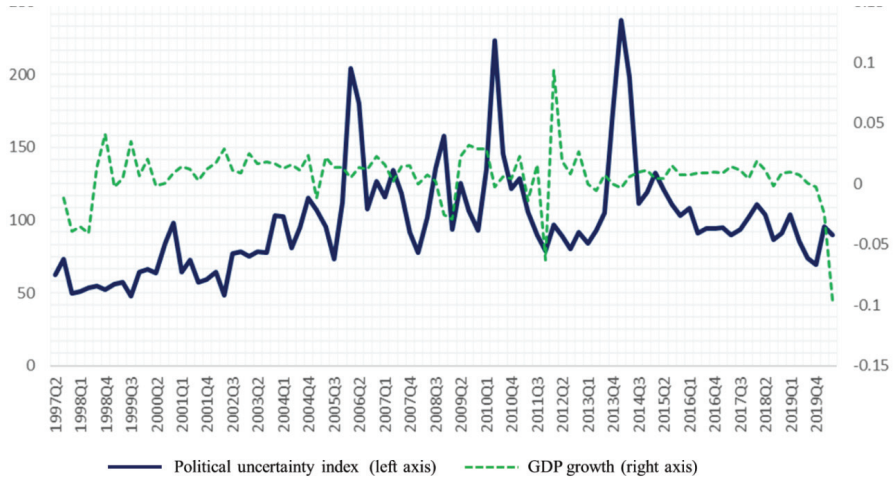
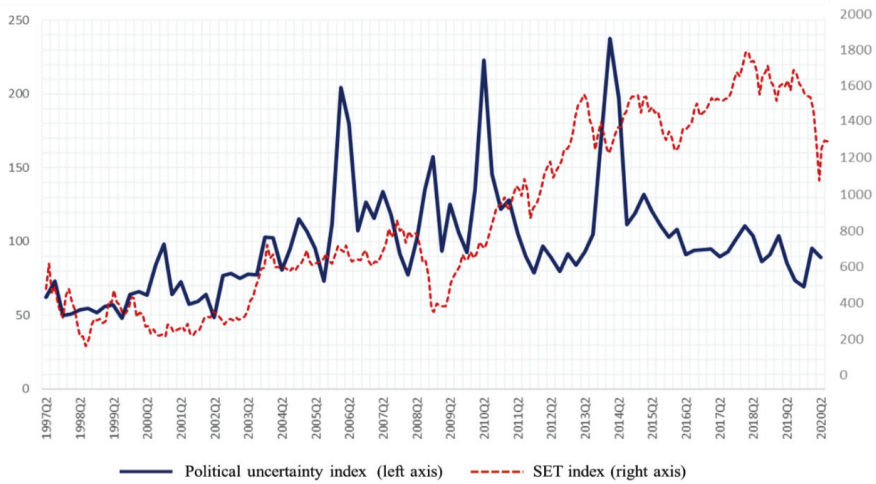


Figure 3. Political uncertainty index and SET index



The Augmented Dickey-Fuller (ADF) test is applied to check the stationarity of the variables used in this study. Table 1 indicates that the null of a unit root of all variables can be rejected at their first differences – I(1), except the market dividend yield which contains no unit root at its level – I(0). Therefore, the market dividend yield at level and other variables at their first difference are used in the GARCH(1,1) estimation, and quantile regression while all level variables are used in the VAR model to explore the long-run dynamic relationship.

Table 1. Unit root test

PUI	SET	GDP	VIX	
-9.867***	-6.771***	-6.860***	-10.848***	
PROTEST	MARTIAL	COUP	ELECTION	REFORM
-10.341***	-24.368***	-9.730***	-9.985***	-14.699***

Note. All variables are in the first difference. ADF statistics are reported and **, *** indicate significance at the 5% and 1% level, respectively.

4.2 Empirical findings

4.2.1 Political uncertainty and stock market returns and volatility

The short-run effects of political uncertainty on stock market returns and volatility are examined through the estimation of mean and variance equations in the GARCH(1,1) model, respectively. The results are presented in Table 2.

As can be seen from Table 2, a change in the volatility index ($\Delta \ln VIX_t$) is the key factor influencing Thai stock market returns. Political uncertainty has a negative impact on Thai stock market returns, but the effect is statistically insignificant except for political uncertainty resulting from severe events, such as military coups (COUP). Based on the univariate regression omitting the control variables, Smales (2021) found a strong negative relationship between Australian EPU and stock market returns, but the results were weaker when control variables were included in the regression. Therefore, the possible explanation of marginal evidence on return reaction to political uncertainty

is that some of the policy information is closely related to the information contained in control variables.

Table 2. Political uncertainty and stock market returns and conditional volatilities

Variables	PUI	PROTEST	MARTIAL	COUP	ELECTION	REFORM
Mean equation: $\ln SET_t = \alpha_{SET} + \gamma_1 \Delta \ln SET_{t-1} + \gamma_2 \Delta \ln VIX_t + \gamma_3 \Delta \ln PUI_t + \varepsilon_t$						
α_{SET}	0.018 (0.174)	0.000 (0.991)	0.017* (0.074)	0.011 (0.286)	0.013 (0.361)	0.016* (0.065)
γ_1	0.299*** (0.008)	0.255*** (0.000)	0.170** (0.027)	0.306*** (0.002)	0.135 (0.167)	0.273*** (0.002)
γ_2	-0.205*** (0.001)	-0.186*** (0.000)	-0.227*** (0.000)	-0.218*** (0.000)	-0.258*** (0.001)	-0.230*** (0.000)
γ_3	-0.068 (0.214)	-0.011 (0.357)	-0.001 (0.724)	-0.041** (0.019)	0.016 (0.748)	-0.016 (0.442)
Variance equation: $h_t = \alpha_h + \omega_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \omega_2 h_{t-1} + \omega_3 \Delta \ln VIX_t + \omega_4 \Delta \ln PUI_t$						
α_h	0.003* (0.079)	0.000*** (0.000)	0.003*** (0.001)	0.002** (0.024)	0.005*** (0.006)	0.001*** (0.000)
ω_1	0.096 (0.356)	-0.014 (0.696)	0.011 (0.705)	0.207 (0.137)	0.010 (0.675)	-0.038 (0.408)
ω_2	0.580*** (0.002)	0.900*** (0.000)	0.560*** (0.000)	0.519*** (0.000)	0.555*** (0.000)	0.923*** (0.000)
ω_3	0.017* (0.071)	0.001 (0.395)	0.006 (0.234)	0.008 (0.122)	0.025** (0.030)	0.007** (0.021)
ω_4	0.160*** (0.004)	0.004*** (0.000)	0.003*** (0.004)	0.007*** (0.001)	0.011** (0.031)	0.002 (0.458)
R-squared	0.176	0.198	0.233	0.230	0.243	0.193
Log likelihood	96.350	105.227	89.179	101.021	88.868	99.748

Note. Numbers in parenthesis are p-values, while *, **, and *** indicate significance at 10%, 5%, and 1% level, respectively. PUI is the political uncertainty index, constructed by Luangaram and Sethapramote (2018) and consists of five subcomponents: (1) major political protests or riots (PROTEST), (2) implementation of Emergency Decree or Martial law (MARTIAL), (3) severe events, e.g., coup (COUP), (4) changes of government under constitution (ELECTION), and (5) changes in rules and political structures (REFORM).

The findings of this study reveal that political uncertainty and its components, except for REFORM, have a positive impact on the Thai stock market's conditional volatility. These results corroborate the empirical evidence discussed in Pástor and Veronesi (2013) and Smales (2021) who showed that stock market volatility rose significantly during high political uncertainty. In summary, Thai political uncertainty leads to a fall in stock prices and a rise in volatility over the short run.

4.2.2 Political uncertainty, the macroeconomy, and stock market over the long run

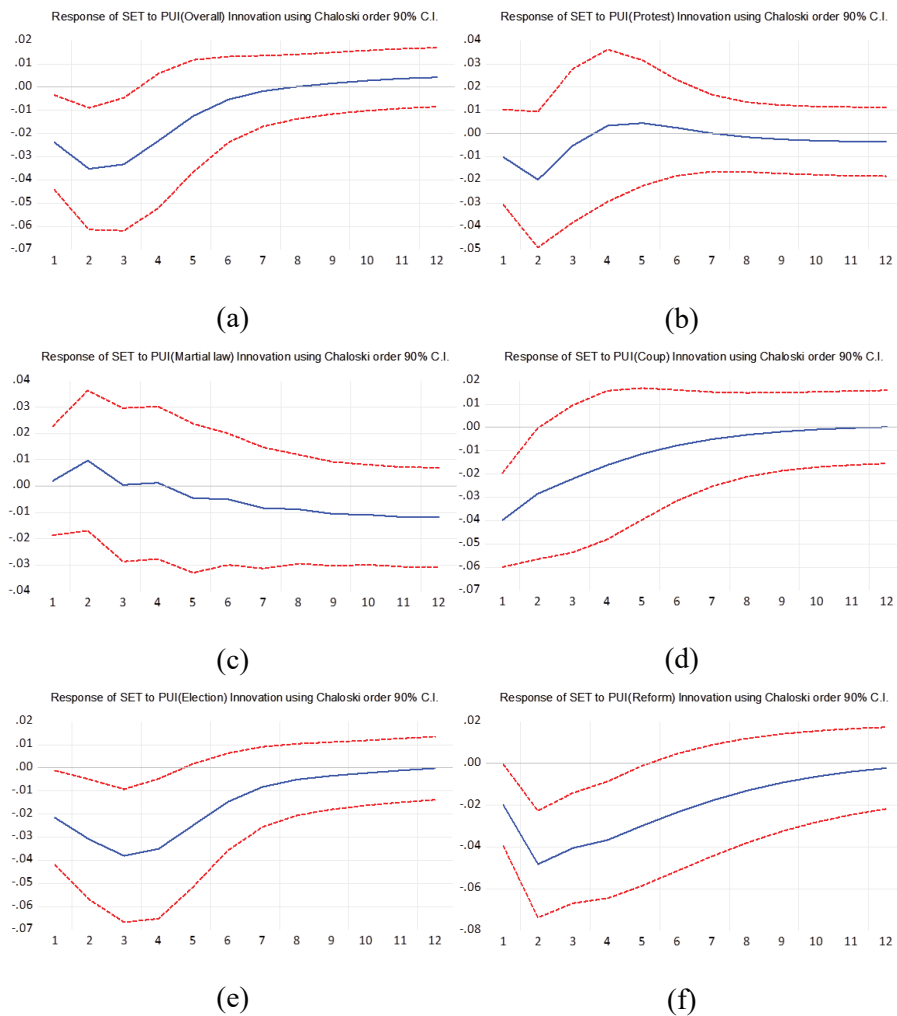
The long-run dynamic relationship among political uncertainty, economic conditions, and the stock market is examined via the VAR model with the variables in their level form. The VAR model consists of two lags based on minimizing the SIC criteria. The generalized impulse response function of shocks to political uncertainty is calculated and shown in Figure 4.

As can be seen in Figure 4 (a), the Thai stock market responds strongly to political uncertainty in the negative direction, and the impacts reach the maximum level within two quarters. However, the patterns of response are different in each dimension of political uncertainty. The results in Figure 4 (d) show that the stock market rapidly responds to extreme unexpected events such as a coup. The evidence from Lumjiak et al. (2014) also showed an immediate response of the Thai stock market in a negative direction to the 2006 coup. Apaitan et al. (2022) explained that the stock market suffers a fall faster than the real economy because this kind of uncertainty affects the financial market before transmitting to the real economy. Since a coup creates the highest uncertainty on the Thai stock market, foreign and domestic investors rapidly re-balance their portfolios by moving toward safer assets, also referred to as the flight-to-quality phenomenon.

In addition, the stock market responds negatively to political uncertainty resulting from national elections and political reform but in a relatively longer period when compared with the response to a coup. Since the election process and political reform take considerable time to complete, the response of the stock market to these types of uncertainty is prolonged.

The response time in this study (two to four quarters) is comparable to the response time of economic activities, i.e., GDP, consumption, and investment, to political uncertainty as reported by Luangaram and Sethapramote (2018).

Figure 4. Impulse – response function of the political uncertainty shocks to stock markets



Note. Y-axis, percent response to 1 standard deviation political uncertainty shock; X-axis, quarters after shock. Blue and red dotted lines represent response and 90% confident interval, respectively.

Interestingly, protests yield a negative but insignificant effect on the Thai stock market, as shown in Figure 4 (b). Moreover, Figure 4 (c) indicates that the Thai stock market responds insignificantly to political uncertainty arising from the implementation of emergency decrees or martial law in a positive direction.

4.2.3 Political uncertainty and the expected risk premium

Quantile regression is used to estimate the impact of political uncertainty on the equity risk premium. The values of the estimated quantile regression slope parameter are reported in Table 3. For comparison, the values of the estimated OLS slope coefficient are also reported in the first row.

The OLS regression results reveal a lack of return predictability for both political uncertainty and market dividend yield over all forecast horizons. As mentioned earlier, the mean regression summarizes the average relationship between the independent variables and dependent variable which does not allow the relationships to differ across various market conditions. The average effect is an important feature to examine; however, quantile regression provides a more comprehensive picture since it could reveal the effects of political uncertainty on the equity risk premium under different market conditions, e.g., bearish (low quantile), normal (medium quantile), or bullish (high quantile).

Focusing on the quantile regression results, the statistics in Table 3 indicate the following. Firstly, political uncertainty is found to strongly predict the expected risk premium at the one-year forecast horizon. For instance, equal to 0.341 when $h = 4$ implies a one-standard-deviation increase in political uncertainty causes an increase of 34.1% per annum in a four-quarter ahead excess market return. Secondly, market dividend yield is also found to strongly predict the expected risk premium at the one-year forecast horizon. More importantly, the impact of political uncertainty and market dividend yield on the one-year ahead equity risk premium are strongest at the extreme lower quantiles of the return distributions. The impact of political uncertainty is significant only when . In addition, beyond the median, the impact of market dividend yield on the equity risk premium completely disappears since the

estimated coefficient is no longer statistically significant. These results are consistent with the empirical evidence discussed in Chevapatrakul et al. (2019), who show that excess stock market return has the strongest predictive power at the lower quantiles for forecast horizons up to one year. The results also corroborate the evidence of time-varying equity risk premium, with the risk premium being larger during bearish rather than bullish periods.

Besides the effects of overall political uncertainty, its impact on each component of the equity risk premium is also considered in this study. Figures 5, 6, and 7 display the coefficients from the quantile regressions with each component of political uncertainty for the first, fourth, and eighth quarters ahead of predictive stock return regression. The empirical results show that the expected stock return only reacts strongly to political uncertainty in the case of fourth quarter expected returns. When considering each dimension of political uncertainty, elections and reform have the strongest impacts on expected stock returns. Moreover, the effects of political uncertainty are found to be stronger at the left tail of the stock return distribution than at the right. The expected return responses are strongest in the extremely negative condition, i.e., in the fifth and tenth quantile regression ($q = 0.05$; $q = 0.1$). The results from the median regression ($q = 0.5$) indicate that the coefficients are close to zero and not statistically significant. Hence, a “median” level of political uncertainty is apparently not a major concern for investors. When considering the results at the right tails, the estimated coefficients were found to be statistically insignificant due to the high standard errors of the estimated coefficients. These results suggest that investors’ responses to political uncertainty are inconsistent.

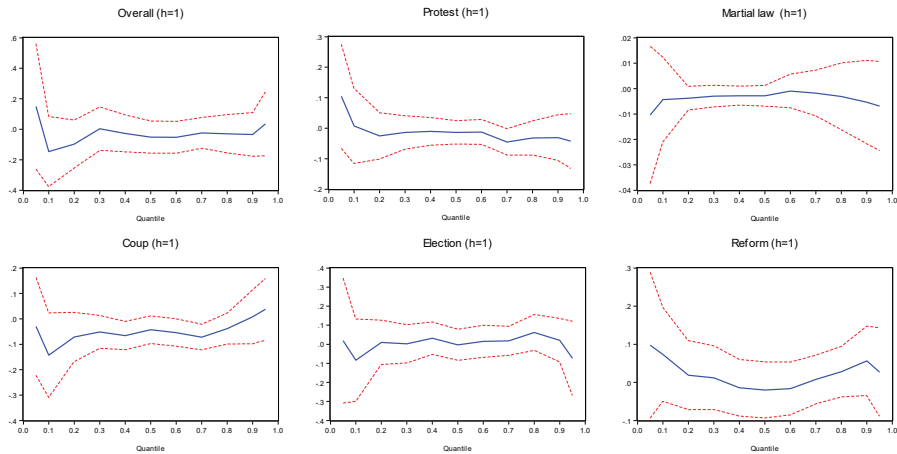
Table 3. The results of quantile regressions on the equity risk premium

$$Q_{\tau}(\text{Ret}_{t+1,t+h} | X_t) = \alpha_{\tau} + \beta_{\tau} \Delta \ln \text{PUI}_t + \theta_{\tau} \text{DY}_t + \delta_{\tau} \Delta \ln \text{GDP}_t + \gamma_{\tau} \text{Ret}_{t,t+h-1} + e_t$$

h	Political uncertainty (β_{τ})					Dividend yield (θ_{τ})				
	1	2	3	4	8	1	2	3	4	8
OLS	-0.042 (0.052)	-0.024 (0.078)	-0.002 (0.098)	0.032 (0.082)	-0.048 (0.098)	-0.032 (0.020)	0.011 (0.021)	0.024 (0.030)	0.037 (0.029)	0.035 (0.042)
0.05	0.150 (0.249)	-0.142 (0.182)	0.131 (0.234)	0.341*** (0.105)	-0.021 (0.172)	-0.026 (0.033)	0.023 (0.049)	0.001 (0.042)	0.048* (0.028)	0.029 (0.042)
0.10	-0.146 (0.139)	-0.038 (0.157)	0.073 (0.174)	0.276** (0.012)	0.063 (0.132)	-0.029 (0.034)	0.026 (0.025)	0.025 (0.035)	0.066** (0.029)	0.245 (0.032)
0.20	-0.097 (0.095)	0.026 (0.088)	0.055 (0.086)	0.194 (0.121)	0.128 (0.107)	-0.015 (0.031)	0.042* (0.022)	0.052** (0.026)	0.035 (0.034)	0.003 (0.033)
0.30	0.004 (0.086)	-0.038 (0.060)	0.041 (0.076)	0.084 (0.096)	0.037 (0.070)	-0.004 (0.030)	0.010 (0.026)	0.046 (0.028)	0.042 (0.032)	0.007 (0.034)
0.40	-0.028 (0.074)	0.012 (0.057)	0.038 (0.094)	0.060 (0.090)	0.012 (0.071)	-0.008 (0.030)	0.001 (0.025)	0.037 (0.030)	0.053** (0.025)	0.006 (0.037)
0.50	-0.051 (0.064)	0.032 (0.058)	0.058 (0.104)	0.012 (0.093)	0.015 (0.071)	-0.005 (0.031)	0.001 (0.026)	0.045 (0.032)	0.046* (0.026)	0.009 (0.040)
0.60	-0.053 (0.064)	0.022 (0.063)	0.115 (0.088)	-0.027 (0.078)	0.017 (0.075)	-0.001 (0.034)	0.004 (0.031)	0.055 (0.035)	0.026 (0.029)	-0.002 (0.041)
0.70	-0.024 (0.061)	-0.005 (0.083)	0.120 (0.096)	0.026 (0.066)	0.027 (0.090)	-0.010 (0.040)	-0.026 (0.035)	0.012 (0.044)	0.032 (0.031)	-0.019 (0.045)
0.80	-0.030 (0.076)	0.099 (0.018)	0.097 (0.111)	0.076 (0.086)	-0.018 (0.125)	-0.042 (0.040)	-0.018 (0.042)	0.016 (0.046)	0.034 (0.036)	0.003 (0.049)
0.90	-0.034 (0.087)	-0.001 (0.182)	-0.120 (0.023)	0.011 (0.225)	0.073 (0.271)	-0.059 (0.037)	0.003 (0.050)	0.054 (0.061)	0.036 (0.058)	0.035 (0.073)
0.95	0.035 (0.126)	-0.229 (0.246)	-0.304 (0.335)	-0.494 (0.354)	-0.659 (0.417)	-0.045 (0.345)	0.028 (0.056)	0.071 (0.101)	-0.001 (0.062)	0.040 (0.070)

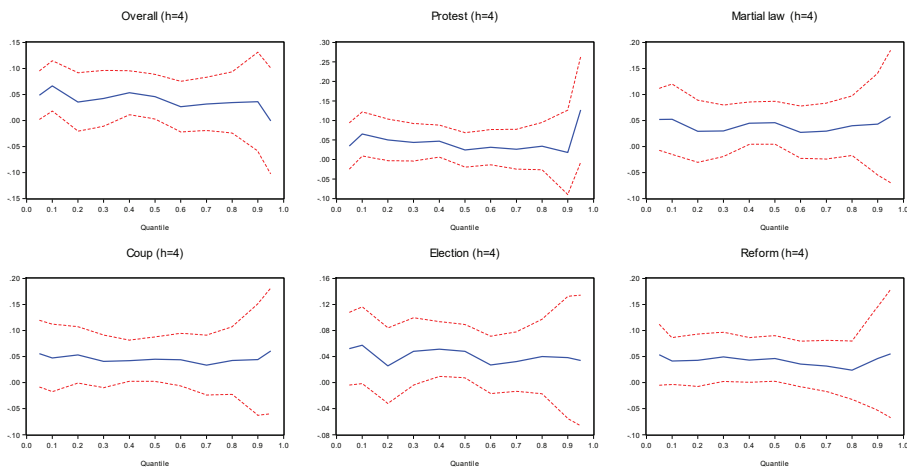
Note. The quantile regression is estimated when $h = 1, 2, \dots, 4, 8$ quarters. The standard errors are shown in the parentheses. Statistical significance at the 10%, 5%, and 1% levels are indicated by *, **, and ***, respectively.

Figure 5. Quantile process estimation (one-quarter forecast horizon)



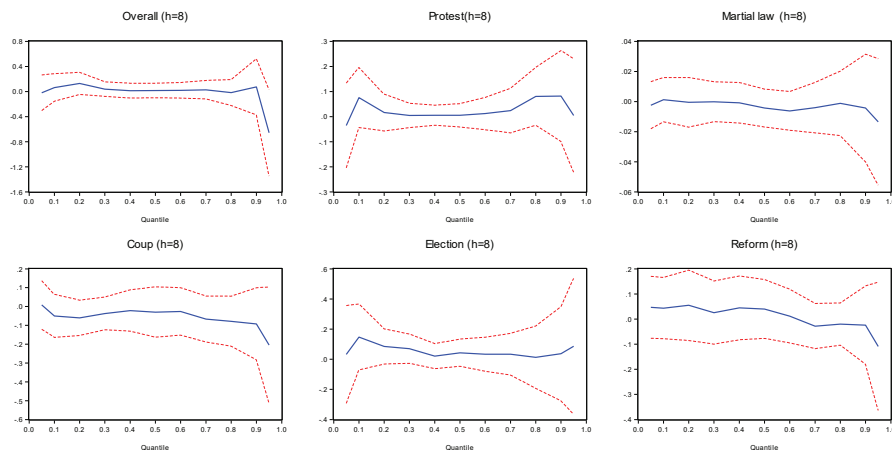
Note. The slope parameters of PUI and its five subcomponents: protest, martial, coup, election, and reform. The quantile regression is estimated when $h = 1$. The 90% confidence intervals are depicted by the dotted line in the plots.

Figure 6. Quantile process estimation (four-quarter forecast horizon)



Note. The slope parameters of PUI and its five subcomponents: protest, martial, coup, election, and reform. The quantile regression is estimated when $h = 4$. The 90% confidence intervals are depicted by the dotted line in the plots.

Figure 7 Quantile process estimation (eight-quarter forecast horizon)



Note. The slope parameters of PUI and its five subcomponents: protest, martial, coup, election, and reform. The quantile regression is estimated when $h = 8$. The 90% confidence intervals are depicted by the dotted line in the plots.

The political uncertainty is relevant to the equity risk premium only during a bearish market; we then repeat the earlier analysis by introducing the dummy variable to capture different market conditions. We follow the methodology of Smales (2020) to investigate the nonlinearity between political uncertainty and expected returns using the state variables as an interaction term. Because a government is more likely to replace existing policies when the economy is weak and political instability is high, two dummy variables are constructed to represent market conditions. First, the economic state variable is considered a recession state (equal to one) when GDP growth is negative for two consecutive quarters. Second, the prevailing PUI state variable is determined by the level of political uncertainty. The dummy variable is set to be equal to one when PUI is beyond the 95 percent quantile ($PUI > 179$). The results are summarized in Table 4.

Table 4. The results of dummy variable regression on the equity premium

$$\text{Ret}_{t+1,t+h} = \alpha + \beta_1 \Delta \ln \text{PUI}_t + \beta_2 \Delta \ln \text{PUI}_t * \text{States} + \theta \text{DY}_t + \delta \Delta \ln \text{GDP}_t + \gamma \text{Ret}_{t,t+h-1} + e_t$$

Panel A: Recession					
h	1	2	3	4	8
constant	0.070	-0.041	-0.093	-0.102	-0.041
	(0.064)	(0.061)	(0.071)	(0.075)	(0.095)
	-0.044	0.012	-0.021	0.056	0.052
	(0.061)	(0.066)	(0.073)	(0.059)	(0.047)
	-0.043	-0.169	-0.005	-0.113	-0.348
	(0.161)	(0.230)	(0.305)	(0.276)	(0.344)
Panel B: High level of prevailing political uncertainty					
constant	0.072	-0.042	-0.090	-0.107	-0.053
	(0.062)	(0.026)	(0.060)	(0.080)	(0.107)
	-0.090	-0.071	-0.047	0.029	-0.072
	(0.055)	(0.073)	(0.075)	(0.090)	(0.091)
	0.202**	0.198	0.151	-0.010	0.186*
	(0.089)	(0.125)	(0.149)	(0.106)	(0.104)

Note. $h = 1, 2, \dots, 4, 8$ quarters. The standard errors are shown in the parentheses. Statistical significance at the 10%, 5%, and 1% levels are indicated by *, **, and ***, respectively.

Panel A shows the effect of economic conditions. The interaction term is not significant in every model, indicating that the relationship between political uncertainty and equity risk premium during the recession is not different from that of the normal period. The coefficients estimated using a prevailing level of PUI reveal a different story. The coefficients of the interaction term in Panel B are positive and significant for one-quarter and eight-quarter ahead equity risk premium models. These imply that higher political uncertainty leads to higher equity risk premium especially when prevailing political uncertainty is at the highest level. Together, the results confirm a different response of equity risk premium to political uncertainty depend on the market conditions.

5. Conclusions

Politics play a vital role in financial markets, especially in emerging economies. With Thailand having the highest number of coups in the Southeast Asia region and the tension caused by political uncertainty remaining high, the analysis between political uncertainty and the Thai stock market becomes exceptionally interesting. Specifically, this paper focuses on how political uncertainty could impact the behavior of the Thai stock market. To measure the evolution of political uncertainty over time, this study uses the political uncertainty index (PUI) constructed by Luangaram and Sethapramote (2018) based on the methodology of Baker et al. (2006). This index reveals the market's perception toward political uncertainty since it shows several spikes during major political events such as the 2000 and 2006 dissolution of parliament, the 2010 protests and military crackdown, and the 2014 national election following the 2014 military coup.

Employing the data from the second quarter of 1997 to the second quarter of 2020, the empirical results uncover several notable findings. Firstly, over the short run, political uncertainty is found to have a negative but only marginal impact on stock market returns. However, the conditional volatilities in the Thai stock market are pushed up during periods of high political uncertainty. In contrast to the short-run response, the Thai stock market reacts strongly to political uncertainty in the negative direction with coups creating the largest negative impact. The effects are strongest in the second to fourth quarters. Interestingly, protests yield a negative but insignificant effect on the Thai stock market in the long run. Lastly, the impact of political uncertainty on the equity risk premium is examined. The issue of non-linearity between the equity risk premium and predictive variable is addressed, hence quantile regression is employed. The results show that political uncertainty also pushes up the equity risk premium with the impact being strongest at the extreme lower quantiles of return distributions, i.e., downside risk.

In summary, the results of this study support the previously documented evidence on how the stock market responds to political uncertainty,

in that the equity risk premium is found to be larger during periods of bearish sentiment when greater political uncertainty is associated with falling stock prices and rising volatility. By determining the empirical results, we reiterate the important effect of political uncertainty on the stock market. Investors and portfolio managers should incorporate political risk as an additional risk factor in stock valuation and risk management. Moreover, the political uncertainty index (PUI) could be used as an alternative indicator for market monitoring.

Acknowledgments

This research was funded by the Thailand Science Research and Innovation (TSRI) and Kasetsart University. The views expressed herein are those of the authors and do not necessarily reflect the views of the Thailand Science Research and Innovation (TSRI) and Kasetsart University. Research no. RSA6280094

References

- Acemoglu, D., Hassan, T., & Tahoun, A. (2018). The power of the street: Evidence from Egypt's Arab Spring. *The Review of Financial Studies*, 31(1), 1–42.
- Alesina, A., & Sachs, J. (1988). Political parties and the business cycle in the United States, 1948–1984. *Journal of Money, Credit and Banking*, 20(1), 63–82.
- Apaitan, T., Luangaram, P., & Manopimoke, P. (2022). Uncertainty in an emerging market economy: Evidence from Thailand. *Empirical Economics*, 62, 933–989.
- Asteriou, D., & Price, S. (2001). Political instability and economic growth: UK time series evidence. *Scottish Journal of Political Economy*, 48(4), 383–399.
- Azzimonti, M. (2018). Partisan conflict and private investment. *Journal of Monetary Economics*, 93, 114–131.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636.
- Bautista, C. (2003). Stock market volatility in the Philippines. *Applied Economics Letters*, 10(5), 315–318.
- Bekaert, G., & Harvey, C. R. (2002). Research in emerging markets finance: looking to the future. *Emerging Markets Review*, 3(4), 429–448.
- Bilson, C.M., Briansford, T.J., & Hooper, V.C. (2002). The explanatory power of political risk in emerging markets. *International Review of Financial Analysis*, 11(1), 1–27.
- Chappell, H., & Keech, W. (1986) Party differences in macroeconomic policies and outcomes, *American Economic Review*, 76(2), 71–74
- Chen, N-F., Roll, R., & Ross, S. (1986). Economic forces and the stock market. *Journal of Business*, 59(3), 403–444.
- Chevapatrakul, T., Xu, Z., & Yao, K. (2019). The impact of tail risk on stock market returns: The role of market sentiment. *International Review of Economics & Finance*, 59(C), 289–301.

- Christou, C., Junado, C., Gupta, R., & Hassapis, C. (2017). Economic policy uncertainty and stock market returns in Pacific-Rim countries: Evidence based on a Bayesian panel VAR model. *Journal of Multinational Financial Management*, 40, 92–102.
- Cochrane, J. (2005). *Asset Pricing*. (Rev. ed.) Princeton University Press.
- Duangchaiyoosook, S., & Kilenthong, W. (2022). Long run risk model and equity premium puzzle in Thailand. *Southeast Asian Journal of Economics*, 10(1), 133–167.
- Erb, C. B., Harvey, C. R., & Viskanta, T. E. (1995). Country risk and global equity selection. *Journal of Portfolio Management*, 21(2), 74–83.
- Erb, C. B., Harvey, C. R., & Viskanta, T. E. (1996). Expected returns and volatility in 135 countries: Projected returns and variances in countries with and without equity markets. *Journal of Portfolio Management*, 22(3), 46–58.
- Fama, E., & French, K. (1989). Business conditions and expected returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 25, 23 – 49.
- Gao, P., Murphy, D., & Qi, Y. (2019). Political uncertainty and public financing costs: Evidence from U.S. gubernatorial elections and municipal bond markets. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1992200>
- Geyikei, U. B. (2017). The impact of the July 12 coup d'état attempts on the participation 30 index in Istanbul stock exchange (ISE). *International Journal of Business and Management Studies*, 6(2), 91–100.
- Goswami, G., & Panthamit, N. (2020). Does political risk lower bilateral trade flow? A gravity panel framework for Thailand vis-à-vis her trading partners. *International Journal of Emerging Markets*. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2020-0755>.
- Henisz, W. J. (2002). *Politics and international investment: Measuring risks and protecting profits*. Edward Elgar.
- Herbst, A. F., & Slinkman, C. W. (1984). Political-economic cycles in the U.S. stock market. *Financial Analysts Journal*, 40(2), 38–44.
- D. A. (1977). Political parties and macroeconomic policy. *American Political Science*

- Review*, 71, 1467–1487.
- Julio, B., & Yook, Y. (2016). Policy uncertainty, irreversibility, and cross-border flows of capital. *Journal of International Economics*, 103, 13–26.
- Kelly, B., Pástor, L., & Veronesi, P. (2016). The Price of Political Uncertainty: Theory and Evidence from the Option Market. *Journal of Finance*, 71(5), 2417–2480.
- Khanthavit, A. (2019). The Thai bond market's behavior in the time surrounding military coups. *Thammasat Review*, 22(1), 1–23.
- Khanthavit, A. (2020). An event study analysis of Thailand's 2019 general election: A long window of multiple sub-events. *International Journal of Financial Research*, 11(4), 502–514.
- Kongprajya, A. (2010). *An analysis of the impact of political news on Thai stock market*. [Master's thesis, University of Nottingham]. <http://eprints.nottingham.ac.uk/11548/1/Final.pdf>
- Li, J., & Born, J. (2006). Presidential election uncertainty and common stock returns in the United States. *Journal of Financial Research*, 29(4), 609–622.
- Lumjiak, S., Treepongkaruna, S., Wee, M., & Brooks, R. (2014). Thai financial markets and political change. *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 2(1), 5–26.
- Lumjiak, S., Nguyen, T. Q., Gan, C., & Treepongkaruna, S. (2018). Good coups, bad coups: Evidence from Thailand's financial markets. *Investment Management and Financial Innovations*, 15(2), 68–86.
- Luangaram, P., & Sethapramote, Y. (2018, May). *Economic impacts of political uncertainty in Thailand*. (PIER Discussion Papers, No.86). <https://www.pier.or.th/en/dp/086/>
- Luangaram, P., & Sethapramote, Y. (2020). Capital flows and political conflicts: Evidence from Thailand. *Economics of Peace and Security Journal*, 15(2), 83–100.

- Niederhoffer, V., Gibbs, S., & Bullock, J. (1970). Presidential elections and the stock market. *Financial Analysts Journal*, 26(2), 111–113.
- Nimkhunthod, W. (2007). *An impact of political events on the Stock Exchange of Thailand*. [Master Thesis, Thammasat University].
http://www.oldweb.econ.tu.ac.th/oldweb/doc/seminar/117/seminar_jul9_weerasak.pdf
- Nordhaus, W. (1975). The political business cycle. *Review of Economic Studies*, 42(2), 169–190.
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *Journal of Finance*, 67(4), 1219–1264.
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110, 520–545.
- Rujirarangsarn, K., & Chancharat, S. (2019). The impact of coup d'états on the relationship between stock market and exchange rate: Evidence from Thailand. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 8(3), 113 – 122.
- Santa-Clara, P., & Valkanow, R. (2003). The presidential puzzle: Political cycles and the stock market, *Journal of Finance*, 58(5), 1841–1872
- Sethapramote, Y. (2021). The impact of economic policy and political risk on economic growth and stock returns: Evidence from Thailand. *Kasetsart Applied Business Journal*, 15, forthcoming. [In Thai]
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Shiller, R. (1981). Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? *American Economic Review*, 76(3), 483–498.
- Shoag, D., & Veuger, S. (2016). Uncertainty and the geography of the Great Recession. *Journal of Monetary Economics*, 84, 84–93.
- Smales, L.A. (2021). Policy uncertainty in Australian financial markets. *Australian Journal of Management*, 46(3), 523–547.

ภาคผนวก 2

ผลงานตีพิมพ์ในวารสารวิชาการระดับชาติ



ที่ อว ๖๕๐๑.๐๕๐๑/๖๖๖

มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
คณะบริหารธุรกิจ
ตู้ ปณ. ๑๐๘๙
ปณ.เกษตรศาสตร์
๑๐๙๐๓

๖๖ เมษายน ๒๕๖๖

เรื่อง รับรองการตีพิมพ์บทความวิจัยลงในวารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์

เรียน รศ.ดร.สุธาวิทย์ พุกษ์อำไพ, รศ.ดร.ยุพธนา เศรษฐปราโมทย์ และ ผศ.ดร.พงศ์ศักดิ์ เหลืองอร่าม

ตามที่ท่านได้ส่งบทความ เรื่อง ความไม่แน่นอนทางการเมือง การตัดสินใจลงทุนและผลการดำเนินงาน
ของกิจการ: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อพิจารณาลงตีพิมพ์ใน
วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์ นั้น

บัดนี้ คณะกรรมการจัดทำวารสารฯ ได้พิจารณาเรื่องของท่านแล้ว โดยผ่านการพิจารณาจาก
ผู้ทรงคุณวุฒิทั้ง ๓ ท่าน และเห็นสมควรว่าเนื้อหาเหมาะสมได้รับการตีพิมพ์ลงในวารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์
ปีที่ ๑๘ ฉบับที่ ๒๘ เดือนมกราคม - เดือนมิถุนายน ปี ๒๕๖๗ ทั้งนี้ คณะทำงานฯ ขอขอบคุณในความร่วมมือของท่าน
ที่จัดส่งบทความมา ณ โอกาสนี้

จึงเรียนมาเพื่อโปรดทราบ

ขอแสดงความนับถือ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.จรัสศักดิ์ เสวตเลข)

รองคณบดีฝ่ายพัฒนากิจการนิสิต

รักษาการแทนคณบดีคณะบริหารธุรกิจ

สำนักงานเลขานุการคณะฯ

โทรศัพท์ ๐-๒๙๔๒-๘๗๗๗ ต่อ ๑๑๕๑

โทรสาร ๐-๒๙๔๒-๘๗๗๘

ผู้ประสานงาน : นางสาวธัญลักษณ์ เฟื่องพินิจ

E-mail : thanyalak.pen@ku.th Tel. ๐๙๗-๑๔๙-๓๖๗๖

ความไม่แน่นอนทางการเมือง การตัดสินใจลงทุนและผลการดำเนินงานของกิจการ:

หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สุธาวัลย์ พุกภัยอำไพ¹ ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์² พงศ์ศักดิ์ เหลืองอร่าม³

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อการตัดสินใจลงทุนและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยทำการศึกษาข้อมูลรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ยังดำเนินงานอยู่ โดยวัดความไม่แน่นอนทางการเมืองด้วยดัชนีระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยที่พัฒนาโดย Luangaram and Sethapramote (2018) ผลการศึกษาพบว่า ระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองมีผลเชิงลบต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ และยังมีผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ นอกจากนี้ ยังพบว่า ปัจจัยเฉพาะของกิจการ ได้แก่ ข้อจำกัดทางการเงินที่วัดด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการ โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขายในช่วงเวลาเดียวกันและ Tobin's Q มีผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการและผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ปัจจัยเชิงเศรษฐกิจมหภาคมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการแต่มีผลที่ไม่ชัดเจนนักต่อผลการดำเนินงาน โดยสรุป ผลการศึกษาสนับสนุนสมมติฐานที่ว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลเชิงลบต่อการเติบโตของเศรษฐกิจผ่านการลดการลงทุนของกิจการ ในภาคเศรษฐกิจจริง อีกทั้งความไม่แน่นอนทางการเมืองยังส่งผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ โดยการลดการลงทุนหรือการชะลอการลงทุนของกิจการอาจเนื่องมาจากฝ่ายบริหารรอความชัดเจนของนโยบายที่อาจมีการเปลี่ยนแปลงในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูง เช่นเดียวกับผู้บริหาร โภคหรือตลาดที่อาจชะลอหรือลดการบริโภคลงในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูงซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

คำสำคัญ : ความไม่แน่นอนทางการเมือง การตัดสินใจลงทุน ผลการดำเนินงานของกิจการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

¹ รองศาสตราจารย์, อาจารย์ประจำภาควิชาบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

² รองศาสตราจารย์, อาจารย์ประจำคณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ (ผู้รับผิดชอบบทความ: yuthana.s@nida.ac.th)

³ ผู้ช่วยศาสตราจารย์, อาจารย์ประจำคณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Political uncertainty, corporate investment decision, and firm performance: Empirical evidence from Thailand

Suthawan Prukumpai¹, Yuthana Sethapramote², Pongsak Luangaram³

Abstract

The objectives of this study are to investigate the impact of political uncertainty on corporate investment decisions and on firm performance. We applied the Thai political uncertainty index constructed by Luangaram and Sethapramote (2018) to quantify the political risk. The results revealed that political uncertainty is negatively related to corporate investment level as well as the firm's performance. In addition, corporate investment level was positively associated with firm characteristics such as financial constraint measured by operating cash flows, and growth opportunities measured by year-on-year sales growth, and Tobin's Q. Despite the negative impacts of macroeconomic factors on corporate investment, the impacts on firm performance were inconclusive. Overall, our results lend empirical support to the hypothesis that political uncertainty can weaken economic growth through a reduction in corporate investment in real sectors. Moreover, the political uncertainty has a negative impact on firm performance. This decrease is related to precautionary delays in investment until the validity of related policies is implemented. Meanwhile, the political uncertainty also possibly affects the demand for consumption which potentially impacts the firm's performance.

Keywords: Political uncertainty; Corporate investment; Firm performance; Stock Exchange of Thailand

JEL classification: G31, G32, H11

¹ Associate professor, Faculty of Economics, Kasetsart University.

² Associate professor, School of Development economics, National Institute of Development Administration (NIDA) (Corresponding authors, email: yuthana.s@nida.ac.th).

³ Assistant professor, Faculty of Economics, Chulalongkorn University.

บทนำ

การประกาศผลการดำเนินงานและการตัดสินใจลงทุนในโครงการสำคัญแต่ละครั้งของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีผลต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนซึ่งส่งผลต่อราคาและมูลค่ากิจการ ในทฤษฎีการเงินธุรกิจ การตัดสินใจทางธุรกิจและผลการดำเนินงานขึ้นกับปัจจัยสนับสนุนและปัจจัยเสี่ยงทั้งในเชิงปัจจัยเฉพาะกิจการและในเชิงปัจจัยมหภาค

ในความเสี่ยงเชิงมหภาค ความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นหนึ่งในความเสี่ยงที่ได้รับความสนใจจากทั้งภาคธุรกิจและตลาดการเงิน เนื่องจากความไม่แน่นอนทางการเมืองอาจนำมาซึ่งการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบหรือนโยบายที่สำคัญ อาทิ การแก้ไขกฎหมาย การปรับเปลี่ยนอัตราภาษี หรือการดำเนินนโยบายทางการเงินและการคลังแบบผ่อนคลายหรือแบบรัดกุม ซึ่งการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว มีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อผลการตัดสินใจที่สำคัญของภาคธุรกิจ เช่น การตัดสินใจลงทุนของกิจการ (Gulen & Ion, 2016; Julio & Yook, 2012; Liu & Zhang, 2020) นโยบายการจ่ายเงินปันผล (Attig et al., 2021) หรือระดับการถือครองเงินสด (Cheng et al., 2018; Demir & Ersan, 2017) นอกจากนี้ ความไม่แน่นอนทางการเมืองยังส่งผลกระทบต่อตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญ อาทิ การลงทุน (Bernanke, 1983) การบริโภค (Kimbrell, 1990) การลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศและการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Azzimonti, 2018; Cai & Menegaki, 2019; Luangarm & Sethapramote, 2020) มูลค่าการค้าระหว่างประเทศ (Apaitan et al., 2022; Novy & Taylor, 2020) ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาท (ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์, 2564) รวมถึงความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ (Pástor & Veronesi, 2012; Prukumpai et al., 2022)

นับตั้งแต่การเปลี่ยนแปลงการปกครอง พ.ศ. 2475 จนถึงปัจจุบัน (พ.ศ. 2566) ประเทศไทยเผชิญกับเหตุการณ์ทางการเมืองที่สำคัญจำนวนมาก ไม่ว่าจะเป็นการรัฐประหารถึง 13 ครั้ง การยุบสภา 13 ครั้ง การเลือกตั้ง 28 ครั้ง การบังคับใช้รัฐธรรมนูญ 20 ฉบับซึ่งมีการแก้ไขทั้งหมด 22 ครั้ง รวมถึงเหตุการณ์ประท้วงและจลาจลอีกหลายครั้ง โดยเฉพาะในรอบ 20 ปีที่ผ่านมา ประเทศไทยเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงทั้งที่เป็นไปตามระบอบประชาธิปไตย และการกระทำรัฐประหารโดยกลุ่มอำนาจทหาร ซึ่งนำไปสู่ความขัดแย้งและการต่อสู้ของภาคประชาชนมาถึงปัจจุบัน เริ่มตั้งแต่การชุมนุมขับไล่นายกรัฐมนตรี พันตำรวจโท ทักษิณ ชินวัตร ซึ่งนำไปสู่การรัฐประหารโดยพลเอกสนธิ บุญยรัตกลิน ในวันที่ 19 กันยายน พ.ศ. 2549 การเลือกตั้งสมาชิกสภาผู้แทนราษฎรไทย พ.ศ. 2550 และการเพิกถอนนายกรัฐมนตรีสมัคร สุนทรเวช คดียุบพรรคการเมือง พ.ศ. 2551 การชุมนุมของพันธมิตรประชาชนเพื่อประชาธิปไตยและการปิดสนามบินในปลายปี พ.ศ. 2551 การชุมนุมของแนวร่วมประชาธิปไตยต่อต้านเผด็จการแห่งชาติ (นปช.) พ.ศ. 2553 และการสลายการชุมนุมดังกล่าวในเดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2553 ซึ่งทำให้มีผู้เสียชีวิต 85 รายและบาดเจ็บอีกจำนวนมาก ต่อมาในปีพ.ศ. 2556 ได้มีการร่างพระราชบัญญัตินิรโทษกรรมขึ้น ซึ่งส่งผลให้เกิดประท้วง ปิดสถานที่ราชการและปิดกรุงเทพมหานครโดยกลุ่มคณะกรรมการประชาชนเพื่อการเปลี่ยนแปลงปฏิรูปประเทศไทยให้เป็นประชาธิปไตยที่สมบูรณ์แบบอันมีพระมหากษัตริย์ทรงเป็นประมุข (กปปส.) เพื่อกดดันรัฐบาลนางสาวยิ่งลักษณ์ ชินวัตร ให้มีการยุบสภาและเลือกตั้งใหม่ ซึ่งการเลือกตั้งในปี พ.ศ. 2556 ไม่เป็นผลเนื่องจากถูกขัดขวางโดยกลุ่มผู้ชุมนุม กปปส.

และเหตุการณ์ประท้วงยังคงดำเนินต่อไป จนกระทั่งในวันที่ 20 พฤษภาคม พ.ศ. 2557 พลเอกประยุทธ์ จันทร์โอชา ได้กระทำการรัฐประหารและจัดตั้งคณะรักษาความสงบแห่งชาติ (คสช.) ขึ้น ภายหลังจากการครองอำนาจโดยคสช. 5 ปี 1 เดือนนั้น ได้มีการจัดการเลือกตั้งขึ้นในวันที่ 24 มีนาคม พ.ศ. 2562 และพลเอกประยุทธ์ จันทร์โอชา ได้เป็นนายกรัฐมนตรีต่อ เหตุการณ์ประท้วงและการชุมนุมรวมถึงความขัดแย้งและการแบ่งฝักแบ่งฝ่ายยังคงมีอย่างต่อเนื่องจนถึงปัจจุบัน

เหตุการณ์ดังกล่าวสะท้อนให้เห็นถึงความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยที่อยู่ในระดับสูง Luangaram and Sethapramote (2018) พัฒนดัชนีนความไม่แน่นอนทางการเมืองไทย (Political uncertainty index: PUI) ขึ้นโดยอ้างอิงแนวทางการพัฒนาดัชนีความไม่แน่นอนในการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจ (Economic policy uncertainty index: EPU) ของ Baker et al. (2016) ซึ่งอาศัยการวิเคราะห์เนื้อหา (Content Analysis) จากข่าวในหนังสือพิมพ์และสำนักข่าวต่าง ๆ ดังนั้น ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองนี้ เป็นเครื่องสะท้อนระดับความกังวลหรือความสนใจของผู้คนในประเทศที่มีต่อเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการเมืองในช่วงเวลาต่าง ๆ

แม้ว่าการเมืองไทยจะมีความไม่แน่นอนสูง แต่การศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือการตัดสินใจที่สำคัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังคงมีอยู่จำกัด โดยที่ผ่านมามีส่วนใหญ่นิยมศึกษาเฉพาะช่วงที่มีเหตุการณ์ทางการเมืองที่สำคัญ อาทิ การเลือกตั้ง (Khanthavit, 2020) การยุบสภา (Nimkhunthod, 2007) หรือการปฏิวัติรัฐประหาร (Khanthavit, 2019; Lumjiak et al., 2014; Lumjiak et al., 2018) ผ่านการศึกษาเหตุการณ์ (Event study) หรือแบบจำลองสมการถดถอยที่อาศัยตัวแปรหุ่น (Dummy variable) เป็นตัวแทนของช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ทางการเมือง ซึ่งการศึกษาเหล่านั้นจะได้มุมมองของผลกระทบและการตอบสนองในระยะสั้นเท่านั้น ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อการตัดสินใจลงทุนและผลการดำเนินงานของกิจการโดยใช้ช่วงเวลาในการศึกษาตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปีพ.ศ. 2545 ถึงไตรมาสที่ 4 ปีพ.ศ. 2564 ซึ่งครอบคลุมช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์สำคัญ ๆ ทางการเมืองไทย โดยวัดความไม่แน่นอนทางการเมืองด้วยดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง ทำให้สามารถศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงในระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองและการตัดสินใจลงทุนรวมถึงผลการดำเนินงานของกิจการผ่านแบบจำลองข้อมูลพาเนลได้ การศึกษานี้ใกล้เคียงกับการศึกษาของ พัศวิทย์ เจริญสุชน (2562) และการศึกษาของ Trakarnsirinont et al. (2023) ซึ่งงานวิจัยทั้ง 2 ชิ้นใช้ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองเช่นเดียวกัน แต่งานวิจัยชิ้นนี้มุ่งเน้นผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อการตัดสินใจด้านการลงทุนของกิจการ (Investment decision) ในขณะที่พัศวิทย์ เจริญสุชน (2562) มุ่งเน้นผลที่มีต่อการตัดสินใจด้านการจัดหาเงินทุน (Financing decision) กิจการที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET100 และแม้ว่างานวิจัยนี้จะศึกษาผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อผลการดำเนินงานเช่นเดียวกับ Trakarnsirinont et al. (2023) แต่แบบจำลองและตัวแปรที่ใช้มีความแตกต่างกัน โดย Trakarnsirinont et al. (2023) ศึกษาแบบจำลองสมการถดถอยที่ใช้ข้อมูลรายปีในช่วงเวลาเดียวกัน (Concurrent regression) ในขณะที่การศึกษานี้ ใช้แบบจำลองสมการถดถอยที่มีลักษณะขึ้นนำและขึ้นตาม (Lead-lag regression) และใช้ข้อมูลรายไตรมาส รวมถึงการศึกษานี้ใช้ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองในภาพรวม ในขณะที่ Trakarnsirinont et al. (2023) ใช้องค์ประกอบย่อยของดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองในการศึกษา ดังนั้น ผล

การศึกษาในครั้งนี้จะช่วยเติมช่องว่างของผลการศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวกับการเงินธุรกิจและเศรษฐศาสตร์การเงินจากข้อมูลในตลาดเกิดใหม่อย่างประเทศไทยที่มีถูกกล่าวถึงในแง่ของประเทศที่ขาดเสถียรภาพทางการเมือง (Political instability) และจะมีประโยชน์ต่อการ นักลงทุนและภาครัฐในการคำนึงถึงความเสี่ยง ต้นทุนและผลกระทบที่เกิดจากความไม่แน่นอนทางการเมือง

ผลการวิจัยในครั้งนี้พบว่า ระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองนอกจากจะมีผลเชิงลบต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ ยังมีผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานและการศึกษาในอดีตในประเทศที่พัฒนาแล้วที่พบว่า ช่วงที่มีความไม่แน่นอนสูง การเลือกรอคอย (Option to wait) จะมีมูลค่าเพิ่มขึ้น อาทิ Julio and Yook (2012) และ Gulen and Ion (2016) ที่อธิบายว่าการลดการลงทุนหรือการชะลอการลงทุนของกิจการอาจเนื่องมาจากฝ่ายบริหารรอความชัดเจนของนโยบายที่อาจมีการเปลี่ยนแปลงในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูง เช่นเดียวกับผู้บริโภคหรือตลาดที่อาจจะชะลอหรือลดการบริโภคในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูง ทำให้อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้น เพื่อบรรเทาผลกระทบต่อการเติบโตของเศรษฐกิจในภาพรวม ภาครัฐควรเฝ้าระวังและมีการออกแบบมาตรการเพื่อลดทอนความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากความไม่แน่นอนทางการเมือง นอกจากนี้ ผลการศึกษายังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการพิจารณาความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องเนื่องมาจากความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อการลงทุนและผลการดำเนินงานของกิจการ

วรรณกรรมปริทัศน์

งานวิจัยทางการเงินธุรกิจและเศรษฐศาสตร์การเงินต่างให้ความสนใจกับลักษณะของความไม่แน่นอน (Nature of the uncertainty) และความสัมพันธ์ระหว่างความไม่แน่นอนกับตัวแปรต่าง ๆ ทั้งในภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงิน โดยเฉพาะผลของความไม่แน่นอนที่มีต่อพฤติกรรมในการตัดสินใจที่สำคัญและผลการดำเนินงานของกิจการ Bernanke (1983) ใช้ทฤษฎีทางเลือกแฝง (Real option theory) ในการอธิบายผลของความไม่แน่นอนที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนที่ไม่สามารถเปลี่ยนแปลงได้ (Irreversible investment) กล่าวคือ ในสถานการณ์ที่กิจการคาดการณ์ว่าความไม่แน่นอนจะส่งผลเชิงลบต่อการหรือกิจการไม่แน่ใจว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงใดเกิดขึ้น การเลือกรอคอย (Option to wait) จะมีมูลค่ามากขึ้น โดยกิจการจะเพิ่มความระมัดระวังในการดำเนินนโยบายหรือการตัดสินใจที่สำคัญจนกระทั่งมีข้อมูลที่แน่ชัดมากขึ้น ดังนั้นในช่วงเวลาที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองในระดับสูงเช่น มีการเปลี่ยนแปลงรัฐบาล การเลือกตั้ง การปรับปรุงหรือแก้ไขกฎหมายที่สำคัญ การประท้วงหรือแม้กระทั่งการก่อรัฐประหาร สิ่งที่มาอาจนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงรัฐบาลหรือนโยบายสำคัญซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ จึงมักพบว่ากิจการจะมีแนวโน้มชะลอหรือลดการลงทุนจนกระทั่งความไม่แน่นอนเหล่านั้นคลี่คลายไป

Henisz (2002) นิยามว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นความเสี่ยงประการหนึ่งที่เกิดจากการจะดำเนินการหรือไม่ดำเนินการเชิงนโยบายของรัฐบาล เช่นเดียวกับ Pastor and Veronesi (2012) ที่นิยามว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองคือความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการดำเนินนโยบายในอนาคตของรัฐบาล (Policy uncertainty) และแม้ว่าจะทราบว่ารัฐจะดำเนินนโยบายอะไร ก็ยังไม่สามารถทราบผลของนโยบายที่แน่ชัดในระยะยาวได้ ซึ่งการดำเนินหรือไม่ดำเนินนโยบายในอนาคตของรัฐบาลอาจส่งดีหากนโยบายนั้นแก้ปัญหาได้ตรงจุด เช่น การออกมาตรการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุน (Capital control) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (Put protection on asset price) และลดแรงกดดันต่ออัตราแลกเปลี่ยน แต่ในขณะเดียวกัน มาตรการอาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและทำให้ความเสี่ยงที่เป็นระบบเพิ่มมากขึ้น Rodrick (1991) พัฒนาแบบจำลองในการอธิบายผลของการปฏิรูปนโยบาย (Policy reform) ที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ แบบจำลองแสดงให้เห็นว่ากิจการจะเปรียบเทียบ (Tradeoff) ระหว่างการปฏิรูป (Reform) กับเสถียรภาพ (Stability) โดยเมื่อมีการปฏิรูปเกิดขึ้นก็จะเป็นไปได้ยากที่ภาคธุรกิจจะมองว่ามีโอกาส 100% ที่จะเกิดเสถียรภาพ เนื่องจากคาดการณ์ว่านโยบายที่ใช้อยู่เดิมจะถูกทดแทน หรือนโยบายใหม่อาจสร้างผลกระทบในทิศทางตรงข้ามกับนโยบายเดิม จึงเป็นไปได้ว่า ความไม่แน่นอนที่เกิดจากการปฏิรูปจะก่อให้เกิดต้นทุนมากกว่าประโยชน์ที่จะได้รับจากการเปลี่ยนแปลง นอกจากนี้ แบบจำลองดุลยภาพทั่วไปของ Pastor and Veronesi (2012, 2013) ยังอธิบายผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อภาคการเงิน โดยแบบจำลองแสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลงในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูง และการปรับตัวจะยังมีขนาดใหญ่ในช่วงที่เศรษฐกิจอยู่ในภาวะถดถอย แบบจำลองสะท้อนให้เห็นว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) ส่งผลให้ส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ (Equity risk premium) เพิ่มขึ้นและเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง

ผลการศึกษาเชิงประจักษ์ส่วนมากพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความไม่แน่นอนทางการเมืองกับตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค อาทิ การลงทุน (Bernanke, 1983; Luangaram & Sethapramote, 2018) การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศ (Apaitan et al., 2022; Azzimonti, 2018; Cai & Menegaki, 2019; Luangaram & Sethapramote, 2020) มูลค่าการค้าระหว่างประเทศ (Apaitan et al., 2022; Novy & Taylor, 2020) การลงทุนภาคเอกชน (Luangaram & Sethapramote, 2018) ความผันผวนของการเติบโตของเศรษฐกิจ (ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์, 2564) นอกจากนี้ ผลการศึกษาเชิงประจักษ์ยังพบว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองทำให้ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์อีกทั้งยังทำให้ความเสี่ยงในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น เช่น Pastor and Veronesi (2013) ที่พบว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองทำให้ประโยชน์จากการดำเนินนโยบายในปัจจุบันของรัฐบาล หรือ Value of put protection ลดลง นอกจากนี้ยังทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีความผันผวนมากขึ้น Apaitan et al. (2022) และ Prukumpai et al. (2022) ที่พบว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยส่งผลให้ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดลงโดยเฉพาะเมื่อเกิดเหตุรัฐประหาร นอกจากนี้ ระดับความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ยังมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับความไม่แน่นอนทางการเมือง โดยงานวิจัยยังพบว่า ส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์จะเพิ่มมากขึ้นในช่วงที่ความไม่แน่นอนทางการเมืองอยู่ในระดับสูงและ โดยเฉพาะช่วงที่ตลาดอยู่ในขาลง (Bear market)

ที่ผ่านมา งานวิจัยส่วนใหญ่ให้ความสนใจในระดับเศรษฐกิจมหภาคหรือตลาดหลักทรัพย์ในภาพรวม ในขณะที่การศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองในระดับกิจการ (Firm level) ยังคงมีอยู่จำกัด เช่น ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลเชิงลบต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ โดย Julio and Yook (2012) พบว่า โดยเฉลี่ยกิจการจะลดการลงทุนลงร้อยละ 4.8 ในปีที่มีการเลือกตั้ง ในขณะที่ Gulen and Ion (2016) พบว่า ระดับการลงทุนของกิจการในสหรัฐอเมริกาได้รับผลกระทบเชิงลบจากความไม่แน่นอนทางการเมือง โดยผลกระทบดังกล่าวจะอยู่ในระดับสูงสำหรับกิจการที่การลงทุนไม่สามารถเปลี่ยนแปลงหรือยกเลิกได้ (Investment irreversibility) หรือกิจการที่มีการพึ่งพารายจ่ายของภาครัฐ (Government spending) เป็นหลัก หรือความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลต่อการตัดสินใจที่เกี่ยวข้องกับนโยบายการเงินของกิจการ เช่น Colak et al. (2017) ที่พบว่า กิจการในสหรัฐอเมริกาส่งผลการเสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial public offering: IPO) ออกไปในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองหรือช่วงที่มีการเลือกตั้งท้องถิ่น โดยผลกระทบจะค่อนข้างชัดเจนสำหรับกิจการที่ธุรกิจหลักกระจุกตัวในท้องถิ่นที่มีการเลือกตั้ง กิจการที่มีธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับรัฐบาลจำนวนมาก และกิจการที่มูลค่าได้ยาก พัศวิทย์ เจริญสุข (2562) พบว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ เนื่องจากในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูง ต้นทุนในการจัดหาเงินจะเพิ่มขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ โดยทั้งเจ้าหน้าที่เพิ่มความระมัดระวังในการปล่อยกู้และกิจการที่พยายามลดความเสี่ยงจากการก่อหนี้ไม่ให้อยู่ในระดับที่สูงเกินไป หรือ Attig et al. (2021) ที่ศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการทั่วโลกและพบว่า ในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูง กิจการจะเพิ่มการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับแนวทางในการลดความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน กล่าวคือ การจ่ายเงินปันผลจะช่วยลดกระแสเงินสดของกิจการเพื่อป้องกันการนำไปใช้ในกิจกรรมที่ไม่สร้างมูลค่าเพิ่มในช่วงวิกฤตหรือช่วงที่มีความไม่แน่นอนสูง หรือระดับการถือครองเงินสด (Cheng et al., 2018; Demir & Ersan, 2017) ที่ลดลง เนื่องจากกิจการมีแนวโน้มลดการลงทุน นอกจากนี้ ความไม่แน่นอนทางการเมืองยังส่งผลให้ภาคครัวเรือนลดการบริโภคหรือชะลอการบริโภค เนื่องจากความกังวลเกี่ยวกับความมั่นคงในอนาคต (Carroll & Kimball, 1996) ส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรและผลการดำเนินงานของกิจการอาจลดลงด้วยเช่นกัน Iqbal et al. (2020) พบว่า กิจการในสหรัฐอเมริกามีผลการดำเนินงานที่ลดลงในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองอยู่ในระดับสูง เช่นเดียวกับ Feng et al. (2021) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความไม่แน่นอนทางการเมืองและผลการดำเนินงานของกิจการในประเทศจีน โดยกิจการประเภทรัฐวิสาหกิจจะได้รับผลกระทบเชิงลบจากความไม่แน่นอนทางการเมืองที่น้อยกว่ากิจการที่ไม่ใช่รัฐวิสาหกิจ สอดคล้องกับ Trakarnsirinont et al. (2023) ที่พบว่าผลการดำเนินงานของกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับผลกระทบเชิงลบจากความไม่แน่นอนทางการเมืองที่เพิ่มขึ้น

แม้ว่าประเทศไทยมักจะถูกกล่าวขานเรื่องความไม่มีเสถียรภาพทางการเมือง การศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อพฤติกรรมของหน่วยธุรกิจในประเทศไทยยังมีอยู่อย่างจำกัด โดยส่วนใหญ่เป็นการศึกษาผลกระทบต่อตลาดในภาพรวมในระยะสั้นผ่านการศึกษาเหตุการณ์ (Event study) อาทิ Nimkhunthod (2007) ที่ศึกษาการตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อเหตุการณ์ทางการเมือง อาทิ การยุบสภา การเลือกตั้ง หรือการรัฐประหาร ระหว่างพ.ศ. 2518 ถึง พ.ศ. 2549 จำนวน 30 เหตุการณ์ ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันหลังเกิดเหตุการณ์ 1 วันมีค่าเป็นลบอย่างมี

นัยสำคัญ ในขณะที่ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal return) 1 สัปดาห์ก่อนและหลังเกิดเหตุการณ์ทางการเมืองมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยขนาดและความเร็วในการปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์ต่อเหตุการณ์จะแตกต่างกันไป Khantavit (2020) พบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตอบสนองเชิงบวกต่อการเลือกตั้งในปีพ.ศ. 2562 ในขณะที่ Khantavit (2019) กลับไม่พบการตอบสนองของตลาดตราสารหนี้ต่อการรัฐประหารในปี พ.ศ. 2549 และปีพ.ศ. 2557 Lumjiak et al. (2018) พบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตอบสนองในเชิงบวกต่อการรัฐประหารในปี พ.ศ. 2557 ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานและการคาดการณ์โดยทั่วไปว่า การก่อรัฐประหารจะทำให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนลดลง หรือสร้างบรรยากาศไม่ดีต่อการลงทุน โดยเฉพาะในสายตาของนักลงทุนต่างชาติ ซึ่ง Lumjiak et al. (2018) อธิบายว่าส่วนหนึ่งน่าจะมาจากการที่ตลาดมักตอบสนองต่อข่าวร้ายมากกว่าข่าวดี โดยสถานการณ์ประท้วงและเหตุจลาจลกลางเมือง รวมถึงการปิดสถานที่ราชการในปีพ.ศ. 2556 ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวลดลงเช่นเดียวกับค่าเงินบาทที่อ่อนค่าอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น ภายหลังจากการรัฐประหารในปีพ.ศ. 2557 ตลาดจึงคาดว่าค่าเงินบาทไทยจะมีเสถียรภาพมากขึ้น จึงมีแนวโน้มปรับตัวในทิศทางที่ดี

ที่ผ่านมา ข้อจำกัดของการศึกษาความสัมพันธ์เชิงพลวัตของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อตัวแปรต่าง ๆ ทั้งในภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงินคือ การวัดระดับความเสี่ยงทางการเมืองหรือการวัดความไม่แน่นอนทางการเมืองในลักษณะข้อมูลอนุกรมเวลา อย่างไรก็ตาม ด้วยพัฒนาของเครื่องมือการวิเคราะห์ข้อมูลที่มีความซับซ้อน (Data analytics) และฐานข้อมูลขนาดใหญ่ (Big data) Baker et al. (2016) ได้นำเสนอแนวทางในการสร้างดัชนีเพื่อวัดระดับความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจ (Economic policy uncertainty index: EPU) ในสหรัฐอเมริกา ซึ่งดัชนีดังกล่าวจะสะท้อนความเสี่ยงผ่านจำนวนคำในข่าวที่เกี่ยวข้อง กล่าวคือ หากดัชนีอยู่ในระดับสูง แสดงว่าในช่วงเวลาดังกล่าวมีเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องหรือตลาดให้ความสนใจต่อเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องจึงสะท้อนผ่านจำนวนคำในข่าวที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่หากดัชนีอยู่ในระดับต่ำ แสดงว่าในช่วงเวลาดังกล่าวไม่มีเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องจึงไม่ค่อยปรากฏคำเหล่านี้ในข่าว ซึ่งต่อมา แนวคิดดังกล่าวได้รับการยอมรับและแพร่หลายมากขึ้น ทำให้มีการพัฒนาดัชนีระดับความไม่แน่นอนทางนโยบายในหลากหลายภูมิภาค เช่น ดัชนีความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจโลก (Global economic policy uncertainty: GEPU) ดัชนีการแบ่งฝักแบ่งฝ่าย (Partisan conflict index) โดย Azzimonti (2018) ดัชนีความไม่แน่นอนด้านนโยบายการค้าระหว่างประเทศ (Trade policy uncertainty) โดย Caldara et al. (2020) ดัชนีความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์โลก (Geopolitical risk index) โดย Caldara and Iacoviello (2018) และดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองไทย (Political Uncertainty Index – PUI) โดย Luangaram and Sethapramote (2018)

จากการทบทวนวรรณกรรมไทยในปัจจุบัน การศึกษาเชิงประจักษ์ในประเทศไทยที่ประยุกต์ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยจะมุ่งเน้นที่การศึกษาการตอบสนองของปัจจัยเศรษฐกิจและการตอบสนองในตลาดหลักทรัพย์ในภาพรวม และมีเพียงการศึกษา 2 ชิ้นที่ประยุกต์ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยในการศึกษาในระดับกิจการคือ พัศวิทย์ เจริญสุข (2562) ที่ทำการศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ กรณีศึกษากิจการที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET100 และการศึกษาของ Trakarnsirinont et al. (2023) ที่ศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้น เพื่อเป็นการเติมช่องว่างวรรณกรรมจากข้อมูลในตลาดเกิดใหม่อย่างประเทศ

ไทยที่มักถูกกล่าวถึงในแง่ของประเทศที่ขาดเสถียรภาพทางการเมือง งานวิจัยชิ้นนี้จึงต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยและการตัดสินใจลงทุนของกิจการ รวมถึงความสัมพันธ์ระหว่างความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยและผลการดำเนินงานของกิจการ

วิธีการศึกษา

การศึกษานี้ใช้ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง (PUI) ที่พัฒนาโดย Luangaram and Sethapramote (2018) ซึ่งประยุกต์ตามแนวทางของ Baker et al. (2016) ที่ทำการวิเคราะห์เนื้อหา (Content analysis) ผ่านหลักการนับจำนวนคำที่เกี่ยวข้องในข่าวซึ่งดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองจะสะท้อนระดับความกังวลหรือความสนใจของตลาดที่มีต่อเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการเมืองในช่วงเวลาต่าง ๆ ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองถูกจัดทำขึ้นรายไตรมาสตั้งแต่ พ.ศ. 2540 ถึงพ.ศ. 2564

จากแนวคิดทฤษฎีทางเลือกแฝง (Real option theory) ที่ว่า หากการลงทุนของกิจการทั้งหมดหรือบางส่วนไม่สามารถยกเลิกหรือเปลี่ยนแปลงได้ ความไม่แน่นอนจะเพิ่มแรงจูงใจให้กิจการชะลอหรือลดการลงทุนลงจนกระทั่งสถานการณ์คลี่คลายไป โดยแบบจำลองในการวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองกับการลงทุนของกิจการ (สมการที่ 1) ประกอบด้วยตัวแปรควบคุมที่เป็นปัจจัยเฉพาะของกิจการที่มีผลต่อระดับการลงทุนของกิจการซึ่งได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน การเติบโตของยอดขาย และ Tobin's Q กล่าวคือ ภายใต้นิวทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูลและผลการศึกษาเชิงประจักษ์อาทิ Gugler et al. (2004) ที่พบว่า การลงทุนของกิจการนอกจากจะขึ้นอยู่กับโอกาสในการเติบโต (Growth opportunities) หรือโอกาสในการลงทุน (Investment opportunities) ซึ่งวัดด้วยการเติบโตของยอดขายและ Tobin's Q แล้ว ยังขึ้นอยู่กับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial constrain) ที่วัดจากระดับของกระแสเงินสดของกิจการ นอกจากนี้ แบบจำลองยังมีปัจจัยควบคุมที่เกี่ยวกับเศรษฐกิจมหภาค อาทิ ค่าพยากรณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDPF) อัตราการเติบโตเศรษฐกิจ (GDPG) ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) และดัชนีความเชื่อมั่นภาคธุรกิจ (BSI) เนื่องจากการลงทุนจะมีลักษณะที่สวนทางกับวัฏจักรเศรษฐกิจ (Countercyclical)

$$\frac{CAPEX_{i,t+l}}{TA_{i,t+l-1}} = \alpha_i + \beta_1 PUI_{t-1} + \beta_2 \frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 SG_{i,t} + \beta_4 TQ_{i,t} + \beta_5 GDPF_{t-1} + QRT_t + \varepsilon_{i,t+l} \quad (1)$$

เมื่อ i แทนกิจการ t คือไตรมาส และ $l \in \{1,2,3,4\}$ แทนจำนวนไตรมาสล่วงหน้าระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม เนื่องจากข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลรายไตรมาส ดังนั้นผลของฤดูกาลจะถูกควบคุมโดยใช้ตัวแปรหุ่น (QRT_t) ในไตรมาสที่ 2 ถึง 4 นอกจากนี้ ลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทจะถูกควบคุมโดยใช้ตัวแปรหุ่น (α_i) ผ่านการประมาณค่าแบบพานาลด้วยวิธี Fixed effect

ทั้งการลงทุนของกิจการ (CAPEX) ในงวดปัจจุบันซึ่งวัดจากการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ถาวร (Fixed assets) บวกค่าเสื่อมราคาในงวดปัจจุบัน (An et al., 2016) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CF) ในงวดปัจจุบันจะถูกปรับด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด ในขณะที่ Tobin's Q (TQ) วัดจากมูลค่าตลาดของส่วนของเจ้าของบวกมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์หักด้วยมูลค่าตามบัญชีของส่วนของเจ้าของและภาษีเงินได้รอตัดบัญชีสุทธิและทั้งหมดหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ สำหรับอัตราการเติบโตของยอดขาย (SG) วัดจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขายรายไตรมาส ณ ช่วงเวลาเดียวกัน (Year-on-year growth) และเพื่อลดปัญหาข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outliner) ตัวแปรทุกตัวจะถูก winsorized ที่ร้อยละ 1 และร้อยละ 99

นอกจากความไม่แน่นอนจะส่งผลต่อการตัดสินใจของกิจการ ความไม่แน่นอนทางการเมืองอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการด้วยเช่นกัน โดยแบบจำลองในการวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองกับผลการดำเนินงานของกิจการ (สมการที่ 2) ประกอบด้วยตัวแปรควบคุมที่เป็นปัจจัยเฉพาะกิจการและปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคเช่นเดียวกับสมการที่ 1 ซึ่งสอดคล้องกับแบบจำลองของ Iqbal et al (2020) ที่ศึกษาผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการในสหรัฐอเมริกา

$$ROA_{t+l} = \gamma_i + \theta_1 PUI_{t-1} + \theta_2 \frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \theta_3 SG_{i,t} + \theta_4 TQ_{i,t} + \theta_5 GDPF_{t-1} + QRT_t + \varepsilon_{i,t+l} \quad (2)$$

โดยวัดผลการดำเนินงานของกิจการด้วยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และตัวแปรอื่น ๆ วัดค่า และประมาณค่าโดยใช้แบบจำลองข้อมูลพanel เช่นเดียวกันกับสมการที่ 1

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ยังดำเนินงานอยู่ในปัจจุบัน ยกเว้นกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน รวบรวมข้อมูลระหว่างไตรมาสที่ 1 ปีพ.ศ. 2545 ถึงไตรมาสที่ 4 ปีพ.ศ. 2564 จากฐานข้อมูล Refinitiv Workspace โดยเลือกช่วงเวลาในการศึกษาจากข้อมูลที่มีอยู่ (Data availability) คือเริ่มตั้งแต่ปีพ.ศ. 2545 เนื่องจากข้อมูลรายไตรมาสของกิจการในช่วงก่อนหน้ามีการสูญหายหรือไม่ครบถ้วน (Missing) จำนวนมากและในช่วงพ.ศ. 2564 – 2565 เป็นช่วงที่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์โควิด-19 และเพื่อลดความเอนเอียงจากการอยู่รอด (Survivorship bias) กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาต้องมีข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาต่อเนื่องอย่างน้อย 20 ไตรมาส ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 422 กิจการ ที่เป็นข้อมูลที่มีช่วงยาวที่ไม่สมดุล (Unbalanced panel) และจำนวนข้อมูลในแต่ละตัวแปรจะแตกต่างกัน โดยการกำหนดเกณฑ์ดังกล่าว จะรวมถึงกิจการที่เพิ่งจดทะเบียนเข้ามาระหว่างช่วงเวลาทำการศึกษาและยังดำเนินการอยู่ในปัจจุบันและมีข้อมูลต่อเนื่องอย่างน้อย 20 ไตรมาส ในขณะที่จะไม่รวมกิจการที่ถูกเพิกถอน (Delisted) ออกไประหว่างช่วงเวลาทำการศึกษา ซึ่งเมื่อพิจารณาเฉพาะกิจการที่น่าจะประสบปัญหาในการดำเนินงานและไม่อาจอยู่รอดได้จะมีเพียง 10 กิจการที่ถูกเพิกถอนเนื่องจากไม่ส่งงบการเงิน ไม่สามารถฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จ และฝ่าฝืนข้อกำหนด (ประมาณร้อยละ 3 ของกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา) ในขณะที่

ที่กิจการที่ถูกเพิกถอนส่วนใหญ่เนื่องมาจากถูกควมรวมและเพิกถอนโดยสมัครใจ ซึ่งไม่น่าเป็นกิจการที่ประสบปัญหาในการดำเนินงาน ดังนั้น การไม่ถูกนำมารวมอยู่ในกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาไม่น่าจะก่อให้เกิดความเอนเอียงใด เนื่องจากคุณลักษณะของกิจการได้สะท้อนผ่านกลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่แล้ว

ผลการศึกษา

จากตารางที่ 1 กลุ่มตัวอย่มีค่าเฉลี่ย (Mean) และค่ามัธยฐาน (Median) ที่แตกต่างกันแสดงให้เห็นว่าข้อมูลไม่ได้มีการกระจายตัวแบบปกติ (Non-normal distribution) โดยกลุ่มตัวอย่มีค่ามัธยฐานของการลงทุนต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับ 0.0073 เท่า และมีค่ามัธยฐานอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เท่ากับร้อยละ 1.077 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่มีการลงทุนสม่ำเสมอจึงทำให้สินทรัพย์ถาวรมีมูลค่าเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังมีผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่เป็นบวกสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์ เมื่อพิจารณาค่ามัธยฐานของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมจะพบว่ามีค่าเป็นบวกเช่นกัน สำหรับโอกาสในการเติบโตจะพบว่า กลุ่มตัวอย่มีอัตราการเติบโตของยอดขายที่มากกว่าศูนย์ และมี Tobin's Q ที่มากกว่า 1 เท่า ซึ่งแสดงให้เห็นถึงโอกาสเติบโตในอนาคต ในส่วนตัวแปรเศรษฐกิจชี้ให้เห็นว่า ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา มีอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจโดยเฉลี่ยร้อยละ 3.4

ตารางที่ 1 สถิติพรรณนา

	CAPEX/ TA (เท่า)	ROA (%)	PUI	CF/TA (เท่า)	SG (%)	TQ (เท่า)	GDPF (%)	GDPG (%)	CCI	BSI
Max	7.76233	9.233	237.374	3.9074	317.122	5.861	7.513	15.295	109.933	53.067
Mean	0.0212	1.154	109.002	0.0287	11.954	1.406	3.431	3.418	78.854	48.012
Median	0.0073	1.077	101.667	0.0247	4.691	1.117	3.435	3.564	77.967	49.333
Min	-0.8880	-8.528	48.665	-0.7146	-77.165	0.458	-6.195	-12.167	48.200	35.167
SD	0.1081	2.359	34.271	0.0426	50.038	0.906	2.864	3.665	8.672	3.836
Obs.	25578	28169	78	25578	27493	27596	84	80	84	84

ที่มา คำนวณโดยผู้เขียน โดยใช้ข้อมูลจาก Refinitiv สำหรับข้อมูลรายบริษัท และฐานข้อมูล CEIC สำหรับข้อมูลเศรษฐกิจมหภาค และข้อมูลดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองรวบรวมจาก Luangaram and Sethapramote (2018) และปรับปรุงเพิ่มเติมโดยผู้เขียน

ตารางที่ 2 ค่าสหสัมพันธ์ (Pearson correlation)

	CAPEX /TA	ROA	PUI	CF/TA	SG	TQ	GDPF	GDPG	CCI	BSI
CAPEX										
/TA	1.0000	0.0228	0.0007	0.0766	0.0506	0.1201	0.0240	0.0199	0.0226	0.0219
ROA		1.0000	0.0106	0.6672	0.1562	0.3317	0.0166	0.0216	0.0350	0.0002
PUI			1.0000	-0.0051	-0.0064	0.0197	0.0042	-0.0225	-0.1042	-0.1853
CF/TA				1.0000	0.1979	0.2806	0.0312	0.0289	0.0398	-0.0022
SG					1.0000	0.0390	0.0346	0.0031	0.0318	-0.0041
TQ						1.0000	-0.0186	-0.0260	-0.0686	0.0879
GDPF							1.0000	0.8166	0.6210	0.4657
GDPG								1.0000	0.6106	0.5938
CCI									1.0000	0.3703
BSI										1.0000

ที่มา คำนวณโดยผู้เขียน โดยใช้ข้อมูลจาก Refinitiv สำหรับข้อมูลรายบริษัท และฐานข้อมูล CEIC สำหรับข้อมูลเศรษฐกิจมหภาค และข้อมูลดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองรวบรวมจาก Luangaram and Sethapramote (2018) และปรับปรุงเพิ่มเติมโดยผู้เขียน

เมื่อพิจารณาค่าสหสัมพันธ์ในตารางที่ 2 พบว่า การลงทุนต่อสินทรัพย์รวมของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับทุกตัวแปรโดยมีค่าอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ นอกจากนี้ กิจการที่มีสภาพคล่องหรือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและมีโอกาสในการเติบโตสูงมักมีการลงทุนในระดับสูงเช่นกัน และเป็นที่น่าสนใจว่า ตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคมีความสัมพันธ์กันค่อนข้างสูง ดังนั้นสมการที่ 1 และ 2 จึงพิจารณาค่าพยากรณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDPF) เป็นตัวแทนของตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค

ผลการวิเคราะห์เชิงประจักษ์โดยใช้แบบจำลองเศรษฐกิจโดยใช้ข้อมูลแบบพานาล เพื่อทดสอบผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการโดยอ้างอิงแบบจำลองดังสมการที่ 1 และ 2 สรุปได้ดังตารางที่ 3 และ 4 ตามลำดับ

ตารางที่ 3 ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ

ตัวแปร	แบบจำลองที่ 1: CAPEX			
	t - 1	t - 2	t - 3	t - 4
PUI	-8.16 x 10 ⁻⁴ *** (-2.747)	-7.35 x 10 ⁻⁴ ** (-2.510)	-9.07k x 10 ⁻⁴ *** (-3.109)	-7.11 x 10 ⁻⁴ ** (-2.390)
Cash flow/Assets	1.42 x 10 ⁻² *** (6.254)	1.48 x 10 ⁻² *** (6.451)	1.45 x 10 ⁻² *** (6.441)	1.43 x 10 ⁻² *** (6.414)
Sales growth	6.48 x 10 ⁻⁴ (1.133)	7.09 x 10 ⁻⁴ (1.257)	7.20 x 10 ⁻⁴ (1.296)	6.95 x 10 ⁻⁴ (1.289)
Tobin's Q	1.10 x 10 ⁻³ *** (3.182)	1.10 x 10 ⁻³ *** (3.239)	1.15 x 10 ⁻³ *** (3.432)	1.14 x 10 ⁻³ *** (3.471)
GDP growth forecast	4.25 x 10 ⁻⁴ (0.090)	2.24 x 10 ⁻³ (0.506)	2.89 x 10 ⁻³ (0.673)	3.86 x 10 ⁻³ (0.902)
N	24,838	25,286	25,733	26,179
R-squared	0.067	0.067	0.067	0.066
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Seasonality	Yes	Yes	Yes	Yes

หมายเหตุ ตารางนี้แสดงผลจากการประมาณค่าสมการที่ (1) โดย t + l แสดงข้อมูลไตรมาสปัจจุบันบวก l ไตรมาสล่วงหน้าเมื่อ l = 1,2,3,4 สมการที่ (1) ประมาณค่าแบบ Firm fixed effect และมีการควบคุมผลของฤดูกาล โดยค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่าแสดงในบรรทัดแรก ในขณะที่ค่าในวงเล็บแสดงค่า t-statistics และ *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 10, 5, และ 1 ตามลำดับ นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้ทดสอบการประมาณค่าแบบจำลองพหุสมการทางเลือกได้แก่แบบจำลอง Random effect ซึ่งผลการประมาณค่าได้ทำการทดสอบ Hausman test ซึ่งผลการทดสอบในทุกแบบจำลองที่รายงานผลมีค่า p-value ในกาทดสอบที่น้อยกว่า 0.05 ซึ่งแสดงถึงความไม่เหมาะสมของแบบจำลอง Random effect ในการการศึกษานี้

จากตารางที่ 3 หากเริ่มจากการพิจารณาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองในระยะสั้นที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการในไตรมาสต่อมา (t+1) จะพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง (PUI) มีค่าติดลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานที่ว่า กิจการจะชะลอหรือลดการลงทุนลงในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองในระดับสูง นอกจากนี้ยังพบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน อัตราการเติบโตของยอดขายและ Tobin's Q ต่างก็มีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า ข้อจำกัดทางการเงินและโอกาสในการลงทุนเป็นตัวแปรที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ ในเชิงปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจมหภาค ตัวแปรค่าพยากรณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจก็มีผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับร้อยละ 1 เช่นเดียวกัน จากผลการ

ประมาณค่าข้างต้นซึ่งมีการควบคุมผลทั้งจากปัจจัยจุลภาคและมหภาคแสดงให้เห็นถึงบทบาทของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีผลเชิงลบต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการในระยะสั้นอย่างชัดเจน

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองจะพบว่า ในระยะที่ยาวขึ้นคือตั้งแต่ 2 ไตรมาสถึง 4 ไตรมาส (1 ปี) ล่วงหน้า ความไม่แน่นอนทางการเมืองยังคงส่งผลกระทบเชิงลบต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ (ร้อยละ 5 หรือ ร้อยละ 10) โดยขนาดของผลกระทบซึ่งวัดจากค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประมาณค่าผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อการตัดสินใจในช่วง 1 ปีข้างหน้า จะมีขนาดลดลงจากผลกระทบระยะสั้นที่เกิดขึ้นในช่วง 1 ไตรมาสล่วงหน้า ในขณะที่ปัจจัยเฉพาะกิจการยกเว้นอัตราการเติบโตของยอดขาย และค่าพยากรณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจที่มีผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการในทุกช่วงเวลาล่วงหน้า โดยพบว่าขนาดของความสัมพันธ์จะลดลงตามช่วงเวลา

เมื่อวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการซึ่งวัดโดยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) จากตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในระยะสั้น 1 และ 2 ไตรมาสต่อมา (+1 และ +2) พบว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับร้อยละ 10 โดยที่ปัจจัยเฉพาะกิจการได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน อัตราการเติบโตของยอดขายและ Tobin's Q มีนัยสำคัญเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ 1 – 2 ไตรมาสในอนาคต ในขณะที่ค่าพยากรณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจไม่ส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ ต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

เป็นที่น่าสนใจว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองกลับไม่มีผลกระทบ (3 ไตรมาสในอนาคต) หรือมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการในระยะยาว (4 ไตรมาสในอนาคต) ซึ่งแตกต่างจากผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนที่มีผลกระทบเชิงลบในระยะเวลาที่ยาวนานกว่า ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากการตัดสินใจลงทุนโดยเฉพาะการลงทุนขนาดใหญ่ที่ไม่สามารถยกเลิกหรือเปลี่ยนแปลงได้เนื่องจากมีต้นทุนที่สูง ดังนั้นกิจการอาจใช้เวลารอเพื่อให้แน่ใจก่อนที่จะปรับเปลี่ยนการลงทุนกลับมาในระดับเดิม ทำให้ผลกระทบเชิงลบที่มีต่อการลงทุนของกิจการเกิดขึ้นต่อเนื่องในช่วงระยะเวลาอย่างน้อย 1 ปี ในขณะที่การดำเนินงานของกิจการอาจมีความยืดหยุ่นและสามารถปรับเปลี่ยนไปตามสถานการณ์ได้รวดเร็วเพื่อเพิ่มการดำเนินงานในระยะสั้นได้มากกว่า โดยในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูง กิจการอาจปรับเปลี่ยนกลยุทธ์การดำเนินงานในระยะสั้นให้สอดคล้องกับบริบทในช่วงเวลานั้น ทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดจาก ROA อาจได้รับผลกระทบเพียงแค่ 2 ไตรมาส และสามารถฟื้นตัวจนมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นในไตรมาสที่ 4 โดยผลการศึกษาแสดงให้เห็นถึงผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่อาจส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานของกิจการเพียงระยะสั้น (1 - 2 ไตรมาส)

ตารางที่ 4 ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

Dependent variable	แบบจำลองที่ 2: ROA			
	t + 1	t + 2	t + 3	t + 4
PUI	-3.63 x 10 ⁻² *	-5.20 x 10 ⁻² **	2.76 x 10 ⁻²	7.06 x 10 ⁻² ***
	(-1.793)	(-2.588)	(1.397)	(3.641)
Cash flow/Assets	18.84 ***	11.91 ***	10.98	14.27 ***
	(45.649)	(29.196)	(26.839)	(34.822)
Sales growth	3.53 x 10 ⁻² **	2.16 x 10 ⁻²	2.01 x 10 ⁻³	-6.74 x 10 ⁻² ***
	(1.969)	(1.213)	(0.114220)	(-3.910)
Tobin's Q	4.79 x 10 ⁻¹ ***	4.49 x 10 ⁻¹ ***	3.59 x 10 ⁻¹ ***	2.41 x 10 ⁻¹
	(32.484)	(29.874)	(24.046)	(-3.910)
GDP growth forecast	-2.56 x 10 ⁻⁴	-8.21 x 10 ⁻⁴	-6.22 x 10 ⁻³ ***	-7.25 x 10 ⁻⁴
	(-0.132)	(-0.426)	(-2.873)	(-3.910)
N	24,655	24,652	24,233	23,814
R-squared	0.560	0.534	0.530	0.544
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Seasonality	Yes	Yes	Yes	Yes

หมายเหตุ ตารางนี้แสดงผลจากการประมาณค่าสมการที่ (2) โดย t + l แสดงข้อมูลไตรมาสปัจจุบันบวก l ไตรมาสล่วงหน้าเมื่อ l = 1,2,3,4 สมการที่ (2) ประมาณค่าแบบ Firm fixed effect และมีการควบคุมผลของฤดูกาล โดยค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่าแสดงในบรรทัดแรก ในขณะที่ค่าในวงเล็บแสดงค่า t-statistics และ *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 10, 5, และ 1 ตามลำดับ นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้ทดสอบการประมาณค่าแบบจำลองพหุคูณทางเลือกได้แก่แบบจำลอง Random effect ซึ่งผลการประมาณค่าได้ทำการทดสอบ Hausman test ซึ่งผลการทดสอบในทุกแบบจำลองที่รายงานผลมีค่า p-value ในกาทดสอบที่น้อยกว่า 0.05 ซึ่งแสดงถึงความไม่เหมาะสมของแบบจำลอง Random effect ในการการศึกษานี้

การทดสอบความชัดเจนของผลการศึกษา (Robustness check)

เพื่อวิเคราะห์ความอ่อนไหวของตัวแปรดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงตัวแปรที่เป็นตัวแทนปัจจัยเชิงเศรษฐกิจมหภาค เนื่องจากตารางที่ 2 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคมีค่าสหสัมพันธ์ระหว่างกันในระดับที่สูง ดังนั้น ตารางที่ 5 และ 6 จะแสดงผลการประมาณค่าแบบจำลองสมการที่ 1 และ 2 ในช่วงเวลา 1 ไตรมาสล่วงหน้า (t+1) ตามลำดับ โดยใช้อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP growth: GDPG) ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) และดัชนีความเชื่อมั่นภาคธุรกิจ (BSI) แทนค่าพยากรณ์อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDPF)

จากตารางที่ 5 พบว่า ผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองยังคงมีผลเชิงลบต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 5 หรือ ร้อยละ 10 และทุกตัวแปรควบคุมทางเศรษฐกิจมหภาคยกเว้นดัชนีความเชื่อมั่นภาคธุรกิจที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ตัวแปรควบคุมปัจจัยเฉพาะของกิจการทุกตัวแปรยังคงมีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ

ตารางที่ 5 การทดสอบความชัดเจนของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ

แบบจำลองที่ 1: CAPEX				
	with GDPF	with GDPG	with CCI	with BSI
PUI	$-8.37 \times 10^{-4} **$ (-2.305)	$-6.17 \times 10^{-4} *$ (-1.744)	$-7.00 \times 10^{-4} *$ (-1.914)	$-5.33 \times 10^{-4} *$ (-1.650)
Cash flow/Assets	$5.54 \times 10^{-2} ***$ (8.619)	$5.45 \times 10^{-2} ***$ (8.555)	$5.38 \times 10^{-2} ***$ (8.412)	$5.43 \times 10^{-2} ***$ (8.650)
Sales growth	$1.12 \times 10^{-3} ***$ (3.734)	$1.33 \times 10^{-3} ***$ (4.589)	$1.15 \times 10^{-3} ***$ (3.840)	$1.10 \times 10^{-3} ***$ (3.953)
Tobin's Q	$5.49 \times 10^{-3} **$ (16.035)	$5.46 \times 10^{-3} ***$ (15.960)	$5.57 \times 10^{-3} ***$ (16.350)	$5.44 \times 10^{-3} ***$ (15.979)
GDP growth forecast	$2.17 \times 10^{-4} ***$ (6.249)			
GDP growth		$9.39 \times 10^{-4} ***$ (3.681)		
Consumer confidence index			$7.83 \times 10^{-4} ***$ (8.121)	
Business sentiment index				9.53×10^{-4} (0.936)
N	24,591	23,742	24,591	24,168
R-squared	0.262	0.278	0.263	0.281
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Seasonality	Yes	Yes	Yes	Yes

หมายเหตุ ตารางนี้แสดงผลจากการประมาณค่าสมการที่ (1) โดย $+l$ แสดงข้อมูลไตรมาสปัจจุบันบวก l ไตรมาสล่วงหน้าเมื่อ $l = 1, 2, 3, 4$ สมการที่ (1) ประมาณค่าแบบ Firm fixed effect และมีการควบคุมผลของฤดูกาล โดยค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่าแสดงในบรรทัดแรก ในขณะที่ค่าในวงเล็บแสดงค่า t-statistics และ *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 10, 5, และ 1 ตามลำดับ นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้ทดสอบการประมาณค่า

แบบจำลองพหุคูณทางเลือกได้แก่แบบจำลอง Random effect ซึ่งผลการประมาณค่าได้ทำการทดสอบ Hausman test ซึ่งผลการทดสอบในทุกแบบจำลองที่รายงานผลมีค่า p-value ในกาทดสอบที่น้อยกว่า 0.05 ซึ่งแสดงถึงความไม่เหมาะสมของแบบจำลอง Random effect ในการการศึกษานี้

ตารางที่ 6 การทดสอบความชัดเจนของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

	แบบจำลองที่ 2: ROA			
	with GDPF	with GDPG	with CCI	with BSI
PUI	-3.63 x 10 ⁻² *	-3.06 x 10 ⁻²	-3.66 x 10 ⁻² *	-5.05 x 10 ⁻² **
	(-1.793)	(-1.514)	(-1.778)	(-2.412)
Cash flow/Assets	18.84 ***	18.63 ***	18.72 ***	18.85 ***
	(45.649)	(45.094)	(45.275)	(45.737)
Sales growth	3.53 x 10 ⁻² **	4.43 x 10 ⁻² **	3.49 x 10 ⁻² *	3.63 x 10 ⁻² **
	(1.969)	(2.470)	(1.921393)	(2.015)
Tobin's Q	4.79 x 10 ⁻¹ ***	4.76 x 10 ⁻¹ ***	4.84 x 10 ⁻¹ ***	4.85 x 10 ⁻¹ ***
	(32.484)	(32.0091)	(32.882)	(32.696)
GDP growth forecast	-2.56 x 10 ⁻⁴			
	(-0.132)			
GDP growth		1.29 x 10 ⁻¹		
		(0.887)		
Consumer confidence index			2.90 x 10 ⁻¹ ***	
			(5.534)	
Business sentiment index				-2.56 x 10 ⁻¹
				(-3.924)
N	24,655	24,331	24,655	24,655
R-squared	0.560	0.564	0.560	0.557
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Seasonality	Yes	Yes	Yes	Yes

หมายเหตุ ตารางนี้แสดงผลจากการประมาณค่าสมการที่ (1) โดย $t + l$ แสดงข้อมูลไตรมาสปัจจุบันบวก l ไตรมาสล่วงหน้าเมื่อ $l = 1, 2, 3, 4$ สมการที่ (2) ประมาณค่าแบบ Firm fixed effect และมีการควบคุมผลของฤดูกาล โดยค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่าแสดงในบรรทัดแรก ในขณะที่ค่าในวงเล็บแสดงค่า t-statistics และ *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 10, 5, และ 1 ตามลำดับ นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้ทดสอบการประมาณค่าแบบจำลองพหุคูณทางเลือกได้แก่แบบจำลอง Random effect ซึ่งผลการประมาณค่าได้ทำการทดสอบ Hausman test ซึ่งผลการทดสอบในทุกแบบจำลองที่รายงานผลมีค่า p-value ในกาทดสอบที่น้อยกว่า 0.05 ซึ่งแสดงถึงความไม่เหมาะสมของแบบจำลอง Random effect ในการการศึกษานี้

เช่นเดียวกับผลจากตารางที่ 6 ที่แสดงให้เห็นว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองยังคงมีผลเชิงลบในระยะสั้นต่อการผลการดำเนินงานของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แม้ว่าตัวแปรควบคุมทางเศรษฐกิจมหภาคจะเหลือเพียงดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคเท่านั้นที่มีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของกิจการก็ตาม ซึ่งผลจากการประมาณค่าในตารางที่ 5 และ 6 สะท้อนให้เห็นว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองมีผลกระทบต่อการลดการลงทุนลงของบริษัทยจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมถึงการลดลงของผลการดำเนินงานของกิจการในระยะสั้นได้อย่างชัดเจน และผลดังกล่าวจะไม่อ่อนไหวต่อตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่เลือกใช้เป็นตัวแปรควบคุม

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

ในบรรดาความเสี่ยงทางเศรษฐกิจด้านต่าง ๆ ที่มีผลต่อการลงทุนของภาคธุรกิจ ความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นหนึ่งในความเสี่ยงที่สำคัญเนื่องจากอาจนำมาซึ่งการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบหรือนโยบายที่สำคัญ อาทิ การแก้ไขกฎหมาย การปรับเปลี่ยนอัตราภาษี ซึ่งมีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจที่สำคัญของภาคธุรกิจ เช่น การตัดสินใจลงทุนของกิจการ เป็นต้น ดังนั้น การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อการตัดสินใจลงทุนและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2564 ผ่านตัวแปรดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง (Luangaram & Sethapramote, 2018)

แม้ว่าจะควบคุมปัจจัยเฉพาะของกิจการได้แก่ โอกาสในการเติบโตและข้อจำกัดทางการเงิน และปัจจัยเชิงเศรษฐกิจมหภาค ผลการศึกษาพบว่า ระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองมีผลเชิงลบต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการและยังมีผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการด้วย โดยเฉพาะผลในระยะสั้น (1 – 2 ไตรมาสต่อมา) และยังคงส่งผลเชิงลบอย่างมีนัยยะอย่างต่อเนื่องต่อการตัดสินใจลงทุนในระยะยาว (ในอีก 3 – 4 ไตรมาสข้างหน้า) ในขณะที่ระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองกลับไม่มีผลหรือมีผลในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากการตัดสินใจลงทุนของกิจการเป็นการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ที่เกี่ยวข้องกับเงินจำนวนมาก ซึ่งหากตัดสินใจไปแล้วและไม่สามารถยกเลิกได้อาจทำให้เกิดต้นทุนจมและค่าเสียโอกาสตามมา ดังนั้น กิจการจึงมีแนวโน้มที่จะชะลอการตัดสินใจลงทุนออกไปก่อนและใช้เวลาจนกระทั่งแน่ใจว่าสถานการณ์ความไม่แน่นอนได้คลี่คลายไป ในขณะที่ผลการดำเนินงานของกิจการอาจปรับตัวได้เร็วกว่าเนื่องจากกิจการสามารถปรับเปลี่ยนการดำเนินงานบางอย่างในระยะสั้นเพื่อให้อยู่รอดได้

ผลการศึกษาี้ แสดงให้เห็นถึงความสำคัญของความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยว่าเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญในเชิงมหภาคที่มีผลต่อการตัดสินใจของบริษัทยขนาดใหญ่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการลดหรือชะลอการลงทุน ซึ่งนัยยะเชิงนโยบายที่ได้จากการศึกษานี้แสดงถึงต้นทุนของความขัดแย้งทางการเมืองไทยที่เกิดขึ้นจากอดีตถึงปัจจุบันในมิติของภาคธุรกิจเอกชนขนาดใหญ่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แม้ว่าบริษัทอาจจะสามารถปรับการดำเนินงานให้สอดคล้องกับสถานการณ์ได้รวดเร็วและสะท้อนผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อผลการดำเนินงาน

แต่ในระยะสั้น ซึ่งหากพิจารณาจากมุมมองของผู้ถือหุ้นของกิจการ ความขัดแย้งทางการเมืองอาจส่งผลต่อกิจการในระยะยาวได้ นาน แต่ผลที่มีต่อการลงทุนภาคเอกชนกลับมีผลต่อเนื่องในระยะยาว ซึ่งแสดงให้เห็นว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นปัจจัยเสี่ยงเชิงมหภาคที่ชัดเจนที่เป็นอุปสรรคที่ทำให้การลงทุนของภาคธุรกิจอยู่ในระดับต่ำกว่าที่ควรจะเป็นในช่วงที่ผ่านมา และเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่มีความเสี่ยงต่อเป้าหมายการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการและเศรษฐกิจไทยในอนาคต ดังนั้น ผู้เกี่ยวข้องทั้งภาคการเมือง ภาคธุรกิจ และภาคประชาชน ควรร่วมมือกันในการลดความขัดแย้งและความเสี่ยงทางการเมือง เพื่อช่วยส่งเสริมการลงทุนสู่การพัฒนาที่ยั่งยืน

แหล่งทุน

งานวิจัยชิ้นนี้เป็นส่วนหนึ่งของโครงการศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยได้รับทุนสนับสนุนจากสำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัยและมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ จากสถาบันวิจัยและพัฒนาแห่งมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ รหัสโครงการ RSA6280094

บรรณานุกรม

- พัสวีย์ เจริญสุข (2562) ความไม่แน่นอนทางการเมืองและโครงสร้างการเงินของกิจการ การค้นคว้าอิสระ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์ (2564) ผลของปัจจัยเสี่ยงเชิงนโยบายเศรษฐกิจและการเมืองต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจและผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย, *วารสารเกษตรศาสตร์บริหารธุรกิจประยุกต์*, 23, 99-120.
- An, H., Chen, Y., Luo, D., & Zhang, T. (2016). Political uncertainty and corporate investment: evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 36, 174-189.
- Apaitan, T., Luangaram, P., & Manopimoke, P. (2022). Uncertainty in an emerging market economy: evidence from Thailand. *Empirical Economics*, 62, 933-989.
- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Zheng, X., (2021) Dividends and economic policy uncertainty: *International evidence Journal of Corporate Finance*, 66.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101785>
- Azzimonti, M. (2018). Partisan conflict and private investment. *Journal of Monetary Economics*, 93, 114-131.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S.J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636.

- Bernanke, B. (1983). Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment, *Quarterly Journal of Economics*, 98(1), 85-106.
- Cai, Y., & Menegaki, A. (2019). FDI, growth and trade partisan conflict in the US: TVP-BVAR approach, *Empirical Economics*, 60, 1335-1362.
- Caldara, D. & Iacoviello, M. (2018). Measuring geopolitical risk. *International Finance Discussion Papers 1222, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.)*.
- Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. & Raffo, A. (2020). The economic effects of trade policy uncertainty. *Journal of Monetary Economics*, 109, 38-59.
- Carrol, C.D., & Kimball, M.S. (1996). On the concavity of the consumption function. *Econometrica*, 64(4), 981-992.
- Cheng, C. H. J., Chiu, C-W., Hankins, W. B., & Stone, A-L. (2018). Partisan conflict, policy uncertainty and aggregate corporate cash holdings. *Journal of Macroeconomics*, 58, 78-90.
- Colak, G., Durnev, A., & Qian, Y. (2017). Political uncertainty and IPO activity: evidence from U.S. Gubernatorial elections, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(6), 2523-2564.
- Demir, E., & Ersan, O. (2017). Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries, *Emerging Markets Review*, 33, 189-200.
- Feng, X., Luo, W., & Wang, Y. (2021). Economic policy uncertainty and firm performance: evidence from China. *Journal of the Asia Pacific Economy*.
<https://doi.org/10.1080/13547860.2021.1962643>
- Gugler, K., Mueller, D., & Yurtoglu, B. (2004). Corporate governance and the returns on investment. *Journal of Law and Economics*, 47(2), 589-633
- Gulen, H. and Ion, M. (2016), Policy uncertainty and corporate investment, *Review of Financial Studies*, 29(3), 523-564.
- Henisz, W. J. (2002). *Politics and international investment: Measuring risks and protecting profits*. Edward Elgar.
http://www.oldweb.econ.tu.ac.th/oldweb/doc/seminar/117/seminar_jul9_weerasak.pdf
- Iqbal, U., Gan, C., & Nadeem, M. (2020). Economic policy uncertainty and firm performance. *Applied Economic Letter*, 27(10), 765-770.
- Julio, B., & Yook, Y. (2012). Policy uncertainty and corporate investment cycles. *Journal of Finance*, 67(1), 45-83.
- Khanthavit, A. (2019). The Thai bond market's behavior in the time surrounding military coups. *Thammasat Review*, 22(1), 1-23.

- Khanthavit, A. (2020). An event study analysis of Thailand's 2019 general election: A long window of multiple sub-events. *International Journal of Financial Research*, 11(4), 502–514.
- Kimbell, M. S. (1990). Precautionary saving and the marginal propensity to consume. *NBER Working Papers 3403*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Liu, G., & Zhang, C. (2020). Economic policy uncertainty and firms' investment and financing decision in China. *China Economic Review*, 63. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2019.02.007>
- Luangaram, P., & Sethapramote, Y. (2018, May). *Economic impacts of political uncertainty in Thailand*. (PIER Discussion Papers, No.86). <https://www.pier.or.th/en/dp/086/>
- Luangaram, P., & Sethapramote, Y. (2020). Capital flows and political conflicts: evidence from Thailand. *Economics of Peace and Security Journal*, 15(2), 83–100.
- Lumjiak, S., Nguyen, T.Q., Gan, C., & Treepongkaruna, S. (2018). Good coups, bad coups: evidence from Thailand's financial markets. *Investment Management and Financial Innovations*, 15(2), 68–86.
- Lumjiak, S., Treepongkaruna, S., Wee, M., & Brooks, R. (2014). Thai financial markets and political change. *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 2(1), 5–26.
- Nimkhunthod, W. (2007). *An impact of political events on the Stock Exchange of Thailand*. [Master Thesis, Thammasat University].
- Novy, D., & Taylor, A.M. (2020). Trade and uncertainty, *Review of Economics and Statistics*, 102(4), 749-765.
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *Journal of Finance*, 67(4), 1219–1264.
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520–545.
- Prukumpai, S., Sethapramote, Y., & Luangaram, P. (2022). Political uncertainty and the Thai stock market, *Southeast Asian Journal of Economic*, 10(3), 227-257.
- Rodrick, D. (1991). Policy uncertainty and private investment in developing countries. *Journal of Development Economics*, 36, 229-242.
- Trakarnsirinont, W., Jitaree, W., & Buachoom, W. W. (2023). Political uncertainty and financial firm performance: evidence from the Thai economy as an emerging market in Asia, *Economies*, 11, 18. <https://doi.org/10.3390/economies11010018>

ภาคผนวก 3

ผลงานเผยแพร่ผ่านสื่อประเภทเว็บไซต์



ผลของความเสี่ยงทางการเมืองต่อการตัดสินใจลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ThaiPublica > คอลัมน์

31 มกราคม 2023

ผศ.ดร.สุธาวลัย พฤษอำไพ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, รศ.ดร.ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์ คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์



การลงทุนของภาคธุรกิจเอกชน โดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นหนึ่งในปัจจัยที่มีความสำคัญต่อการพัฒนาที่ยั่งยืน เนื่องจากมีผลต่อการเพิ่มศักยภาพทางเศรษฐกิจของประเทศส่งเสริมการจ้างงาน และเพิ่มรายได้ ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา การส่งเสริมลงทุนของภาคธุรกิจเป็นนโยบายสำคัญที่ทุกรัฐบาลพยายามผลักดัน แต่ยังคงมีประสิทธิผลไม่มากนัก ซึ่งมีสาเหตุจากปัญหาหลายประการ เช่น ปัญหาด้านโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ รวมถึงความเสี่ยงทางเศรษฐกิจต่าง ๆ เช่น สงครามการค้าระหว่างสหรัฐ-จีน การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 เป็นต้น

ในบรรดาความเสี่ยงทางเศรษฐกิจด้านต่าง ๆ ที่มีผลต่อการลงทุนของภาคธุรกิจ ความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นหนึ่งในความเสี่ยงที่สำคัญ เนื่องจากอาจนำมาซึ่งการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบหรือนโยบายที่สำคัญ อาทิ การแก้ไขกฎหมาย การปรับเปลี่ยนอัตราภาษี ซึ่งแนวโน้มส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจที่สำคัญของภาคธุรกิจ เช่น การตัดสินใจลงทุนของกิจการดังที่มีการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา (Gulen and Ion, 2016; Julio and Yook, 2012)

นับตั้งแต่การเปลี่ยนแปลงการปกครอง พ.ศ. 2475 จนถึงปัจจุบัน (พ.ศ. 2566) ประเทศไทยเผชิญกับเหตุการณ์ทางการเมืองที่สำคัญจำนวนมาก ไม่ว่าจะเป็นการรัฐประหารถึง 13 ครั้ง การยุบสภา 13 ครั้ง การเลือกตั้ง 28 ครั้ง การบังคับใช้รัฐธรรมนูญ 20 ฉบับซึ่งมีการแก้ไขทั้งหมด 22 ครั้ง รวมถึงเหตุการณ์ประท้วงและจลาจลอีกหลายครั้ง โดยเฉพาะในรอบ 20 ปีที่ผ่านมา ประเทศไทยเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงทั้งที่เป็นไปตามระบอบประชาธิปไตย และการกระทำรัฐประหารโดยกลุ่มอำนาจทหาร ซึ่งนำไปสู่ความขัดแย้งและการต่อสู้ของภาคประชาชน มาถึงปัจจุบันซึ่งกำลังจะมีการจัดการเลือกตั้งทั่วไปขึ้นในปี 2566 นี้

ดังนั้น จึงมีงานวิจัยซึ่งพยายามวิเคราะห์ผลกระทบของปัญหาเสถียรภาพทางการเมือง โดยหนึ่งในงานวิจัยที่สำคัญได้แก่ พงษ์ศักดิ์ เหลืองอร่ามและยุทธนา เศรษฐปราโมทย์ (2561) ซึ่งจัดทำดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง

เมืองไทย (Political uncertainty index: PUI) ขึ้นเพื่อสะท้อนระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองในช่วงเวลาต่าง ๆ ทำให้สามารถนำไปอ้างอิงในการศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองในประเทศไทยต่อเศรษฐกิจในมิติต่าง ๆ เช่น ผลกระทบต่อการลงทุนโดยตรงและการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ (Luangaram and Sethapramote, 2021) โครงสร้างเงินทุนของกิจการ (พัศวิทย์ เจริญสุขน, 2562) เป็นต้น

ในส่วนของผลที่มีต่อการลงทุนของภาคธุรกิจ จากการศึกษาล่าสุดโดยผู้เขียน ซึ่งวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อการตัดสินใจลงทุนและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2545 ถึง 2564 ผ่านตัวแปรดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองพบว่า ระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองนอกจากจะมีผลเชิงลบต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการแล้ว ยังมีผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการด้วย นอกจากนี้ยังพบว่า ปัจจัยเฉพาะของกิจการได้แก่ สภาพคล่องที่วัดด้วยกระแสเงินสดของกิจการ โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขายในช่วงเวลาเดียวกันและ Tobin Q มีผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ปัจจัยเชิงเศรษฐกิจมหภาค เช่น การเติบโตของผลผลิตมวลรวม (GDP) ดัชนีพ้องเศรษฐกิจ ดัชนีชี้นำเศรษฐกิจ ดัชนีความเชื่อมั่นภาคธุรกิจ ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการที่ไม่ชัดเจนนัก

ผลการศึกษาชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของความเสี่ยงทางการเมืองไทย ว่าเป็นปัจจัยสำคัญในเชิงมหภาคที่มีผลต่อการตัดสินใจของบริษัทยักษ์ใหญ่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ลดหรือชะลอการลงทุน มีหลายเหตุผลที่อธิบายผลกระทบนี้ เช่น Bernanke (1983) ใช้ทฤษฎีทางเลือกแฝง (Real option theory) ในการอธิบายผลของความไม่แน่นอนที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนที่ไม่สามารถเปลี่ยนแปลงได้ (Irreversible investment) กล่าวคือ ในสถานการณ์ที่กิจการคาดการณ์ว่าความไม่แน่นอนจะส่งผลกระทบเชิงลบต่อกิจการหรือกิจการไม่แน่ใจว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงใดเกิดขึ้น การเลือกรอคอย (Option to wait) จะมีมูลค่ามากขึ้นโดยกิจการจะชะลอหรือลดการลงทุนจนกระทั่งความไม่แน่นอนเหล่านั้นคลี่คลายไป ในช่วงที่มีการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง ความน่าจะเป็นที่จะเกิดการเปลี่ยนแปลงเชิงนโยบายจะมีมากกว่าช่วงปกติ Rodrik (1991) ได้พัฒนาแบบจำลองในการอธิบายผลของการปฏิรูปนโยบาย (Policy reform) ที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ แม้ว่าการเปลี่ยนแปลงอาจนำมาสู่สิ่งที่ดีขึ้น แต่ก็มีความเสี่ยงที่จะส่งผลเสียหรือเพิ่มต้นทุนให้แก่กิจการ ดังนั้นกิจการจึงเลือกจะชะลอการลงทุนไปจนกว่าจะมีความชัดเจนในการเปลี่ยนแปลงที่มากขึ้น

นอกจากนี้ การศึกษาของ Ming and Liu (2021) ยังพบว่า การดำเนินนโยบายต่อต้านการคอร์รัปชันในประเทศจีนได้ส่งผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของธุรกิจในอุตสาหกรรมท่องเที่ยว โดยเฉพาะกลุ่มธุรกิจท่องเที่ยวแบบหรูหรา โดยงานวิจัยอธิบายให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานของกิจการลดลงเนื่องมาจากการลดลงของอุปทานของผู้บริโภคมากกว่าการเพิ่มขึ้นของต้นทุน เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Trakarnsirinont et al. (2023) ที่พบว่า **ความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยที่มาจากการเปลี่ยนแปลงรัฐธรรมนูญส่งผลเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของกิจการ และความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยที่มาจากการเลือกตั้งและการรัฐประหารยังส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง**

นัยยะสำคัญที่ได้จากการศึกษานี้แสดงถึงต้นทุนของความขัดแย้งทางการเมืองไทยที่เกิดขึ้นจากอดีตถึงปัจจุบัน ในมิติของภาคธุรกิจเอกชนขนาดใหญ่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแสดงถึงความสำคัญของความเสี่ยงทางการเมืองว่าเป็นปัจจัยมหภาคที่ชัดเจนที่สุดที่มีผลต่อปัญหาการลงทุนของภาคธุรกิจที่อยู่ในระดับต่ำกว่าที่ควรจะเป็นในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่มีความเสี่ยงต่อความยั่งยืนของเศรษฐกิจ

ไทยในอนาคต ดังนั้น ผู้เกี่ยวข้องทั้งภาคการเมือง ภาคธุรกิจ และภาคประชาชน ควรร่วมมือกันในการลดความขัดแย้ง และความเสี่ยงทางการเมือง เพื่อช่วยส่งเสริมการลงทุนสู่การพัฒนาที่ยั่งยืน

หมายเหตุ: เนื้อหาบางส่วนของบทความนี้อ้างอิงจากรายงาน “ความไม่แน่นอนทางการเมือง การตัดสินใจลงทุน และผลการดำเนินงานของกิจการ: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” โดย สุธาวลัย พฤกษ์อำไพ, ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์ และ พงศ์ศักดิ์ เหลืองอร่าม (2566)



“ถ้าอย่างยั่งยืน”

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สุธาวลัย พฤกษ์อำไพ

ปัจจุบันเป็นอาจารย์ประจำภาควิชาบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ มีความสนใจในงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีการลงทุนและการกำหนดราคาหลักทรัพย์ การส่งผ่านความผันผวนและความเชื่อมโยงทางการเงิน ระหว่างหลักทรัพย์หรือตลาดหลักทรัพย์ การวางแผนการลงทุน



“ถ้าอย่างยั่งยืน”

รองศาสตราจารย์ ดร.ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์

อาจารย์ประจำคณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ ผู้สนใจและศึกษาด้านเศรษฐกิจการเงินระหว่างประเทศ เศรษฐศาสตร์การเงินแบบจำลองการเงินและการพยากรณ์ รวมไปถึงการกำหนดราคาสินทรัพย์และความเสี่ยงในตลาดการเงิน

ข่าวหรือบทความที่เกี่ยวข้อง



เมื่อไทยใหญ่ไม่พอ... 10 ปี “บริษัทจดทะเบียน” มุ่งลงทุนต่างประเทศ รายได้ทะลุกว่า 2 ล้านล้านบาท