



ใบรับรองวิทยานิพนธ์
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ)

ปริญญา

เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ	เศรษฐศาสตร์
สาขา	ภาควิชา
เรื่อง	ปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Determinants of Foreign Portfolio Investment in Thailand
นามผู้วิจัย	นายพิรพล ธีระตันติกุล
ได้พิจารณาเห็นชอบโดย	
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก	(ผู้ช่วยศาสตราจารย์บัณฑิต ชัยวิชญชาติ, ศ.ค.)
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม	(ผู้ช่วยศาสตราจารย์อรุณี ปัญญาสวัสดิ์สุทธิ์, ศ.ค.)
หัวหน้าภาควิชา	(รองศาสตราจารย์ชูชีพ พิพัฒน์ศิริ, Ph.D.)

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์รับรองแล้ว

(รองศาสตราจารย์กัญญา ธีระกุล, D.Agr.)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

วันที่ เดือน พ.ศ.

สืบสีตจี มทวีสยเกษตรศาสตร์

สืบสีตจี มทวีสยเกษตรศาสตร์

วิทยานิพนธ์

เรื่อง

ปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Determinants of Foreign Portfolio Investment in Thailand

โดย

นายพีรพล ชีระตันติกุล

เสนอ

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
เพื่อความสมบูรณ์แห่งปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ)

พ.ศ. 2554

ลิขสิทธิ์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

พีรพล ชีระตันติกุล 2554: ปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย ปรินญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ) สาขาวิชา
เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก:
ผู้ช่วยศาสตราจารย์บัณฑิต ชัยวิชญชาติ, ศ.ค. 98 หน้า

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสาเหตุของของความสัมพันธ์ของการลงทุนจากต่างประเทศ
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยสร้างแบบจำลองระบบสมการเกี่ยวเนื่อง และทำการ
ประมาณค่าสมการด้วย Maximum Likelihood Estimator Method โดยใช้ข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่
มกราคม พ.ศ. 2540 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2551

จากการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทย พบว่า อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์
นิวยอร์ก และความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่ง
ส่วนหนึ่งเป็นผลจากความไม่มีเสถียรภาพทางการเมืองส่งผลต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทางลบ ในขณะที่อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย ระดับราคาน้ำมันในตลาดโลก และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับ
ต่างประเทศ มีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน
ทางบวก และจากการวิเคราะห์สาเหตุของความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองคือช่วงเวลาที่ไม่มีรัฐบาลที่มาจาก
การเลือกตั้งทำให้การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความผัน
ผวนสูงขึ้น ในขณะที่การกำหนดมาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ไม่ได้เป็นสาเหตุของความผันผวน
ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และจากการศึกษายังพบอีกว่าการลงทุนจากต่างประเทศใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความผันผวนอยู่ตลอดเวลาเนื่องจากพฤติกรรมการลงทุนของ
นักลงทุนต่างชาติ

ลายมือชื่อนิสิต

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

Peerapol Teeratuntikul 2011: Determinants of Foreign Portfolio Investment in Thailand. Master of Economics (Business Economics), Major Field: Business Economics, Department of Economics. Thesis Advisor: Assistant Professor Bundit Chaivichayachat, Ph.D. 98 pages.

The purposes of this research are to analyze factors that influence the investment of foreign investors in The Stock Exchange of Thailand and to find the determinants of the fluctuation of the volatility of their investment, by formulating GARCH-M model and performing Maximum Likelihood estimation based on monthly data during the period of 1997 to 2008.

The results explore that foreign exchange rates, oil prices, rate of return from Thailand and New York stock markets, the margins between domestic and foreign interest rates and the volatility of the investment of the foreign investors in The Stock Exchange of Thailand created impacts on the foreign investment in The Stock Exchange of Thailand significantly. Moreover the political stability also affects the instability of the foreign investment.

Student's signature

Thesis Advisor's signature

กิตติกรรมประกาศ

การจัดทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยดี ต้องขอบพระคุณ ผศ.ดร. บัณฑิต ชัยวิชญชาติ กรรมการที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก ซึ่งได้กรุณาเป็นอย่างสูงในการเสียสละเวลาในการให้คำปรึกษา คำแนะนำ ชี้แนะ ให้ความรู้และเสนอแนวทางในการปรับปรุงแก้ไขเนื้อหาอีกทั้งยังตรวจสอบแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆมาโดยตลอด ทำให้งานวิจัยชิ้นนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี

ผู้เขียนขอขอบคุณเจ้าหน้าที่ศูนย์บัณฑิตศึกษาที่ให้ความช่วยเหลือตลอดการทำงานวิจัย ขอขอบคุณ เพื่อนๆ รุ่นพี่ และรุ่นน้อง ทั้งสาขาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ เศรษฐศาสตร์ภาคปกติ เศรษฐศาสตร์ภาคค่ำ และเพื่อนทุกคนที่ทำให้กำลังใจ

สุดท้ายนี้ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณ บิดา และมารดา ซึ่งให้การสนับสนุนทั้งทางด้านทุนทรัพย์และกำลังใจ ซึ่งเป็นแรงสนับสนุนที่สำคัญเสมอมาทำให้ข้าพเจ้ามีแรงผลักดันในการพยายามแก้ไขปัญหาดังกล่าว ทั้งนี้ ความบกพร่องและข้อผิดพลาดประการใดอันเกิดขึ้นจากการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ข้าพเจ้าขออภัยไว้แต่เพียงผู้เดียวและขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

พีรพล ชีระตันติกุล

กันยายน 2553

สารบัญ

	หน้า
บทที่ 1 บทนำ	1
ความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย	6
ขอบเขตของการวิจัย	6
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	6
วิธีการวิจัย	7
บทที่ 2 โครงร่างทางทฤษฎี	9
แนวคิดและทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษา	9
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	18
แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา	23
สมมติฐานของแบบจำลอง	30
บทที่ 3 สภาพทั่วไปของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	35
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์	55
บทที่ 5 ผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	77
สรุปผลการวิจัย	77
ข้อเสนอแนะ	79
เอกสารและสิ่งอ้างอิง	82
ภาคผนวก	85
ภาคผนวก ก ผลการคำนวณค่า Akaike information criterion	86
ภาคผนวก ข ผลการทดสอบปัญหา Multicollinearity	89
ภาคผนวก ค ผลการประมาณค่าแบบจำลอง GARCH-M	91
ประวัติการศึกษาและการทำงาน	98

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
1	ผลการทดสอบ Unit Root โดยวิธี ADF test ที่ระดับ level	60
2	ผลการทดสอบ Unit Root โดยวิธี ADF test ที่ระดับ First Difference	60
3	ค่าประมาณที่ได้จากแบบจำลอง GARCH-M โดยวิธีความควรจะเป็นสูงสุด	62
4	ค่าประมาณที่ได้จากแบบจำลอง GARCH-M โดยวิธีความควรจะเป็นสูงสุดหลังจากตัดตัวแปรที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติออก	65

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางผนวกที่		หน้า
1	ผลการคำนวณค่า Akaike information criterion	87
2	ตาราง Correlation Matrix	90
3	ค่าสถิติที่ได้จากการประมาณค่าแบบจำลอง GARCH-M	92
4	ค่าสถิติที่ได้จากการประมาณค่าแบบจำลอง GARCH-M หลังจากตัดตัวแปรดัชนีราคาผู้บริโภค	93
5	ค่าสถิติที่ได้จากการประมาณค่าแบบจำลอง GARCH-M หลังจากตัดตัวแปรหุ่นการกำหนดมาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทย	94
6	ค่าสถิติที่ได้จากการประมาณค่าแบบจำลอง GARCH-M หลังจากตัดตัวแปรดัชนีการลงทุนภาคเอกชน	95
7	ค่าสถิติที่ได้จากการประมาณค่าแบบจำลอง GARCH-M หลังจากตัดตัวแปรส่วนต่างความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก	96
8	ค่าสถิติที่ได้จากการประมาณค่าแบบจำลอง GARCH-M หลังจากตัดตัวแปรอัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	97

สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
1	มูลค่าการลงทุนรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Investment), การออมรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Savings) และ ช่องว่างระหว่างการลงทุนและการออม (Savings Investment Gap) ในปี พ.ศ. 2536 ถึง พ.ศ. 2551	2
2	การไหลเข้าของเงินลงทุนสุทธิจากต่างประเทศ ในปี พ.ศ. 2536 ถึง พ.ศ. 2551	4
3	ลักษณะของเส้นความพอใจเท่ากันของนักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยง (Risk – averter)	12
4	ลักษณะของฟังก์ชันอรรถประโยชน์ของนักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยง (Risk – Averter: λ)	13
5	แสดงค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ค่าความแปรปรวน และอรรถประโยชน์ที่ทำให้ให้นักลงทุนได้รับความพึงพอใจสูงสุด	14
6	แสดงลักษณะของ Efficient Frontier	16
7	แสดงการเลือกการกระจายการถือหลักทรัพย์อย่างเหมาะสม	17
8	อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (ร้อยละ)	74

บทที่ 1

บทนำ

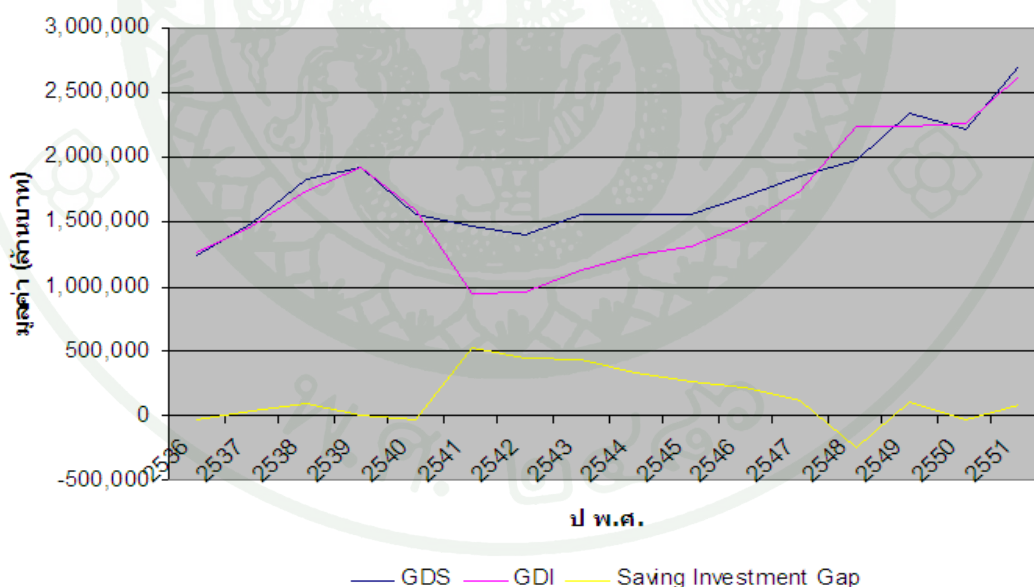
ความสำคัญของปัญหา

จากการที่ประเทศไทยมีการขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง และ โครงสร้างทางเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไปจากการพึ่งพาเกษตรกรรมเป็นหลักมาเป็นมุ่งเน้นการผลิตสินค้าอุตสาหกรรมและบริการเพื่อการทดแทนการนำเข้าและการส่งออก ซึ่งการผลิตด้านอุตสาหกรรมนั้นต้องพึ่งพาการนำเข้าเครื่องจักร และวัตถุดิบในสัดส่วนที่สูง ปัจจัยดังกล่าว ส่งผลให้ความต้องการลงทุนในประเทศสูงขึ้นตามไปด้วยในขณะที่ปริมาณเงินออมในระบบเศรษฐกิจภายในประเทศมีไม่เพียงพอที่จะสนองตอบต่อความต้องการลงทุนในประเทศที่สูงขึ้น จึงเป็นที่มาของการพึ่งพิงเงินทุนของต่างประเทศในรูปแบบต่างๆเพื่อชดเชยช่องว่างระหว่างการออมและการลงทุน ซึ่งการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศในรูปแบบต่างๆสะท้อนให้เห็นถึงการขาดความสามารถในการพึ่งพาตนเองในทางการเงินของไทย เนื่องจากขยายตัวของปริมาณเงินออมเบื้องต้นของประเทศ (Gross National Saving) ซึ่งได้แก่ เงินออมของครัวเรือน ภาคเอกชนและภาครัฐบาล ขยายตัวไม่ทันกับการขยายตัวของการลงทุนเบื้องต้นของประเทศ (Gross National Investment)

จากการเปิดเสรีทางการเงินในปี พ.ศ. 2533 ทำให้นักลงทุนต่างชาติสามารถนำเงินเข้ามาลงทุนในประเทศไทยได้ง่ายขึ้น ทำให้ในปี พ.ศ. 2533 – 2539 เงินทุนต่างประเทศไหลเข้ามาในระบบเศรษฐกิจไทยเป็นจำนวนมากและเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงก่อนที่มีการเปิดเสรีทางการเงิน ในด้านการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของเงินทุนต่างประเทศภายหลังจากการเปิดเสรีทางการเงิน จากเดิมที่มีการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศที่มีลักษณะเป็นเงินทุนต่างประเทศในระยะยาวและมีความผันผวนต่ำที่สุดในบรรดาเงินทุนต่างประเทศทั้งหมดหรือเงินเย็น (Cool Money Flows) มาเป็นเงินทุนต่างประเทศในระยะสั้นและมีความผันผวนมากที่สุดซึ่งมักจะมีลักษณะที่เป็นเงินร้อน (Hot Money Flows) ในช่วงเวลาดังกล่าวเศรษฐกิจของไทยมีการเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่อง ทำให้ความต้องการการลงทุนภายในประเทศมีสูงขึ้นในขณะที่มีช่องว่างการออมและการลงทุนเป็นลบ ทำให้ประเทศไทยจำเป็นต้องพึ่งพาเงินทุนต่างประเทศเพื่อใช้ในการส่งเสริมความเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจ แต่เงินทุนจากต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนนั้นมิได้มีการจัดสรรอย่างมี

ประสิทธิภาพมากจนก่อให้เกิดภาวะ Overlending ขึ้น ผลที่ตามมาคือ การลดลงของผลตอบแทนจากการลงทุนภายในประเทศจนทำให้เกิดการไหลออกของเงินทุนต่างประเทศอย่างรวดเร็ว ทำให้ระบบเศรษฐกิจไทยเผชิญกับการไหลออกของเงินทุนต่างประเทศ (Capital Flows Reversal) อย่างรวดเร็วจนทำให้ในปี พ.ศ. 2540 ประเทศไทยประสบกับปัญหาวิกฤตการณ์ทางการเงิน

หลังจากวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี พ.ศ. 2540 การลงทุนมวลรวมภายในประเทศลดต่ำลง ในขณะที่การออมมวลรวมภายในประเทศยังคงเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องจนเกิดช่องว่างการออมและการลงทุนมวลรวมภายในประเทศที่เป็นบวก เศรษฐกิจของประเทศไทยฟื้นตัวขึ้นตามลำดับ มีอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจที่ดี การลงทุนมวลรวมภายในประเทศสูงขึ้นตอบสนองกับการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ จนกระทั่งในปี พ.ศ. 2548 การลงทุนมวลรวมภายในประเทศมีมากกว่าการออมมวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Savings) ทำให้ประเทศไทยเกิดช่องว่างระหว่างการลงทุนและการออม (Savings Investment Gap) ขึ้นอีกครั้ง ดังภาพที่ 1

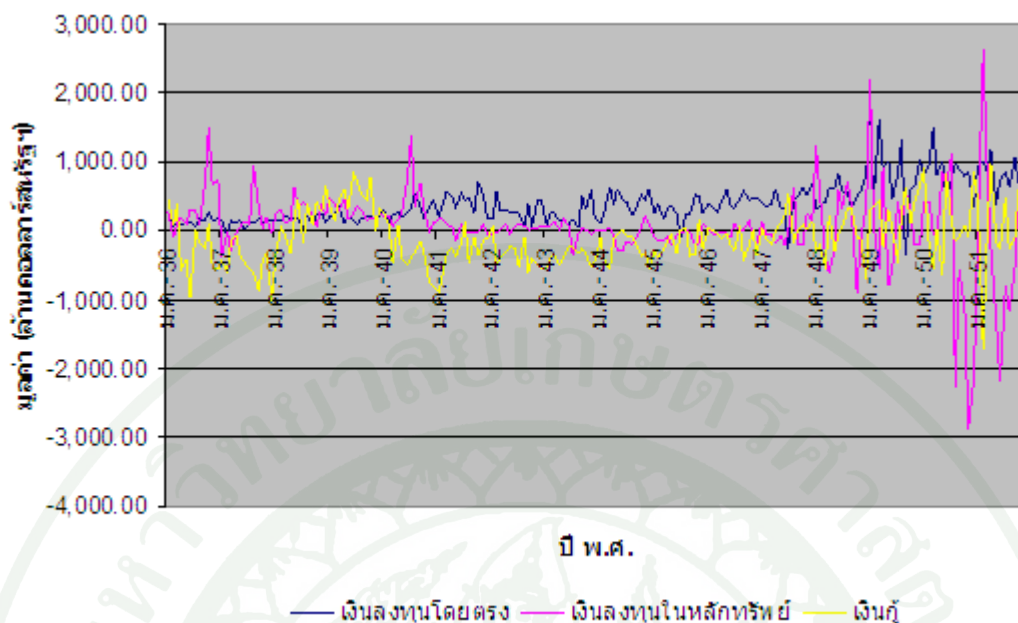


ภาพที่ 1 มูลค่าการลงทุนมวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Investment), การออมมวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Savings) และช่องว่างระหว่างการลงทุนและการออม (Savings Investment Gap) ในปี พ.ศ. 2536 ถึง พ.ศ. 2551

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2553)

โดยตั้งแต่ปี พ.ศ 2548 เป็นต้นมาได้เกิดช่องว่างระหว่างการลงทุนและการออมเป็นระยะ การที่เกิดช่องว่างการลงทุนและการออมทำให้การพัฒนาเศรษฐกิจไม่สามารถเป็นไปได้ อย่างไรก็ตาม รบรินจึงจำเป็นต้องพึ่งพืงเงินลงทุนจากต่างประเทศเพื่อเข้ามาทดแทนช่องว่างระหว่างการลงทุน และการออมดังกล่าว โดยเงินทุนจากต่างประเทศที่เข้ามาในประเทศไทยมีด้วยกัน 3 ประเภทคือ เงินลงทุนโดยตรง (Foreign Direct Investment) เงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Foreign Portfolio Investment) และเงินกู้ (Foreign Loans)

จากอดีตถึงปัจจุบันเงินลงทุนจากต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ไทยมีความผันผวน ดังภาพที่ 2 จะเห็นได้ว่า การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ไทยมีความผันผวนมาก บางช่วงเวลการลงทุนสุทธิเป็นบวก บางช่วงเวลการลงทุนสุทธิเป็นลบ แม้ว่าประเทศไทยจะมีการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่มาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการในปี พ.ศ. 2540 จากการศึกษาของ บัณฑิต ชัยวิษณุชาติ และ สุจิต ชัยวิษณุชาติ (2549) ทำให้ทราบว่าหลังจากการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังคงมีลักษณะของเงินร้อน (Hot Money Flows) อยู่เช่นเดิม จากการศึกษา ของ ชาญณรงค์ ชัยพัฒน์ (2539) พบว่า นักลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นกลุ่มนักลงทุนที่มีอิทธิพลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากที่สุด และจากการศึกษาของ Tipwan Wannasophon (1997) สรุปได้ว่า การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลต่ออัตราผลตอบแทน สภาพคล่อง และความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ โดยที่การไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศจะทำให้มีผลกระทบในทางบวกต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวคือ จะทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีผลตอบแทนและสภาพคล่องเพิ่มขึ้น และความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์จะลดน้อยลง ในทางกลับกัน หากมีการไหลออกของเงินลงทุนจากต่างประเทศจะทำให้มีผลกระทบในทางลบต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นการที่เงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความผันผวนย่อมส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์และระบบการเงินของประเทศไทย ซึ่งแตกต่างจากเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศที่การลงทุนสุทธิเป็นบวกและมีเสถียรภาพมาโดยตลอด



ภาพที่ 2 การไหลเข้าของเงินลงทุนสุทธิจากต่างประเทศ ในปี พ.ศ. 2536 ถึง พ.ศ. 2551
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2553)

การเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนต่างชาติพิจารณาถึงผลตอบแทนเป็นหลักซึ่งปัจจัยต่างๆที่นักลงทุนพิจารณาในการเลือกลงทุนนั้นมีทั้งปัจจัยพื้นฐานและปัจจัยทางจิตวิทยา ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีปัจจัยที่น่าสนใจและส่งผลกระทบต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติอีกคือ การเปลี่ยนแปลงทางการเมือง ซึ่งแสดงถึงเสถียรภาพทางการเมืองของประเทศ จากอดีตจนถึงปัจจุบันประเทศไทยมีการทำรัฐประหารอยู่บ่อยครั้งและอาจมีขึ้นได้อีกในอนาคต ปัจจัยอีกประการคือ การออกมาตรการสกัดกั้นการเก็งกำไรค่าเงินบาทของไทย นับตั้งแต่เดือนมกราคม ปี พ.ศ. 2549 เป็นต้นมา ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งหมายถึงค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯนั้นอ่อนค่าลง (เพราะค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับค่าเงินของประเทศอื่น ๆ นั้นมีแนวโน้มเปลี่ยนแปลงไปไม่มาก) เนื่องจากปัญหาที่เกิดจากภาคอุตสาหกรรมที่ซบเซาลงในประเทศสหรัฐฯ จนทำให้เกิดปัญหาสินเชื่อด้อยคุณภาพ (ซับไพร์ม) ส่งผลให้ธนาคารกลางของประเทศสหรัฐฯ ต้องทำการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ และในเดือนธันวาคม ปี พ.ศ. 2549 ธนาคารกลางของประเทศไทยจึงต้องปรับตัวตั้งรับต่อการไหลเข้ามาของเงินทุนในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ โดยการออกมาตรการกักเงินสำรองร้อยละ 30 (มาตรการที่กำหนดให้สถาบันการเงินที่รับซื้อ หรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นเงินบาทต้องกักเงินสำรองเป็นเงินตราต่างประเทศไว้จำนวนร้อยละ 30 ของเงินตราต่างประเทศดังกล่าว ส่วนที่เหลือ

ร้อยละ 70 ให้รับซื้อหรือแลกเปลี่ยนเป็นเงินบาทให้แก่ลูกค้า ยกเว้นเงินตราต่างประเทศที่รับซื้อหรือแลกเปลี่ยนเป็นเงินบาทที่ได้รับจากค่าสินค้า บริการ หรือเงินที่บุคคลหรือนิติบุคคลไทยได้รับคืนจากการลงทุนในต่างประเทศ ไม่ต้องกันเงินไว้ตามมาตรการนี้ โดยนักลงทุนต่างชาติจะขอคืนเงินได้ เมื่อครบกำหนด 1 ปีแต่ถ้านำเงินลงทุนกลับคืนก่อน 1 ปี จะได้รับเงินคืนเพียง 2 ใน 3 ของเงินที่กันไว้ร้อยละ 30)

จากที่กล่าวมาทั้งหมดสรุปได้ว่า ประเทศไทยต้องพึ่งพาเงินลงทุนจากต่างประเทศเพื่อชดเชยช่องว่างระหว่างการออมและการลงทุนมวลรวมเพื่อให้สอดคล้องกับ การลงทุนมวลรวมภายในประเทศที่เพิ่มสูงขึ้นตามการขยายตัวของเศรษฐกิจ ซึ่งหลังจากมีการเปิดเสรีทางการเงินในปี พ.ศ. 2533 เงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญต่อระบบการเงินของไทย อีกทั้งนักลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นกลุ่มนักลงทุนที่มีอิทธิพลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากที่สุด แต่ตลอดระยะเวลาที่ผ่านมาการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความผันผวนอยู่ตลอดเวลาโดยมีลักษณะของเงินร้อน (Hot Money Flows) ดังนั้นการทราบถึงสาเหตุของความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะสามารถใช้เป็นแนวทางในการดำเนินนโยบายและมาตรการต่างๆ เพื่อลดความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้น้อยลง เพื่อให้เกิดเสถียรภาพในระบบเศรษฐกิจ

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาปัจจัยที่เป็นสาเหตุของความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาวิจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการทดสอบว่าการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองและการกำหนดมาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นสาเหตุของความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่นั้นจะใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ.2540 จนถึงเดือน ธันวาคม พ.ศ. 2551

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษาวิจัยที่มีผลกระทบต่อการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำให้ทราบว่าปัจจัยใดที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางใดและขนาดที่เท่าใด ซึ่งสามารถนำมาใช้ประโยชน์ในการดำเนินนโยบายต่างๆ ตลอดจน ปรับปรุงและพัฒนากฎระเบียบและมาตรการต่างๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากผลการศึกษายะทำให้ทราบว่า ปัจจัยใดที่ส่งผลกระทบต่อการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในทิศทางใดและส่งผลกระทบมากเพียงใด เช่นเมื่อต้องการให้การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพิ่มขึ้น ก็สามารถดำเนินนโยบายผ่านปัจจัยที่ทราบว่าจะทำให้การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสูงขึ้น ซึ่งจะทำให้ระบบเศรษฐกิจสามารถบรรลุเป้าหมายได้ตามที่ต้องการ

การทดสอบว่าความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกิดจากการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองและการกำหนดมาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของ

ธนาคารแห่งประเทศไทยหรือไม่ ผลที่ได้จากการศึกษาสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการกำหนด มาตรการและนโยบายของรัฐเพื่อป้องกันและลดการเกิดความผันผวนขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการตัดสินใจเลือกลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆให้ได้อย่างเหมาะสมยิ่งขึ้น

วิธีการวิจัย

1. วิธีเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาวิจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประเภทอนุกรมเวลารายเดือนตั้งแต่เดือน มกราคม ปี พ.ศ.2540 จนถึง เดือน ธันวาคม ปี พ.ศ. 2551 ซึ่งสามารถรวบรวมได้จากแหล่งต่างๆ ได้แก่ www.set.or.th (เว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) www.bot.or.th (เว็บไซต์ของธนาคารแห่งประเทศไทย) www.reuters.com (เว็บไซต์ของสำนักข่าวรอยเตอร์) www.eia.doe.gov (เว็บไซต์ของ U.S. Energy Information Administration) และข้อมูลจากหนังสือ วารสาร และ วิทยานิพนธ์ที่เกี่ยวข้อง

2. การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้จะใช้การวิเคราะห์เชิงปริมาณ โดยสร้างแบบจำลอง GARCH-in-Mean (GARCH-M) ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กับตัวแปรอิสระต่างๆที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กัน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนของไทย ราคาน้ำมันในตลาดโลก และความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยที่ความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นคำนวณจาก ความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอดีต (GARCH TERM) และ ความแปรปรวนของตลาดเคลื่อนใน

อดีต (ARCH TERM) โดยใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) คือ การเปลี่ยนแปลงทางการเมืองและการกำหนดมาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทยเข้าไปในสมการ ความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อทดสอบว่าการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองและการกำหนดมาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทย เป็นสาเหตุของการเกิดความผันผวนในการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่

การศึกษาในครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติที่ใช้ข้อมูลอนุกรมเวลาในการศึกษาจึงต้องมีการทดสอบความมีเสถียรภาพของตัวแปร (Stationary) เนื่องจากหากมีการนำตัวแปรที่ไม่มีเสถียรภาพ (Non-Stationary) เข้าไปในแบบจำลองจะทำให้ผลการวิเคราะห์นั้นไม่มีประสิทธิภาพขาดความน่าเชื่อถือ (Spurious Problem) และค่าสถิติที่ได้ไม่สามารถนำไปใช้ได้ถูกต้อง ดังนั้นจึงต้องมีการทดสอบความมีเสถียรภาพของตัวแปร (Stationary) โดยใช้ Unit Root Test ก่อนที่จะนำตัวแปรนั้นไปใช้ในแบบจำลอง GARCH-M หลังจากสร้างแบบจำลองเพื่อใช้ประมาณค่าแล้วก็ทำการเลือก Lag ของ ARCH TERM และ GARCH TERM ที่เหมาะสมเพื่อให้ผลการประมาณค่าที่ได้สอดคล้องกับความเป็นจริงโดยการกำหนดจำนวน Lag ที่เหมาะสมจะพิจารณาจากค่า Akaike information criterion: AIC ที่ต่ำที่สุดเป็นเกณฑ์ เมื่อเลือก จำนวน Lag ที่เหมาะสมแล้วจึงทำการประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธีความควรจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood Estimator Method, MLE) เพื่อที่จะปรับประสิทธิภาพที่สูญเสียไปเนื่องจากปัญหาที่มีความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนที่ต่างกัน ผลที่ได้จะทำให้ทราบว่า ปัจจัยใดที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองและการกำหนดมาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทยนั้นมีผลต่อความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ในทิศทางใดและขนาดเท่าใด

บทที่ 2

โครงสร้างทางทฤษฎี

การศึกษาจำเป็นต้องทำความเข้าใจเกี่ยวกับทฤษฎีและแนวคิดต่างๆ ตลอดจนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อใช้เป็นแนวทางในการศึกษาต่อไป ดังนั้นในบทนี้จะกล่าวถึง ทฤษฎีและแนวคิดที่ใช้ในการวิจัย งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย และ สมมติฐานที่ใช้ในการวิจัย

แนวคิดและทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษา

ทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในครั้งนี้ คือ ทฤษฎี Portfolio Adjustment ของ James Tobin (1956) ซึ่งทำให้ทราบว่า การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นมีความสัมพันธ์กับปัจจัยใดบ้าง ซึ่งเป็นแนวทางในการสร้างแบบจำลองเพื่อการศึกษาในครั้งนี้

ทฤษฎี Portfolio Adjustment

“Portfolio Adjustment Theory” ของ James Tobin (1956) เป็นทฤษฎีเกี่ยวกับการเลือกถือหลักทรัพย์ที่ได้รับความนิยมอย่างมากจากทฤษฎีจะเป็นการหาชุดของการถือหลักทรัพย์ที่จะทำให้ นักลงทุนเกิดความพอใจสูงสุด และกล่าวได้ว่า การกระจายการถือหลักทรัพย์จะเป็นการลดค่าความเสี่ยงจากการลงทุน โดยพิจารณาจาก ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ (อาจจะเรียกได้ว่าเป็นความเสี่ยงที่อาจจะขึ้นเกิดจากการลงทุน) พื้นฐานการวิเคราะห์ของทฤษฎีนี้ จะเริ่มต้นจากการสร้างเส้นความพอใจเท่ากัน (Indifference Curve) ของนักลงทุน เนื่องจากลักษณะของเส้นความพอใจเท่ากัน จะมีผลต่อพฤติกรรมในการเลือกลงทุน แต่ในการที่จะสร้างเส้นความพอใจเท่ากันของนักลงทุน จะต้องพิจารณาจากลักษณะของ Utility Function ประกอบกันในการวิเคราะห์ ซึ่งปัจจัยที่มีผลทำให้ ลักษณะของเส้นความพอใจเท่ากันและฟังก์ชันอรรถประโยชน์ของนักลงทุนแต่ละคนแตกต่างกันไป คือ พฤติกรรมที่มีต่อความเสี่ยง (Risk Aversion: λ) โดยในการสร้างเส้นความพอใจเท่ากันและฟังก์ชันอรรถประโยชน์นี้ สามารถที่จะพิสูจน์ทางคณิตศาสตร์ภายใต้ข้อสมมติต่างๆ ดังนี้

1. นักลงทุนแต่ละคนจะพยายามที่จะจัดการถือหลักทรัพย์ของตนเองเพื่อที่จะได้รับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสูงสุด (Maximize Expected Rate of Return) จาก Utility Function ของตน ซึ่งแสดงให้เห็นว่านักลงทุนเป็นบุคคลที่มีการตัดสินใจอย่างมีเหตุผล โดยนักลงทุนจะไม่ชอบความเสี่ยง ในขณะที่ต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูง

2. ฟังก์ชันอรรถประโยชน์ จะเป็นฟังก์ชันของ ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ (Expected Rate of Return)

$$U = F(R) \quad \dots\dots\dots (1)$$

โดยที่ U คือ อรรถประโยชน์ที่นักลงทุนจะได้รับ
R คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ

โดยลักษณะของฟังก์ชันอรรถประโยชน์ของนักลงทุนจะอยู่ในรูปของสมการกำลัง 2 (Quadratic) ตามลักษณะดังนี้

$$U(R) = \alpha R - \lambda R^2 \quad \dots\dots\dots (2)$$

โดยที่ α คือ สัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ
 λ คือ สัมประสิทธิ์ของ R^2

ซึ่งจากสมการที่ 2 ค่าของ λ จะเป็นค่าที่แสดงถึงระดับของพฤติกรรมของนักลงทุนที่มีต่อความเสี่ยง (Degree of risk-aversion) และการที่เครื่องหมายหน้า λ มีค่าเป็นลบ เป็นการแสดงให้เห็นว่าฟังก์ชันอรรถประโยชน์ของนักลงทุนสามารถที่จะหาค่าสูงสุดได้

3. อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง และ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ (Variance: σ^2) สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$R = \sum_{i=1}^n W_i R_i \quad \dots\dots\dots (3)$$

$$\text{Var}(R) = \sigma^2 = \sum_{i=1}^n W_i^2 \text{Var}(R_i) + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j \text{Cov}_{ij} \quad \dots\dots\dots (4)$$

โดยที่	W_i	คือ	สัดส่วนของหลักทรัพย์ที่ i
	R_i	คือ	อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากหลักทรัพย์ที่ i
	$\text{Var}(R_i)$	คือ	ความแปรปรวนของหลักทรัพย์ที่ i
	Cov_{ij}	คือ	ความแปรปรวนร่วมระหว่างหลักทรัพย์ i กับ j
	n	คือ	จำนวนหลักทรัพย์ ($i = 1, 2, 3, \dots, n$)

นอกจากนี้ยังได้มีการสมมติให้ R มีการแจกแจงแบบปกติ โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ μ และค่าความแปรปรวน เท่ากับ σ^2

จากข้อสมมติทั้งหมด ทำให้สามารถที่จะคำนวณค่าอรรถประโยชน์ที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับ (Expected Utility: $E[U(R)]$) โดยจากสมการที่ 2 สามารถคำนวณค่าอรรถประโยชน์ที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับ ได้ดังนี้

$$E[U(R)] = \alpha E(R) - \lambda E(R)^2 \quad \dots\dots\dots (5)$$

เนื่องจาก R มีการกระจายแบบปกติ ทำให้

$$E(R) = \mu \quad \dots\dots\dots (6)$$

$$E(R^2) = \sigma^2 + \mu^2 \quad \dots\dots\dots (7)$$

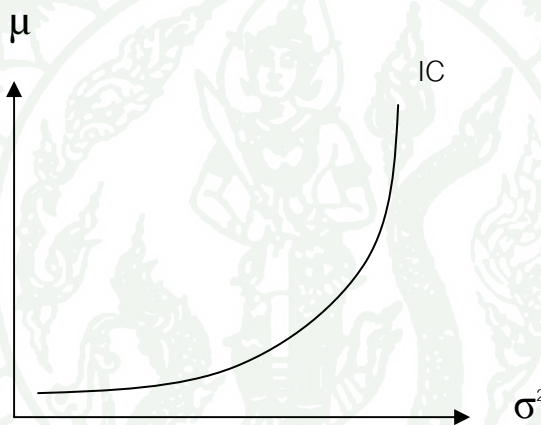
นำสมการที่ 6 และ 7 แทนค่าในสมการที่ 5 จะได้

$$E[U(R)] = \alpha \mu - \lambda (\sigma^2 + \mu^2)$$

$$E[U(R)] = \alpha \mu - \lambda \sigma^2 - \lambda \mu^2 \quad \dots\dots\dots (8)$$

จากสมการที่ 8 จะเห็นได้ว่าอรรถประโยชน์ของนักลงทุนที่คาดว่าจะได้รับ จะขึ้นอยู่กับปัจจัย 2 ตัว คือ ค่าเฉลี่ยและความแปรปรวนของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ดังนั้นนักลงทุนจะเลือกชุดของการถือหลักทรัพย์ โดยพิจารณาจาก ค่าเฉลี่ยและความแปรปรวนของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ

นอกจากนี้ จากข้อสมมติที่นักลงทุนเป็นผู้มีเหตุมีผล จึงทำให้นักลงทุนเป็นผู้ที่ไม่ชอบความเสี่ยง (Risk – averter) จะทำให้ค่าของ λ ในสมการที่ 8 ที่เป็นตัวบอกถึงระดับพฤติกรรมที่มีต่อความเสี่ยง ควรจะมีค่ามากกว่าศูนย์ ($\lambda > 0$) จะทำให้เส้นความพอใจเท่ากันของนักลงทุนมีลักษณะดังภาพที่ 3

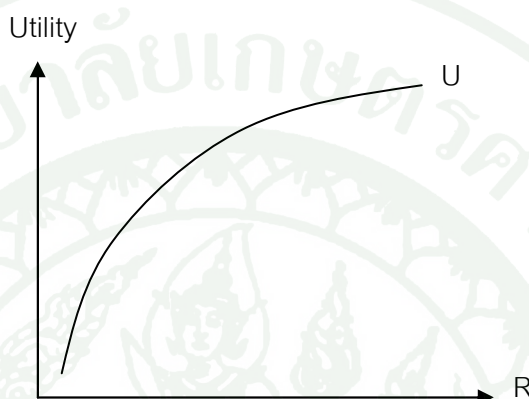


ภาพที่ 3 ลักษณะของเส้นความพอใจเท่ากันของนักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยง (Risk – averter) ที่มา: บัณฑิต ชัยวิชญชาติ (2539 อ้างถึง James Tobin, 1956)

สาเหตุที่เส้นความพอใจเท่ากันของนักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยงมีลักษณะดังภาพที่ 3 เพราะเมื่อมีความแปรปรวนเพิ่มขึ้น นักลงทุนจะต้องได้รับการชดเชยด้วยค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่มากกว่าความแปรปรวนที่เพิ่ม โดยจะเห็นได้อย่างชัดเจนจากการหาค่าอนุพันธ์ของสมการที่ 2 เทียบกับอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ซึ่งจะได้ค่าของอรรถประโยชน์ส่วนเพิ่มของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Marginal Utility of Expected Rate of Return: MU_R)

$$MU_R = dU(R)/dR = \alpha - 2\lambda R \quad \dots\dots\dots (9)$$

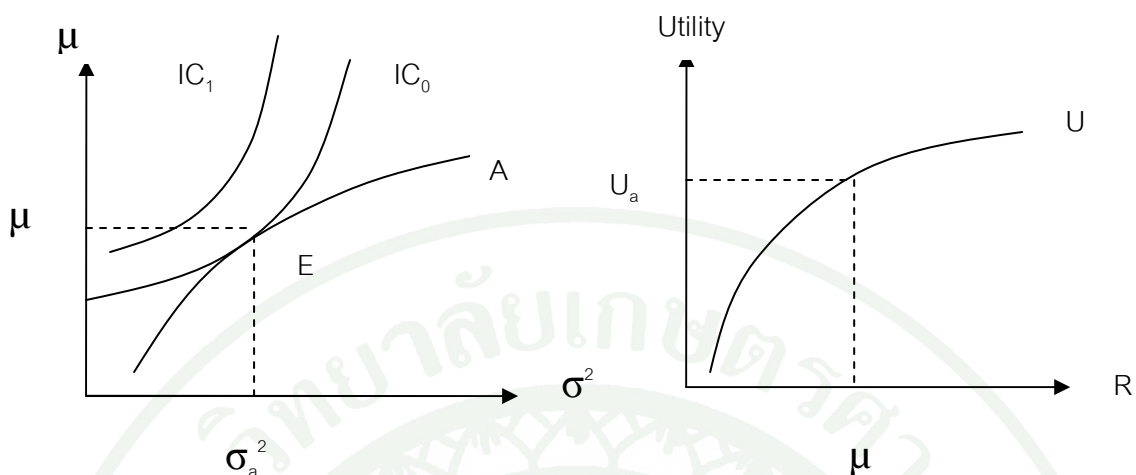
จากสมการที่ 9 จะเห็นได้ว่า เมื่ออัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับยิ่งสูงขึ้น
 อรรถประโยชน์ส่วนเพิ่มของนักลงทุนก็ยิ่งจะลดลง (Diminishing Marginal Utility of Expected
 Rate of Return) เนื่องจากในการศึกษาได้สมมติให้ค่าของ $\lambda > 0$ ซึ่งจะมีผลทำให้ฟังก์ชัน
 อรรถประโยชน์ของนักลงทุนมีลักษณะดังภาพที่ 4



ภาพที่ 4 ลักษณะของฟังก์ชันอรรถประโยชน์ของนักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยง
 (Risk – Averter: λ)

ที่มา: บัณฑิต ชัยวิชญชาติ (2539 อ้างถึง James Tobin, 1956)

เมื่อทราบถึงลักษณะของเส้นความพอใจเท่ากันและฟังก์ชันอรรถประโยชน์ของนักลงทุน
 แล้ว การเลือกถือหลักทรัพย์ที่ให้นักลงทุนได้รับความพอใจสูงสุดจะเกิดขึ้นจากจุดสัมผัส
 ระหว่างเส้นอรรถประโยชน์ของนักลงทุนกับ Efficient Frontier โดย Efficient Frontier คือ เส้นที่
 แสดงค่าของค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง และความแปรปรวน ที่ทำให้ชุดการเลือกถือ
 หลักทรัพย์ของนักลงทุน เป็นชุดของการเลือกถือหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ (เส้น A ในภาพที่ 5)
 โดยจุดที่นักลงทุนจะได้รับความพอใจสูงสุด ที่จุด E ในภาพที่ 5 จะทำให้นักลงทุนเลือกชุดการถือ
 หลักทรัพย์ที่ให้ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่คาดหวังเท่ากับ μ_u และค่าความแปรปรวนเท่ากับ σ_u^2 โดย
 จากค่าที่ได้นี้ทำให้นักลงทุนได้รับอรรถประโยชน์เท่ากับ U_u



ภาพที่ 5 แสดงค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ค่าความแปรปรวน และ
 อรรถประโยชน์ที่ทำให้นักลงทุนได้รับความพึงพอใจสูงสุด
 ที่มา: บัณฑิต ชัยวิชญชาติ (2539 อ้างถึง James Tobin, 1956)

จากที่กล่าวมาจะเป็นการเลือกชุดของการถือหลักทรัพย์ที่เหมาะสมภายในประเทศ ส่วนใน
 การวิเคราะห์การเลือกถือหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (Internal Diversification of Investment
 Portfolios) ก็จะมีลักษณะใกล้เคียงกัน โดยอาศัยหลักเดียวกัน คือ พยายามกระจายการถือหลักทรัพย์
 ไปในหลายประเทศ เพื่อที่จะลดความเสี่ยงจากการถือหลักทรัพย์ลง ซึ่งจากการศึกษาของ
 Markowitz ได้แสดงให้เห็นว่า การกระจายการถือหลักทรัพย์ระหว่างประเทศสามารถเพิ่มอัตรา
 ผลตอบแทนและลดความเสี่ยงจากการลงทุนได้จริง โดยในการคำนวณหาค่าเฉลี่ยของอัตรา
 ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ (Mean of Rate of Returns) และค่าความแปรปรวน (Variance)
 สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$R_i(t) = [P_i(t) - P_i(t-1)] / P_i(t-1) \dots\dots\dots (10)$$

โดยที่ $P_i(t)$ คือ มูลค่าของหลักทรัพย์ในประเทศที่ i ในปีที่ t
 $R_i(t)$ คือ อัตราผลตอบแทนในประเทศที่ i ในปีที่ t

โดยในการคำนวณค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจะคำนวณจากค่าเฉลี่ย
 เลขคณิต ดังนี้

$$R_i(t) = 1 / N \left[\sum_{i=1}^n r_i(t) \right] \dots\dots\dots (11)$$

โดยที่ N คือ จำนวนปีที่ลงทุน
 $r_i(t)$ คือ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนในปีที่ i

และค่าความแปรปรวนของประเทศที่ i สามารถคำนวณได้จาก

$$\text{Var}(R_i) = \sigma_i^2 = 1 / N \left\{ \sum_{i=1}^n [r_i(t) - R_i]^2 \right\} \dots\dots\dots (12)$$

โดยที่ $\text{Var}(R_i)$ คือ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในประเทศที่ i
 σ_i^2 คือ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในประเทศที่ i

โดยในการวิเคราะห์หาผลประโยชน์ที่จะได้รับจากการกระจายการถือหลักทรัพย์ จะเริ่มจากการคำนวณหาชุดของการถือหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ (Set of Efficient Portfolios) ซึ่งจะเป็นการพยายามหาชุดของการถือหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ เพื่อให้ได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงสุดภายใต้อัตราผลตอบแทนที่จะได้รับค่าหนึ่ง (Maximize Variance given the Rate of Return) โดยเส้นที่แสดงถึงชุดของการถือหลักทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพที่เรียกว่า Efficient Frontier สามารถหาโดย สมมติให้ X_i แทนชุดของการถือหลักทรัพย์ที่ให้ค่าความแปรปรวนต่ำที่สุดภายใต้อัตราผลตอบแทนที่คงที่ค่าหนึ่ง ในการคำนวณจะเริ่มจากการหาค่าต่ำสุดของสมการ ดังนี้

$$C = \underline{X}' \Sigma X \dots\dots\dots (13)$$

ภายใต้เงื่อนไข $X_i \geq 0 \dots\dots\dots (14)$

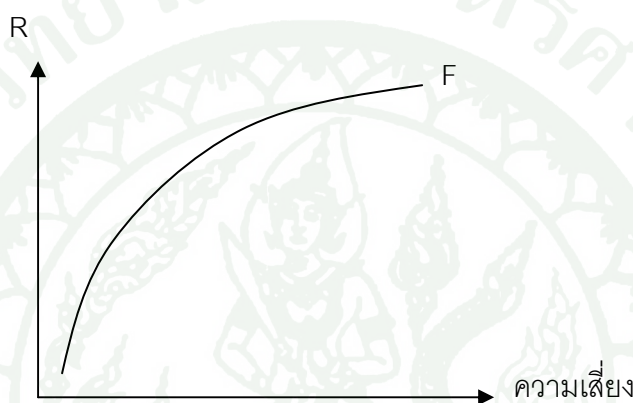
$$\underline{X}' R = E \dots\dots\dots (15)$$

$$\underline{X}' 1 = 100 \dots\dots\dots (16)$$

โดยที่ C คือ ค่าความแปรปรวน
 \underline{X} คือ สัดส่วนของการถือหลักทรัพย์ที่ลงทุนในประเทศที่ i

Σ คือ Variance – Covariance Matrix ของอัตราผลตอบแทน
 R คือ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในประเทศที่ i

จากสมการที่ 15 เป็นสมการที่แสดงถึงผลตอบแทนที่ได้รับจากการเลือกถือหลักทรัพย์ตาม X_i และสมการที่ 16 เป็นเงื่อนไขที่แสดงให้เห็นว่า สัดส่วนของการเลือกถือหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศรวมแล้วมีค่าเท่ากับ 100 โดย Efficient Frontier (F) ที่คำนวณได้จะมีลักษณะดังภาพที่ 6

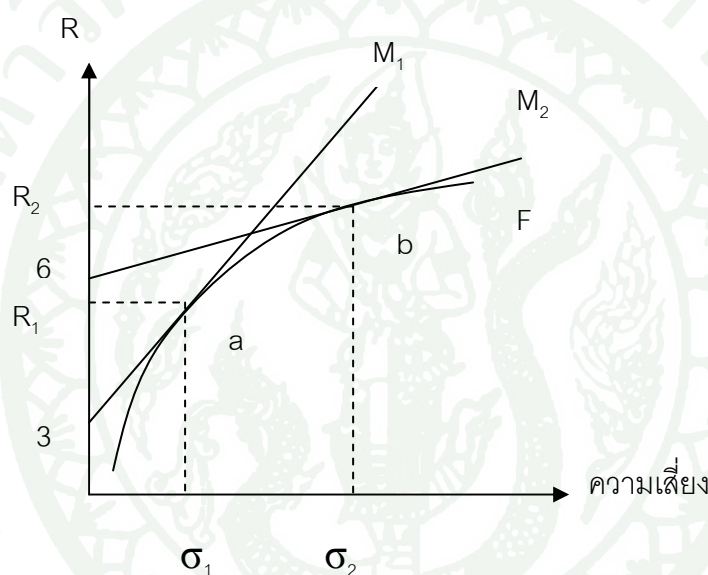


ภาพที่ 6 แสดงลักษณะของ Efficient Frontier

ที่มา: บัณฑิต ชัยวิชญชาติ (2539 อ้างถึง James Tobin, 1956)

เนื่องจาก Efficient Frontier เพียงลำพัง ยังไม่สามารถที่จะระบุได้ว่า จะเลือกจุดใดในการลงทุน ดังนั้นในการเลือกชุดของการถือหลักทรัพย์จึงต้องอาศัย Market Opportunity Line ประกอบ จึงจะสามารถหาชุดการถือหลักทรัพย์ที่เหมาะสม ซึ่งแสดงโดยเส้น M_1 และ M_2 ในภาพที่ 7 จากรูป M_1 เป็น Market Opportunity Line ณ ระดับผลตอบแทนเท่ากับร้อยละ 3 หมายความว่า ถ้านักลงทุนไม่นำเงินที่มีอยู่ไปลงทุนในลักษณะที่ไม่มีความเสี่ยง จะได้รับผลตอบแทนเท่ากับร้อยละ 3 เช่น การนำเงินไปฝากธนาคาร หรือ การซื้อพันธบัตรรัฐบาล เป็นต้น แสดงว่า Market Opportunity Line จะเป็นเส้นที่แสดงให้เห็นถึงการชดเชยระหว่างผลตอบแทนที่สูงขึ้น กับความเสี่ยงจากการลงทุนที่สูงขึ้น ซึ่งเป็นการแสดงความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับกับความเสี่ยง เป็นผลทำให้ Market Opportunity Line มีค่าความชันเป็นบวก โดยค่าความชันจะขึ้นอยู่กับพฤติกรรมของนักลงทุนที่มีต่อความเสี่ยง ในขณะที่ M_2 เป็น Market Opportunity Line ณ ระดับอัตราผลตอบแทนเท่ากับร้อยละ 6

ในการหาชุดของการถือถือหลักทรัพย์ที่เหมาะสมในภาพที่ 7 จุดที่มีการถือถือหลักทรัพย์อย่างเหมาะสมคือ จุดสัมผัสระหว่าง Efficient Frontier กับ Market Opportunity Line เช่น ณ ระดับผลตอบแทนเท่ากับร้อยละ 3 ชุดการถือถือหลักทรัพย์ที่เหมาะสมคือ จุด a โดยที่นักลงทุนจะได้รับค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเท่ากับ R_1 และมีความเสี่ยง (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) เท่ากับ σ_1 หรือ ณ ระดับผลตอบแทนเท่ากับร้อยละ 6 ชุดการถือถือหลักทรัพย์ที่เหมาะสมคือจุด b โดยที่นักลงทุนจะได้รับค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเท่ากับ R_2 และมีความเสี่ยง (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) เท่ากับ σ_2



ภาพที่ 7 แสดงการเลือกการกระจายการถือถือหลักทรัพย์อย่างเหมาะสม

ที่มา: บัณฑิต ชัยวิชญชาติ (2539 อ้างถึง James Tobin, 1956)

จากวิธีการหาชุดของการถือถือหลักทรัพย์ที่เหมาะสม ทั้งการเลือกหลักทรัพย์ภายในประเทศ และการถือถือหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ จะเห็นได้ว่าปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการเลือกชุดของการถือถือหลักทรัพย์ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ และค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ที่เป็นค่าที่บอกถึงความเสี่ยงในการลงทุน นอกจากนี้ปัจจัยที่สำคัญอีกตัวหนึ่งคือ พฤติกรรมของนักลงทุนที่มีต่อความเสี่ยง เพราะการเปลี่ยนแปลงของนักลงทุนที่มีต่อความเสี่ยง จะทำให้ลักษณะของเส้นความพอใจเท่ากัน และ ฟังก์ชันอรรถประโยชน์ของนักลงทุนเปลี่ยนแปลงไป รวมถึง ค่าความชันของ Market Opportunity Line ก็จะมีการเปลี่ยนแปลงด้วย

เช่นกัน ซึ่งผลของการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยต่างๆ เหล่านี้จะมีผลทำให้ชุดของการเลือกถือหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป (บัณฑิต ชัยวิชญชาติ, 2539 อ้างถึง James Tobin, 1956)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การตรวจเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในครั้งนี้ เป็นการตรวจเอกสารงานวิจัยเกี่ยวกับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งแบ่งตามวิธีการศึกษาได้ดังนี้

การศึกษาปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยการประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS)

จินตนา ตั้งพัฒนกิจ (2538) ได้ทำการศึกษาผลกระทบของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศที่มีต่อการไหลเข้าของเงินทุนภาคเอกชนจากต่างประเทศประเภทต่างๆ ได้แก่ เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ เงินกู้ยืมจากต่างประเทศ และบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานอยู่นอกประเทศ ในส่วนของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศใช้อัตราดอกเบี้ยของประเทศสหรัฐฯ เป็นตัวแทนของประเทศอื่นๆ ในโลก โดยทำการศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2529 ถึงปี พ.ศ.2537 ใช้ข้อมูลเป็นรายไตรมาส ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์โดยอาศัยแบบจำลองสมการถดถอยเชิงซ้อน (Linear Multiple Regression Model) และประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS)

ผลการศึกษาพบว่าส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยไทยและสหรัฐฯ มีความสัมพันธ์กับเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ เงินกู้ยืมจากต่างประเทศ และบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานอยู่นอกประเทศ ในทิศทางเดียวกัน

วัชรินทร์ มิ่งขวัญรุ่งเรือง (2540) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่กำหนดการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งประเภทตราสารหนี้และตราสารทุน จากต่างประเทศในประเทศไทยในช่วงไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ. 2535 ถึง ไตรมาสที่ 3 ของปี พ.ศ. 2539 โดยใช้ข้อมูลเป็นรายไตรมาส และได้แยกการศึกษาออกเป็น 4 ประเด็น คือ

1. ปัจจัยที่มีผลต่อเงินทุนไหลเข้าที่มาลงทุนในหลักทรัพย์

2. ปัจจัยที่มีผลต่อเงินทุนไหลออกจากการลงทุนในหลักทรัพย์
3. ปัจจัยที่มีผลต่อเงินทุนไหลเข้าสู่สิทธิที่มาลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้
4. ปัจจัยที่มีผลต่อเงินทุนไหลเข้าสู่สิทธิที่มาลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทตราสารทุน

ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อเงินทุนไหลเข้าสู่สิทธิที่มาลงทุนในหลักทรัพย์ประเภททุน (Equity Securities) ได้ทำการศึกษาโดยใช้แบบจำลองสมการถดถอยเชิงซ้อนและประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ในการศึกษาได้อาศัยทฤษฎี การลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ ทฤษฎีความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ ทฤษฎีเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยน ทฤษฎีความยืดหยุ่น แนวคิดการวิเคราะห์เศรษฐกิจ และแนวคิดการลงทุนในหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ มาสร้างแบบจำลองเพื่อทดสอบหาความสัมพันธ์

จากการศึกษาพบว่าดัชนีราคาหลักทรัพย์ของไทย ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของไทย ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ อัตราเงินปันผลตอบแทน การไหลเข้าของเงินทุนในหลักทรัพย์ประเภททุนจากต่างประเทศในไตรมาสก่อน เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการไหลเข้าของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ประเภททุนจากต่างประเทศ

ณรงค์ ชวนใช้ (2540) ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการไหลของเงินทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ.2535 – 2539 ใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน โดยแยกการศึกษาออกเป็น 2 ส่วนคือ การศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยภายในประเทศที่มีผลต่อการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ การศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยต่างประเทศที่มีผลต่อการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการไหลของเงินทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ทำการศึกษาโดยอิงตามแนวคิดปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ โดยอาศัยการวิเคราะห์แบบจำลองสมการถดถอยเชิงซ้อนด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด และได้กำหนดแบบจำลองในการศึกษาออกเป็น 3 ส่วนคือ

1. แบบจำลองปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการลงทุนรวมหรือมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. แบบจำลองปัจจัยที่มีผลกระทบต่อกรไหลเข้าของเงินทุนหรือมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. แบบจำลองปัจจัยที่มีผลกระทบต่อกรไหลออกของเงินทุนหรือมูลค่าการขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศ และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศ ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ไทย อัตราส่วนราคาปิดต่อผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ไทย อัตราเงินปันผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ไทย ค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ ดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจน และวิกฤตการณ์สงครามและภัยธรรมชาติ ในขณะที่ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่าการขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศ ได้แก่ ดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ ค่าเงินเยนต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ราคาน้ำมันในตลาดโลก ดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจน ดัชนีนิเคอิ และวิกฤตการณ์สงครามและภัยธรรมชาติ

จิราพร อนันต์มนตรีโชค (2542) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่กำหนดปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิภาคเอกชนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2533 ถึงปี พ.ศ.2541 ใช้ข้อมูลเป็นรายไตรมาส ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาโดยใช้แบบจำลองสมการถดถอยเชิงซ้อน (Linear Multiple Regression Model) และประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) ในการศึกษาได้อาศัยทฤษฎี Portfolio Adjustment และ ทฤษฎี Short – Term Portfolio Investment มาสร้างแบบจำลองเพื่อทดสอบหาปัจจัยที่กำหนดปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิภาคเอกชนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการลงทุนสุทธิในหลักทรัพย์คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ดัชนีราคาผู้บริโภค ค่า

ประกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และสัดส่วนระหว่างความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก

จริยา จิวภิบาลธนากิจ (2546) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ.2540 ถึงไตรมาสที่ 4 ของปี พ.ศ. 2544 โดยใช้ข้อมูลเป็นรายไตรมาสมาวิเคราะห์โดยใช้สมการถดถอยเชิงซ้อนและประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) เพื่อหาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาในครั้งนี้ได้อิงตามทฤษฎี การเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศ (Theory of International Capital Movement) และแนวคิดการเลือกถือกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio Selection Approach) มากำหนดตัวแปรในแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

ผลการศึกษา พบว่า ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศ และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ

การศึกษาปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้วิธี Co-Integration

บัณฑิต ชัยวิชญชาติ (2539) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเดือน มกราคม ปี พ.ศ.2533 ถึง มิถุนายน ปี พ.ศ.2539 ใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน โดยสร้างแบบจำลองโดยอาศัยทฤษฎี Portfolio Adjustment และแนวคิด International Portfolio Diversification และปัจจัยอื่นๆที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้วิธี Co-Integration เพื่อทดสอบหาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว

ผลการศึกษาพบว่าดัชนีราคาผู้บริโภค ค่าประกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิ (P/E Ratio) ดัชนีราคาหลักทรัพย์ดาวนโจน ส่วนต่างของอัตราอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ สัดส่วนระหว่างความเสี่ยงของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก และดัชนีการลงทุนภาคอุตสาหกรรมของ

เอกชน มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงมูลค่าการลงทุนสุทธิจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ยกเว้นดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงมูลค่าการลงทุนสุทธิจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากการตรวจสอบเอกสารพบว่างานวิจัยเกี่ยวกับการลงทุนจากต่างประเทศมักจะศึกษาปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วยวิธีต่างๆ คือ วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) และ Co-Integration ซึ่งวิธีดังกล่าวสามารถให้ผลตรงตามวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาได้ แต่การศึกษาในครั้งนี้เป็นการศึกษาปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และปัจจัยที่กำหนดความผันผวนของการลงทุนจากต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไปพร้อมๆกัน วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) และ Co-Integration จึงไม่สามารถให้ผลตรงตามวัตถุประสงค์ที่ศึกษาในครั้งนี้ได้

ในการศึกษาครั้งนี้จึงใช้แบบจำลอง GARCH-M และประมาณค่าด้วย Maximum Likelihood Estimator Method, MLE ซึ่งแบบจำลอง GARCH-M สามารถบอกได้ว่าปัจจัยใดที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เช่นเดียวกับ วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) และ Co-Integration แต่แบบจำลอง GARCH-M ยังสามารถบอกได้ว่าปัจจัยใดเป็นปัจจัยที่กำหนดความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศนั้นมีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์อย่างไรและขนาดเท่าใด อีกทั้งยังสามารถปรับประสิทธิภาพที่สูญเสียไปเนื่องจากปัญหาความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนที่ต่างกันในการสมการปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอีกด้วย

แม้ว่าการตรวจสอบเอกสารในครั้งนี้ทั้งหมดนั้นเป็นการศึกษาปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วยวิธีต่างๆ ซึ่งวิธีดังกล่าวไม่สามารถให้คำตอบที่ตรงตามวัตถุประสงค์ของการศึกษาในครั้งนี้ได้ แต่จากการตรวจเอกสารดังกล่าวสามารถนำตัวแปรต่างๆที่มีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มาใช้เป็นส่วนหนึ่งของตัวแปรในแบบจำลองของการศึกษาในครั้งนี้ได้

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

วัตถุประสงค์ของการศึกษาในครั้งนี้มีด้วยกัน 2 วัตถุประสงค์คือ เพื่อศึกษาปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเพื่อทดสอบว่าการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองและการกำหนดมาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นสาเหตุของความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ สามารถสร้างแบบจำลองได้ดังนี้

ในการสร้างแบบจำลองในการศึกษาเพื่อศึกษาปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในครั้งนี้ ได้ใช้ทฤษฎี Portfolio Adjustment ซึ่งกล่าวถึง การกระจายการถือหลักทรัพย์ที่ทำให้นักลงทุนเกิดความพอใจสูงสุดโดยพิจารณาจาก ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับและค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ การศึกษาในครั้งนี้ได้กำหนดตัวแปรที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามทฤษฎี Portfolio Adjustment ได้ดังนี้

อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (RTS) เป็นตัวแทนของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และใช้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (RTN) เป็นตัวแทนของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นๆทั่วโลก โดยคำนวณได้จากสูตรดังนี้

$$RTS_t = [(X_t - X_{t-1}) / X_{t-1}] * 100$$

$$RTN_t = [(Y_t - Y_{t-1}) / Y_{t-1}] * 100$$

โดยที่	X_t	คือ	ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t
	X_{t-1}	คือ	ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t-1
	Y_t	คือ	ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ณ เวลา t
	Y_{t-1}	คือ	ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก

ณ เวลา t-1

สัดส่วนระหว่างความแปรปรวนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (PRISK) จะคำนวณมาจากค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหารด้วยค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก โดยความแปรปรวนของผลตอบแทนจากการลงทุนสามารถคำนวณได้จากสูตรดังนี้

$$\sigma^2 = \frac{\sum (R - \bar{R})^2}{n}$$

โดยที่ R คือ ผลตอบแทนรายเดือน
 \bar{R} คือ ผลตอบแทนเฉลี่ยตลอดหนึ่งปี
 n คือ จำนวนเดือนในหนึ่งปี

สาเหตุที่เลือกใช้ตลาดหลักทรัพย์แห่งนิวยอร์กเป็นตัวแทนของตลาดหลักทรัพย์อื่นทั่วโลก เนื่องจากเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในโลก สามารถที่จะใช้เป็นตัวแทนของตลาดหลักทรัพย์อื่นๆทั่วโลกได้เป็นอย่างดี

จากที่กล่าวมาข้างต้นสามารถที่จะเขียนความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$NPFI_t = f(RTS_t, RTN_t, PRISK_t)$$

โดยที่ NPFI คือ การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ล้านบาท)
 RTS คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ร้อยละ)
 RTN คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (ร้อยละ)
 PRISK คือ สัดส่วนระหว่างความแปรปรวนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (ร้อยละ)

นอกจากนี้ในการศึกษาในครั้งนี่ยังได้เพิ่มตัวแปรที่คาดว่าจะมีผลต่อการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Market P/E Ratio: PE) เป็นค่าที่แสดงถึงผลตอบแทนอีกรูปแบบหนึ่งของนักลงทุนจากต่างประเทศควรจะคำนึงถึงก่อนการตัดสินใจที่จะลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยค่า PE จะคำนวณจากสูตรดังนี้

$$PE = \frac{\text{มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของหุ้นสามัญ}}{\text{กำไรสุทธิ 12 เดือนล่าสุดของหุ้นสามัญ}}$$

จากงานวิจัยของ บัณฑิต ชัยวิชญชาติ (2539) และ ณรงค์ ชวนใช้ (2540) ที่ยืนยันว่าอัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นมีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นหากเกิดการเปลี่ยนแปลงขึ้นในตัว PE ย่อมส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การคาดหวังเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อ เป็นตัวแปรที่ปรับผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินให้กลายเป็นผลตอบแทนที่แท้จริง โดยเมื่ออัตราเงินเฟ้อสูงขึ้นจะทำให้ผลตอบแทนที่แท้จริงลดลง ทำให้นักลงทุนต่างชาติถอนเงินลงทุนออกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากงานวิจัยของ บัณฑิต ชัยวิชญชาติ (2539) ณรงค์ ชวนใช้ (2540) และ จิราพร จิวาภิบาลธนากิจ (2542) ที่ยืนยันว่า การคาดหวังเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อนั้นมีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นหากเกิดความเปลี่ยนแปลงขึ้นในการคาดหวังเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อ ย่อมส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการคาดหวังเกี่ยวกับเงินเฟ้อที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้จะใช้ค่าของดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index: CPI) เป็นตัวแปรที่แสดงถึงความคาดหวังเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อในประเทศ

อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา) จากงานวิจัยของ วัชรินทร์ มิ่งขวัญรุ่งเรือง (2540) และ ณรงค์ ชวนใช้ (2540) ที่ยืนยันว่า อัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา

ต่างประเทศ (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา) นั้นมีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นหากเกิดการเปลี่ยนแปลงขึ้นในอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา) ย่อมส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาในครั้งนี้จึงนำตัวแปรดังกล่าวมาใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศไทย จากงานวิจัยของ จิราพร อนันต์มนตรีโชค (2542) และบัณฑิต ชัยวิษณุชาติ (2539) ที่ยืนยันว่า อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจนั้นมีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นหากเกิดการเปลี่ยนแปลงขึ้นในอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศไทย ย่อมส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาในครั้งนี้จึงใช้อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศไทยมาใช้อธิบายการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทั่วไปความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจนั้นสะท้อนโดยอัตราการเจริญเติบโตของรายได้ประชาชาติ แต่เนื่องจากข้อมูลรายได้ประชาชาติอยู่ในลักษณะที่เป็นข้อมูลรายปี ในการศึกษาในครั้งนี้จึงจำเป็นต้องใช้เครื่องชี้ภาวะทางเศรษฐกิจอื่นๆที่สะท้อนให้เห็นถึงอัตราการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ การศึกษาในครั้งนี้ใช้ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนเป็นตัวแทน เนื่องจากภาวะการลงทุนของภาคเอกชนจะเกิดจากการตัดสินใจของนักลงทุนที่ทราบถึงสภาพและแนวโน้มของเศรษฐกิจภายในประเทศไทยเป็นอย่างดี

ราคาน้ำมันในตลาดโลก จากงานวิจัยของ ณรงค์ ชวนใจ (2540) ที่ยืนยันว่า ราคาน้ำมันในตลาดโลก นั้นมีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาในครั้งนี้จึงนำตัวแปรดังกล่าวมาใช้อธิบายการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ จากงานวิจัยของ จินตนา ตั้งพัฒนกิจ (2538), บัณฑิต ชัยวิษณุชาติ (2539), วัชรินทร์ มิ่งขวัญรุ่งเรือง (2540), ณรงค์ ชวนใจ (2540) และจริยา จิวภิบาลธนากิจ (2546) ที่ยืนยันว่าส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ นั้นมีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาในครั้งนี้จะใช้อัตราผู้ยืมระหว่างธนาคาร (Interbank Rate) ของประเทศไทยกับประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นตัวแทนในการคำนวณส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศ

เนื่องจากอัตราผู้ยืมระหว่างธนาคารมีการเปลี่ยนแปลงรวดเร็วและมีการปรับตัวตอบสนองต่อภาวะการณ์ทางการเงินได้เป็นอย่างดี ดังนั้นการใช้อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารจึงสะท้อนถึงภาวะดอกเบี้ยได้เป็นอย่างดี มาใช้อธิบายการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากที่กล่าวมาข้างต้น การศึกษาในครั้งนี้สามารถกำหนดตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค ต่างๆ ทั้งภายในและภายนอกประเทศที่มีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ดังนี้

$$NPFI_t = f(RTS_t, RTN_t, PRISK_t, PE_t, CPI_t, FER_t, PII_t, OIL_t, IRD_t)$$

สามารถเขียนเป็นแบบจำลองในรูปของสมการพหุคูณเชิงซ้อน(Multiple Linear Regression Model) ได้ดังนี้

$$NPFI_t = \alpha_0 + \beta_1 RTS_t + \beta_2 RTN_t + \beta_3 PRISK_t + \beta_4 PE_t + \beta_5 CPI_t + \beta_6 FER_t + \beta_7 PII_t + \beta_8 OIL_t + \beta_9 IRD_t + \varepsilon_t \quad \dots\dots\dots (17)$$

โดยที่	NPFI	คือ	การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ล้านบาท)
	α_0	คือ	ค่าสัมประสิทธิ์ของค่าคงที่
	β_1, \dots, β_9	คือ	ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ
	RTS	คือ	อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ร้อยละ)
	RTN	คือ	อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (ร้อยละ)
	PRISK	คือ	สัดส่วนระหว่างความแปรปรวนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (ร้อยละ)
	PE	คือ	อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
	CPI	คือ	ดัชนีราคาผู้บริโภค

FER	คือ	อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา)
PII	คือ	ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน
OIL	คือ	ราคาน้ำมันในตลาดโลก
IRD	คือ	ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศ
ε_t	คือ	ค่าความคลาดเคลื่อนเชิงสุ่ม (Error Term) ซึ่งเป็นค่าที่แสดงว่า ค่าตัวแปรตามที่ได้ต่างจากเส้นถดถอยที่แท้จริงเท่าไร

การศึกษานี้ใช้ GARCH-in-Mean (GARCH-M) Model เพื่อปรับประสิทธิภาพที่สูญเสียไปเนื่องจากปัญหาความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนที่ต่างกันและผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรหุ่นเพื่ออธิบายความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มเติม

การเปลี่ยนแปลงทางการเมือง (ช่วงเวลาที่รัฐบาลที่ไม่ได้มาจากการเลือกตั้ง) กล่าวคือ ในช่วงที่ประเทศไทยไม่มีรัฐบาลที่มาจาก การเลือกตั้งและการมีรัฐบาลที่มาจาก การเลือกตั้งนั้น ส่งผลต่อความมั่นใจของนักลงทุนต่างประเทศที่แตกต่างกัน โดย Dummy variable มีค่าเท่ากับ 1 ในช่วงที่มีรัฐบาลที่ไม่ได้มาจากการเลือกตั้ง และมีค่าเท่ากับ 0 ในช่วงเวลาที่มีรัฐบาลที่มาจาก การเลือกตั้ง โดยช่วงเวลาที่ไม่มีรัฐบาลมาจากการเลือกตั้งนั้นคือช่วงตั้งแต่วันที่ 19 กันยายน พ.ศ. 2549 จนถึงวันที่ 29 มกราคม พ.ศ. 2551

การประกาศใช้มาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทยทำให้นักลงทุนต่างประเทศที่จะนำเงินเข้ามาลงทุนในประเทศไทยขาดความคล่องตัวในการลงทุน การประกาศใช้ มาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทยส่งผลโดยตรงต่อการลงทุนจาก ต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดย Dummy variable มีค่าเท่ากับ 1 ในช่วงที่มี การประกาศใช้กฎระเบียบ และมีค่าเท่ากับ 0 ในช่วงเวลาที่ไม่มี การประกาศใช้กฎระเบียบ โดย ช่วงเวลาที่ประกาศใช้มาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทยคือช่วงตั้งแต ่ วันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2549 จนถึงวันที่ 29 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2551

จากที่กล่าวมาข้างต้นสามารถสร้างแบบจำลอง GARCH-in-Mean (GARCH-M) เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสาเหตุของความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ดังนี้

$$\text{NPFI}_t = \alpha_0 + \beta_1 \text{RTS}_t + \beta_2 \text{RTN}_t + \beta_3 \text{PRISK}_t + \beta_4 \text{PE}_t + \beta_5 \text{CPI}_t + \beta_6 \text{FER}_t + \beta_7 \text{PII}_t + \beta_8 \text{OIL}_t + \beta_9 \text{IRD}_t + \beta_{10} \sigma_t^2 + \varepsilon_t \quad \dots (18)$$

โดยที่ $\sigma_t^2 = \alpha_1 + \beta_{11} \varepsilon_{t-n}^2 + \beta_{12} \sigma_{t-n}^2 + \beta_{13} \text{POL}_t + \beta_{14} \text{FIN}_t \quad \dots (19)$

NPFI คือ การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย(ล้านบาท)

α_0, α_1 คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของค่าคงที่

$\beta_1, \dots, \beta_{14}$ คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ

RTS คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ร้อยละ)

RTN คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (ร้อยละ)

PRISK คือ สัดส่วนระหว่างความแปรปรวนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (ร้อยละ)

PE คือ อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

CPI คือ ดัชนีราคาผู้บริโภค

FER คือ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา)

PII คือ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน

OIL คือ ราคาน้ำมันในตลาดโลก

IRD คือ ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศ

σ^2 คือ Conditional Variance

ε คือ ค่าความคลาดเคลื่อนเชิงสุ่ม (Error Term) ซึ่งเป็นค่าที่แสดงว่า

		ค่าตัวแปรตามที่ได้ต่างจากเส้นถดถอยที่แท้จริงเท่าไร
ε_{t-n}^2	คือ	ค่าความแปรปรวนของคลาดเคลื่อนในอดีต (ARCH TERM)
σ_{t-n}^2	คือ	ค่าความแปรปรวนในอดีต (GARCH TERM)
POL	คือ	ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ที่แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง
FIN	คือ	ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ที่แสดงถึงการประกาศใช้กฎระเบียบกันสำรองร้อยละ 30 ของประเทศไทย

สมมติฐานของแบบจำลอง

1. อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก และสัดส่วนระหว่างความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก

จากทฤษฎี Portfolio Adjustment สามารถตั้งสมมติฐานได้ดังนี้ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะมีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางเดียวกัน และอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก จะมีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางตรงกันข้าม ในส่วนของสัดส่วนระหว่างความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก มีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางตรงกันข้าม

$$\frac{\partial NFPI}{\partial RTS} > 0, \frac{\partial NFPI}{\partial RTN} < 0, \frac{\partial NFPI}{\partial PRISK} < 0$$

2. อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิ

อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิเป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนคำนึงถึงก่อนการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแสดงถึงความถูกหรือแพงของหุ้น โดยค่า P/E Ratio จะมีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางตรงกันข้าม หากค่า P/E Ratio มีระดับต่ำกว่าหมายความว่าราคาของหุ้นอยู่ในระดับต่ำกว่าเมื่อเทียบ

กับ P/E Ratio ในระดับที่สูงกว่า ซึ่งหาก P/E Ratio มีระดับลดต่ำลงให้นักลงทุนจากต่างประเทศหันมาซื้อหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น เพราะนักลงทุนพยายามที่จะเลือกซื้อหลักทรัพย์ในเวลาที่เราถูกเพื่อเก็งกำไรจากราคาหลักทรัพย์ ในทางตรงกันข้ามหากค่า P/E Ratio สูงขึ้น นักลงทุนจากต่างประเทศจะเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดลง เพราะนักลงทุนย่อมต้องการแสวงหาผลตอบแทนที่สูงที่สุด

สามารถตั้งสมมติฐานได้ดังนี้ อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิ จะมีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางตรงกันข้าม

$$\frac{\partial NFPI}{\partial PE} < 0$$

3. การคาดหวังเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อ (Expected of inflation)

อัตราเงินเฟ้อเป็นตัวปรับผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินให้กลายเป็นผลตอบแทนที่แท้จริง โดยเมื่ออัตราเงินเฟ้อเพิ่มจะส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงลดลงทำให้นักลงทุนจากต่างประเทศถอนเงินลงทุนออกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาในครั้งนี้ใช้ดัชนีราคาผู้บริโภค เป็นตัวแปรที่แสดงถึงการคาดหวังเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อ

สามารถตั้งสมมติฐานได้ดังนี้ ดัชนีราคาผู้บริโภค จะมีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางตรงกันข้าม

$$\frac{\partial NFPI}{\partial CPI} < 0$$

4. อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา)

ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเพิ่มขึ้นแสดงว่าค่าเงินบาทลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินต่างประเทศ ทำให้ผลตอบแทนที่ชาวต่างประเทศได้รับจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อคิดเป็นเงินตราต่างประเทศลดลง ส่งผลให้นักลงทุนต่างประเทศถอนการลงทุน

จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้ปริมาณเงินทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดลง

สามารถตั้งสมมติฐานได้ดังนี้ .อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา) จะมีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางตรงกันข้าม

$$\frac{\partial NFPI}{\partial FER} < 0$$

5. ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน

นอกจากอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงแล้ว ปัจจัยที่สำคัญในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์อีกประการหนึ่งคืออัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจซึ่งโดยทั่วไปจะใช้อัตราการเจริญเติบโตของรายได้ประชาชาติเป็นตัวแทน แต่เนื่องจากข้อมูลรายได้ประชาชาติอยู่ในลักษณะที่เป็นข้อมูลรายปี การศึกษาในครั้งนี้ใช้ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนเป็นตัวแทน เพราะภาวะการลงทุนของภาคเอกชนจะเกิดจากการตัดสินใจของนักลงทุนที่ทราบถึงสภาพและแนวโน้มของเศรษฐกิจภายในประเทศได้เป็นอย่างดี

สามารถตั้งสมมติฐานได้ดังนี้ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนจะมีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางเดียวกัน

$$\frac{\partial NFPI}{\partial PII} > 0$$

6. ราคาน้ำมันในตลาดโลก

เมื่อราคาน้ำมันในตลาดโลกสูงขึ้นจะทำให้ต้นทุนของบริษัทเพิ่มขึ้น ทำให้กำไรของบริษัทลดลง และในที่สุดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกโดยรวมจะลดลงรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วย ทำให้นักลงทุนจะหันไปถือครองสินทรัพย์อื่นที่มีผลตอบแทนสูงกว่าแทนการถือครองหลักทรัพย์

สามารถตั้งสมมติฐานได้ดังนี้ ราคาน้ำมันในตลาดโลกจะมีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางตรงกันข้าม

$$\frac{\partial NFPI}{\partial OIL} < 0$$

7. ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศ

ถ้าส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศเพิ่มขึ้นแสดงว่าอัตราผลตอบแทนของเงินทุนในประเทศไทยสูงขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับต่างประเทศ ทำให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศเข้ามาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้น

สามารถตั้งสมมติฐานได้ดังนี้ ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศจะมีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางเดียวกัน

$$\frac{\partial NFPI}{\partial IRD} > 0$$

8. การเปลี่ยนแปลงทางการเมือง

การเปลี่ยนแปลงทางการเมืองจะมีผลกระทบทางจิตวิทยา ส่งผลต่อความมั่นใจในการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติทำให้เกิดการชลอการลงทุนลง หรือถอนเงินออก เพื่อลงทุนในรูปแบบอื่นๆ หรือประเทศอื่นๆแทน โดยการศึกษาในครั้งนี้ได้ใช้ ช่วงเวลาที่มีรัฐบาลที่ไม่ได้มาจากการเลือกตั้งและช่วงที่มีรัฐบาลที่มาจากการเลือกตั้ง โดยกำหนดให้ช่วงที่มีรัฐบาลที่มาจากการเลือกตั้งตัวแปรหุ่นมีค่าเท่ากับ 1 และช่วงเวลาที่มีรัฐบาลที่ไม่ได้มาจากการเลือกตั้งตัวแปรหุ่นมีค่าเท่ากับ 0

สามารถตั้งสมมติฐานได้ดังนี้ ช่วงเวลาที่มีการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองจะทำให้ความผันผวนของการลงทุนสูงขึ้นเมื่อเทียบกับช่วงเวลาที่ไม่มีเปลี่ยนแปลงทางการเมือง

9. การประกาศใช้มาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทย

การประกาศใช้มาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทยทำให้นักลงทุนต่างประเทศที่จะนำเงินเข้ามาลงทุนในประเทศไทยขาดความคล่องตัวในการลงทุนส่งผลทำให้นักลงทุนต่างชาติทำให้เกิดการชะลอการลงทุนลง หรือถอนเงินออก เพื่อลงทุนในรูปแบบอื่นๆ หรือประเทศอื่นๆแทน โดยกำหนดให้ช่วงที่มีการประกาศใช้มาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทยตัวแปรหุ้มีค่าเท่ากับ 0 และช่วงเวลาที่ไม่มีมีการประกาศใช้มาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทยตัวแปรหุ้มีค่าเท่ากับ 1

สามารถตั้งสมมติฐานได้ดังนี้ ช่วงที่มีการประกาศใช้มาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทยความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะสูงขึ้นเมื่อเทียบกับช่วงเวลาที่ไม่มีมีการประกาศใช้มาตรการ

บทที่ 3

สภาพทั่วไปของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สภาพทั่วไปของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย ภาพรวมการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภาพรวมการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และปัจจัยแวดล้อมที่ส่งผลต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแสดงในเชิงพรรณนา เป็นรายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 จนถึงปี พ.ศ. 2550 โดยสรุปจาก ข้อมูลสถิติประจำปีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (FACT BOOK) ดังนี้

สภาพทั่วไปของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2540

การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2540 มีความซบเซามาก มีมูลค่าการซื้อขายรวมเพียง 929.59 พันล้านบาท ต่ำกว่ามูลค่าซื้อขายในปี พ.ศ.2539 คิดเป็นร้อยละ 29 ระดับราคาหุ้นโดยรวมได้ลดต่ำลงอย่างรุนแรงในปีนี้ (SET Index ปิด ณ สิ้นปี พ.ศ. 2540 อยู่ที่ 372.69 จุด ลดลงร้อยละ 55 จาก ณ ระดับสิ้นปี พ.ศ. 2539) ดัชนีราคาหุ้นมีระดับสูงสุดที่ 858.97 จุดเมื่อวันที่ 22 มกราคม 2540 และมีระดับต่ำสุดที่ 357.13 จุดเมื่อวันที่ 26 ธันวาคม 2541 โดยบรรยากาศการซื้อขายหลักทรัพย์ได้รับผลกระทบจากการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ที่ทำให้เศรษฐกิจในปีนี้หดตัวถึงร้อยละ 1.4 (เทียบกับที่ขยายตัวร้อยละ 5.9 ในปี พ.ศ.2539) เป็นการหดตัวครั้งแรกของเศรษฐกิจไทยนับตั้งแต่ประเทศไทยประกาศใช้แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติเป็นต้นมา ปัญหาเศรษฐกิจครั้งนี้ทำให้รัฐบาลในขณะนั้นต้องขอรับความช่วยเหลือทางวิชาการและทางการเงินจากองค์กรการเงินระหว่างประเทศ (IMF)

ในส่วนของนักลงทุนต่างชาติมีมูลค่าการซื้อขายรวมทั้งสิ้น 804.17 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 43.26 ของมูลค่าการซื้อขายทั้งหมด ในขณะที่ผู้ลงทุนสถาบันในประเทศมีมูลค่าการซื้อขายทั้งสิ้น 187.78 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 9.94 ในขณะที่มูลค่าการซื้อขายของผู้ลงทุนทั่วไปในประเทศมีมูลค่าทั้งสิ้น 870.25 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 46.80

ด้านการซื้อขายสุทธิพบว่า ในปี พ.ศ. 2540 ผู้ลงทุนต่างชาติเป็นผู้ซื้อสุทธิสูงถึง 55,436 ล้านบาท ในขณะที่ผู้ลงทุนในประเทศทั้งประเภทบุคคลและสถาบัน มีสถานะเป็นผู้ขายสุทธิโดยมียอดขายสุทธิ 32,984 และ 22,452 ล้านบาท ตามลำดับ

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2540

ช่วง 6 เดือนแรกของปี พ.ศ. 2540 ราคาหลักทรัพย์ลดต่ำลงอย่างรวดเร็วและเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจที่ซบเซา ค่าเงินบาทถูกโจมตีทำให้ขาดเสถียรภาพในทางเศรษฐกิจและการเงิน เจ้าหน้าที่ต่างชาติเรียกคืนเงินกู้ระยะสั้นกลับคืนไปจำนวนมากทำให้ตลาดเงินตึงตัวมาก ซึ่งเห็นได้จากอัตราดอกเบี้ย Interbank ปรับสูงขึ้นเรื่อย ๆ กระทั่งมีระดับร้อยละ 21.73 ณ สิ้นปี จากระดับร้อยละ 12.12 ณ สิ้นปี พ.ศ. 2539 อีกทั้งสถาบันการเงินในประเทศมีปัญหาสภาพคล่องในการดำเนินงานเป็นเหตุให้สถาบันการเงิน 16 แห่งต้องต้องถูกสั่งให้ระงับการดำเนินกิจการชั่วคราวในเดือนมิถุนายน

ในเดือนกรกฎาคมการซื้อขายหลักทรัพย์กระตือรือร้นมากขึ้นมากทั้งมูลค่าซื้อขายและระดับราคา เนื่องจากทางการได้ปรับเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัวอย่างมีการจัดการ จากเดิมที่ผูกค่าเงินบาทไว้กับตะกร้าของสกุลเงินของประเทศคู่ค้าสำคัญ ซึ่งมีการคาดหมายกันว่าค่าเงินบาทจะปรับเข้าสู่ระดับที่เหมาะสมกับเศรษฐกิจของประเทศ ซึ่งจะช่วยให้ภาวะเศรษฐกิจกลับเข้าสู่เสถียรภาพ ประกอบกับราคารู้นของไทยที่ตกต่ำลงมาก ทำให้มีแรงซื้อกลับเข้ามาในตลาดหลักทรัพย์

แต่แล้วมูลค่าการซื้อขายและราคาหลักทรัพย์กลับตกต่ำลงอย่างรวดเร็วอีกในเดือนสิงหาคม เนื่องจากฐานะการคลังของประเทศมีปัญหาหนัก ทำให้รัฐบาลขณะนั้นตัดสินใจไปขอรับความช่วยเหลือด้านการเงินและวิชาการจาก IMF ค่าเงินบาทได้อ่อนค่าลงมาก (ค่าเงินบาท ณ สิ้นปี พ.ศ. 2540 มีระดับที่ 31.37 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ เทียบกับระดับ 25.34 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐเมื่อปลายปี พ.ศ. 2539) ขณะเดียวกันปัญหาเสถียรภาพของสถาบันการเงินขยายกว้างขึ้นและทางการประกาศระงับการดำเนินกิจการชั่วคราวของสถาบันการเงินเพิ่มขึ้นอีก 42 แห่ง (ก่อนหน้านี้ในเดือนมิถุนายน ทางการได้สั่งระงับกิจการชั่วคราวไป 16 แห่ง) ในที่สุดในเดือนธันวาคม ทางการได้สั่งปิดกิจการสถาบันการเงินเหล่านั้นไป 56 แห่ง ให้เปิดดำเนินการต่อไปได้ 2 แห่ง ปัญหาเศรษฐกิจ

ดังกล่าวทำให้คนว่างงานเพิ่มขึ้น รายได้ตกต่ำ และขาดความมั่นใจที่จะลงทุน ภาวะตลาดหลักทรัพย์จึงซบเซาต่อเนื่องจนถึงสิ้นปี

สภาพทั่วไปของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2541

ตลอดปี พ.ศ. 2541 การซื้อขายหลักทรัพย์มีมูลค่ารวม 855.17 พันล้านบาท ใกล้เคียงกับมูลค่าซื้อขาย 929.60 พันล้านบาท ในปี พ.ศ. 2540 ระดับราคาหุ้นโดยรวมก็ลดลงจากปีก่อนเล็กน้อย คือ SET Index ปิด ณ สิ้นปี พ.ศ. 2541 ที่ 355.81 จุด ลดลงร้อยละ 4.5 จากปลายปี พ.ศ. 2540 โดยดัชนีราคาหุ้นมีระดับสูงสุดที่ 558.92 จุดเมื่อวันที่ 3 กุมภาพันธ์ 2541 และมีระดับต่ำสุดที่ 207.31 จุดเมื่อวันที่ 4 กันยายน 2541 ในปี พ.ศ. 2541 การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับผลกระทบอย่างมากจากปัจจัยภายในประเทศ ได้แก่สถานการณ์เศรษฐกิจภายในประเทศไทย การถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ ตัวเลขหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) ที่สูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ผลการดำเนินงานของระบบธนาคารพาณิชย์ที่ขาดทุนเป็นจำนวนมาก รวมทั้งปัจจัยทางการเมืองอันได้แก่ การยื่นญัตติไม่ไว้วางใจรัฐบาล อีกทั้งปัจจัยต่างประเทศได้แก่ การถดถอยทางเศรษฐกิจที่ขยายวงลุกลามไปยังหลายประเทศในภูมิภาคต่างๆ วิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจและค่าเงินของรัสเซียและละตินอเมริกา สถานการณ์เศรษฐกิจของญี่ปุ่น ความกังวลเกี่ยวกับการลดค่าเงินของจีน ความผันผวนของตลาดหุ้นสหรัฐที่เกิดจากภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐฯ รวมทั้งการปรับลดอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ และธนาคารกลางในกลุ่มสหภาพยุโรป

ในส่วนของนักลงทุนต่างชาติมีมูลค่าการซื้อขายรวมทั้งสิ้น 592.04 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 34.61 ของมูลค่าการซื้อขายทั้งหมด ในขณะที่ผู้ลงทุนสถาบันในประเทศมีมูลค่าการซื้อขายรวมทั้งสิ้น 96.41 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 5.64 ในขณะที่มูลค่าการซื้อขายของผู้ลงทุนทั่วไปในประเทศมีมูลค่าทั้งสิ้น 1,021.89 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 59.75

ด้านการซื้อขายสุทธิพบว่า ในปี พ.ศ. 2541 ผู้ลงทุนต่างชาติเป็นผู้ซื้อสุทธิในขณะที่ผู้ลงทุนในประเทศทั้งประเภทบุคคลและสถาบันยังคงเป็นผู้ขายสุทธิ โดยผู้ลงทุนต่างชาติซื้อสุทธิสูงถึง 30,227 ล้านบาท และผู้ลงทุนในประเทศประเภทบุคคลและสถาบันขายสุทธิเท่ากับ 3,239 และ 26,987 ล้านบาท ตามลำดับ

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ.

2541

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์และการเคลื่อนไหวราคาหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2541 มีความผันผวนมาก ช่วง 2 เดือนแรกของปี มูลค่าการซื้อขายกระเตื้องดีขึ้นจากไตรมาสสุดท้ายของปีก่อนและราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นเร็วมาก เนื่องจากค่าเงินบาทที่ตกต่ำอย่างเป็นประวัติการณ์ได้กระเตื้องสูงขึ้น และเป็นที่คาดหมายกันว่า ปัญหาในระบบสถาบันการเงินจะคลี่คลายลงหลังจากการดำเนินมาตรการแก้ไขโดยรัฐบาล

แต่ทว่าบรรยากาศการซื้อขายหลักทรัพย์กลับซบเซาลงอีกตั้งแต่เดือน มีนาคม จนถึงเดือน สิงหาคม ทำให้ระดับราคาหุ้นโดยรวมตกต่ำลงอย่างรวดเร็วและต่อเนื่อง ซึ่งเป็นผลมาจากที่ไทยต้องเผชิญกับปัญหาความไม่มั่นใจต่อเสถียรภาพของเศรษฐกิจและของระบบสถาบันการเงินอีกครั้ง ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความมั่นใจด้านเศรษฐกิจประกอบด้วย ภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจได้ขยายวงไปหลายประเทศในภูมิภาค การเกิดวิกฤตค่าเงินรัสเซียและลาตินอเมริกา และเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มว่าจะถดถอยในอัตราที่รุนแรงกว่าการถดถอยในปี พ.ศ. 2540 (ในปี พ.ศ. 2541 ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศหดตัวถึงร้อยละ 10.5 เทียบกับที่หดตัวร้อยละ 1.4 ในปี พ.ศ. 2540) สำหรับปัจจัยที่ทำให้เกิดความไม่มั่นใจในสถาบันการเงิน ได้แก่ มีการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของสถาบันการเงินไทย ยอดหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) ในระบบสถาบันการเงินเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วและต่อเนื่อง มีการสร้างค่านิยมในหมู่ลูกหนี้ว่า “ไม่มี ไม่หนี ไม่จ่าย” และการดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบมีผลขาดทุนจำนวนมาก

ช่วงเดือนกันยายนถึงเดือนพฤศจิกายน มูลค่าการซื้อขายและราคาหลักทรัพย์ได้กระเตื้องดีขึ้นอีกครั้งหนึ่ง สิ่งที่สร้างความมั่นใจในช่วงนี้คือ ค่าเงินบาทกลับมามีเสถียรภาพ การประกาศใช้แผนฟื้นฟูระบบสถาบันการเงิน (มาตรการ 14 สิงหาคม พ.ศ. 2541) ทำให้ความมั่นใจต่อระบบสถาบันการเงินฟื้นคืนมา และการที่ตลาดการเงินมีสภาพคล่องส่วนเกินมาก (วิกฤตเศรษฐกิจทำให้ผู้ประกอบการมีกำลังการผลิตส่วนเกิน ไม่มีความต้องการกู้ยืมเงิน ไปลงทุน อีกทั้งสถาบันการเงินก็เข้มงวดและระมัดระวังมากในการปล่อยกู้เนื่องจากหนี้ NPL ที่ขยายขนาดใหญ่ขึ้น) อัตราดอกเบี้ยได้ลดต่ำลงมากเป็นประวัติการณ์ (อัตราดอกเบี้ย Interbank Rate ณ ปลายปี พ.ศ. 2541 ลดลงไปอยู่ที่ร้อยละ 2.63 จากระดับร้อยละ 21.73 เมื่อปลายปี พ.ศ. 2540) ผลตอบแทนจากดอกเบี้ยเงินฝากในตลาดเงินจึงไม่จูงใจ ทำให้มีการเคลื่อนย้ายเงินออมเข้าลงทุนในหลักทรัพย์มากขึ้นเพราะเห็นว่าราคาหลักทรัพย์ได้ลดต่ำลงมาก

อย่างไรก็ตาม ภาวะเศรษฐกิจที่ถดถอยลงมากทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ในเดือนธันวาคม กลับซบเซาลงอีก แต่ระดับราคาหุ้นโดยรวมยังมั่นคงซึ่งลดลงเพียงเล็กน้อยจากระดับปลายเดือน พฤศจิกายน

สภาพทั่วไปของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2542

การซื้อขายหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2542 แม้ว่าจะมีความผันผวน แต่ก็ไม่รุนแรงมากเท่ากับการผันผวนในปี พ.ศ. 2541 โดยรวมแล้วมูลค่าการซื้อขายและราคาหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2542 ต่างก็เพิ่มสูงกว่าปีก่อน โดยมีมูลค่าการซื้อขายรวม 1,609 พันล้านบาท (เพิ่มขึ้นร้อยละ 88.24 จากการซื้อขายปี พ.ศ. 2541) และ SET Index ปิด ณ สิ้นปีที่ 481.92 จุด (เพิ่มขึ้นร้อยละ 35.44 จากระดับปลายปี พ.ศ. 2541)

ในส่วนของนักลงทุนต่างชาติมีมูลค่าการซื้อขายรวมทั้งสิ้น 946.88 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 29.41 ของมูลค่าการซื้อขายทั้งหมด ในขณะที่ผู้ลงทุนสถาบันในประเทศมีมูลค่าการซื้อขายรวมทั้งสิ้น 157.7 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 4.89 ในขณะที่มูลค่าการซื้อขายของผู้ลงทุนทั่วไปในประเทศมีมูลค่าทั้งสิ้น 2,114 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 65.69

ด้านการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างชาติพบว่า ในปี พ.ศ. 2542 ผู้ลงทุนต่างชาติเป็นซึ่งเคยเป็นผู้ซื้อมาโดยตลอดเริ่มมีการขายสุทธิเกิดขึ้นในปี 2542 โดยมีปริมาณการขายสุทธิคิดเป็นเงิน 3,134 ล้านบาท ขณะที่ผู้ลงทุนบุคคลภายในประเทศเริ่มเป็นผู้ซื้อสุทธิคิดเป็นเงิน 6,006 ล้านบาท และกลุ่มผู้ลงทุนสถาบันภายในประเทศยังคงเป็นผู้ขายสุทธิโดยมีการขายสุทธิเป็นจำนวนเงิน 2,872 ล้านบาท

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2542

ช่วงไตรมาสแรกการซื้อขายหลักทรัพย์ยังอยู่ในบรรยากาศที่ซบเซา เพราะว่ามีความกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจ ซึ่งปี พ.ศ. 2541 มีการถดถอยในอัตราสูงเป็นประวัติการณ์ มีความกังวลว่าเงินอาจจะลดค่าเงินหยวน และมีความกังวลว่าจะได้รับผลกระทบจากวิกฤตการเงินในบราซิล ในช่วงนี้

ถึงแม้ว่าปริมาณการซื้อขายจะลดลงมากจากไตรมาสสุดท้ายปีก่อน แต่การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลับมีเสถียรภาพ การเปลี่ยนแปลงขึ้นและลงของราคาอยู่ในกรอบที่แคบมาก

ในไตรมาสที่สอง การซื้อขายหลักทรัพย์มีความคึกคักขึ้นมากและราคาหุ้นก็ปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว เป็นเพราะว่าในเดือนเมษายน สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้ปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารไทย และในเดือนมิถุนายน ก็มีการปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทย

มูลค่าการซื้อขายและราคาหลักทรัพย์กลับลดต่ำลงอีกในไตรมาสที่สาม เนื่องจากเกิดความกังวลว่า จีนอาจจะปรับลดค่าเงินหยวนและเกิดปัญหาขาดแย้งระหว่างเงินกับได้หวัน

สำหรับไตรมาสสุดท้ายถึงแม้ว่าปริมาณการซื้อขายจะไม่คึกคักเท่าในไตรมาสที่สาม แต่ระดับราคาหลักทรัพย์โดยรวมได้ปรับเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้เป็นเพราะมีความคืบหน้าในการกระจายหุ้นธนาคารของรัฐ เพื่อแก้ปัญหาสถาบันการเงิน มีความคาดหมายว่าเศรษฐกิจไทยกำลังขยายตัวเพิ่มขึ้นหลังจากเกิดการถดถอยติดต่อกันมา 2 ปี (ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศของปี พ.ศ. 2542 ขยายตัวถึงร้อยละ 4.5 เทียบกับที่หดตัวร้อยละ 10.5 ในปีก่อน) และเงินบาทแข็งค่าขึ้น โดย ณ สิ้นปี พ.ศ. 2542 เงินบาทมีค่าเฉลี่ยที่ 37.84 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ เทียบกับเฉลี่ย 41.37 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐเมื่อปลายปี พ.ศ. 2541

สภาพทั่วไปของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2543

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ โดย ณ สิ้นปี 2543 ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ปิดที่ระดับ 269.19 จุด ลดลงร้อยละ 44.1 จากระดับ 481.92 จุด ณ สิ้นปี พ.ศ. 2542 โดย SET Index มีระดับสูงสุดที่ 498.46 จุด เมื่อวันที่ 4 ม.ค. 2543 และระดับต่ำสุดที่ 250.60 จุด เมื่อวันที่ 11 ต.ค. 2543 ในขณะที่มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2543 มีมูลค่ารวม 923 พันล้านบาท ลดลงร้อยละ 42.6 เมื่อเปรียบเทียบกับมูลค่ารวม 1,609 พันล้านบาท ในปี 2542

เมื่อพิจารณาการซื้อขายหลักทรัพย์ในปี 2543 จำแนกตามประเภทผู้ลงทุน พบว่าผู้ลงทุนประเภทบุคคลภายในประเทศเป็นกลุ่มที่มีปริมาณการซื้อขายมากที่สุดซึ่งมีมูลค่าการซื้อขาย 1,147 พันล้านบาทคิดเป็นร้อยละ 62 ของมูลค่าการซื้อขายรวม รองลงมา คือ กลุ่มผู้ลงทุนต่างประเทศ ซึ่งมีมูลค่าการซื้อขาย 594 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 32 ของมูลค่าการซื้อขายรวม ในขณะที่ผู้ลงทุน

สถาบันภายในประเทศเป็นกลุ่มที่มีมูลค่าการซื้อขายน้อยที่สุด 105 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 6 ของมูลค่าการซื้อขายรวม

ด้านการซื้อขายสุทธิพบว่า ในปี พ.ศ. 2543 ผู้ลงทุนต่างชาติและผู้ลงทุนสถาบันภายในประเทศยังคงมีสถานะเป็นผู้ขายสุทธิสูงถึง 33,068 และ 948 ล้านบาทตามลำดับ ในขณะที่ผู้ลงทุนประเภทบุคคลในประเทศ มีสถานะเป็นผู้ซื้อสุทธิ โดยมียอดซื้อสุทธิ 34,016

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2543

การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2543 ก่อนข้างเป็นไปอย่างซบเซา เนื่องจากได้รับผลกระทบจากปัจจัยแวดล้อมต่างๆ ทั้งปัจจัยภายในประเทศและปัจจัยจากต่างประเทศ การที่ภาวะเศรษฐกิจไทยโดยรวมฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปทำให้การปรับตัวด้านพื้นฐานของบริษัทจดทะเบียนและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นไปในทิศทางที่ดีขึ้น แต่ทว่าเป็นไปอย่างช้าๆ ประกอบกับการที่ผู้ลงทุนยังขาดความมั่นใจต่อพื้นฐานเศรษฐกิจโดยรวมและแนวโน้มภาวะตลาดหลักทรัพย์ จึงส่งผลให้มีการชะลอการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงครึ่งหลังของปี ขณะเดียวกันได้มีปัจจัยต่างประเทศที่สำคัญหลายประการซึ่งส่งผลกระทบต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย อาทิ การปรับลดน้ำหนักตลาดหลักทรัพย์ไทยในการคำนวณดัชนี MSCI ความผันผวนของภาวะเศรษฐกิจและตลาดหลักทรัพย์อเมริกา และราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ผันผวนอยู่ในระดับสูง เป็นต้น

สภาพแวดล้อมและภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ปี พ.ศ. 2544

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2544 อยู่ในภาวะค่อนข้างผันผวนแต่ก็ยังคงตลอดทั้งปีโดยมีมูลค่าการซื้อขายรวม 1.58 พันล้านบาท เพิ่มขึ้นร้อยละ 71 จากมูลค่าการซื้อขายในปีก่อนเนื่องจากตลาดเงินมีสภาพคล่องส่วนเกินสูง อัตราดอกเบี้ยยังมีระดับต่ำมากทำให้ผลตอบแทนจากการฝากเงินไม่จูงใจ อีกทั้งการแก้ปัญหาระบบสถาบันการเงินและปัญหาหนี้ NPL เริ่มมีความคืบหน้า ประกอบกับราคาหุ้นโดยทั่วไปได้ลดลงมาอยู่ในระดับต่ำ การซื้อขายที่มีหนาแน่นขึ้นทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับขึ้นไปมีระดับสูงกว่าราคาหุ้นในปี พ.ศ. 2543 (SET Index ณ สิ้นปี พ.ศ. 2544 ปิดที่ระดับ 303.85 จุด สูงกว่าระดับ ณ ปลายปีก่อนร้อยละ 12.9) สำหรับการเคลื่อนไหวของราคา

หลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2544 มีความผันผวนขึ้นและลงบ่อยครั้งในช่วงแคบ ๆ และไปในทิศทาง
แนวราบ

เมื่อพิจารณาการซื้อขายหลักทรัพย์ในปี 2544 จำแนกตามประเภทผู้ลงทุน พบว่าผู้ลงทุน
ประเภทบุคคลภายในประเทศเป็นกลุ่มที่มีปริมาณการซื้อขายมากที่สุดซึ่งมีมูลค่าการซื้อขาย 2,446
พันล้านบาทคิดเป็นร้อยละ 77 ของมูลค่าการซื้อขายรวม รองลงมา คือ กลุ่มผู้ลงทุนต่างประเทศ ซึ่ง
มีมูลค่าการซื้อขาย 588 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 19 ของมูลค่าการซื้อขายรวม ในขณะที่ผู้ลงทุน
สถาบันภายในประเทศเป็นกลุ่มที่มีมูลค่าการซื้อขายน้อยที่สุด 124 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 4
ของมูลค่าการซื้อขายรวม

ด้านการซื้อขายสุทธิพบว่า ในปี พ.ศ. 2544 ผู้ลงทุนต่างชาติและผู้ลงทุนสถาบันในประเทศ
ยังคงเป็นผู้ขายสุทธิโดยมีมูลค่าขายสุทธิ 6,426 และ 538 ล้านบาท ตามลำดับ ในขณะที่ผู้ลงทุนใน
ประเทศประเภทบุคคล มีสถานะเป็นผู้ซื้อสุทธิอย่างต่อเนื่องโดยมียอดซื้อสุทธิ 6,963 ล้านบาท

**ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ.
2544**

เศรษฐกิจไทยปี พ.ศ. 2544 ได้ชะลอตัวอีกครั้งหลังจากการฟื้นตัวจากวิกฤต IMF ติดต่อกัน
มา 2 ปี (ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ปี พ.ศ. 2544 ขยายตัวเพียงร้อยละ 2.1 เทียบกับที่ขยายตัว
ร้อยละ 4.5 และร้อยละ 4.7 ในปี พ.ศ. 2542 และ พ.ศ. 2543 ตามลำดับ) ความอ่อนแอของเศรษฐกิจ
ทำให้ค่าเงินบาทตกต่ำลง (เงินบาท ณ ปลายปี พ.ศ. 2544 มีค่าเฉลี่ยที่ 44.48 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ
เทียบกับค่าเฉลี่ยที่ 40.16 บาท/ดอลลาร์สหรัฐปลายปีก่อน) สภาพแวดล้อมเช่นนี้ไม่นับว่าไม่เอื้อต่อ
การลงทุนในหลักทรัพย์

ในเดือนมกราคม ราคาหลักทรัพย์ปรับสูงขึ้นมาก เพราะเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2543 ขยายตัว
ในอัตราสูง แสดงถึงการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง ทำให้เกิดความมั่นใจเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์จำนวนมาก
แต่มูลค่าการซื้อขายและระดับราคาหุ้นได้อ่อนตัวลงในเดือนกุมภาพันธ์และมีนาคม โดยได้รับ
ผลกระทบจากเศรษฐกิจญี่ปุ่นที่ยังอ่อนแอและเศรษฐกิจไทยมีเงาของการชะลอตัวลง

ระดับราคาหลักทรัพย์กระเตื้องสูงขึ้นอีกในช่วงเดือนเมษายนถึงเดือนมิถุนายน เมื่อมีเค้าลางว่าปัญหาสถาบันการเงินและหนี้ NPL ในระบบมีช่องทางแก้ไข และพระราชกำหนดบรรษัทบริหารสินทรัพย์ไทย (เพื่อจัดตั้งองค์กรขึ้นแก้ปัญหานี้ในระบบสถาบันการเงิน) ได้ผ่านรัฐสภาในเดือนมิถุนายน

ข่าวการจัดตั้งกองทุน Matching Fund ช่วยให้ปริมาณการซื้อขายและราคาหลักทรัพย์ในเดือนสิงหาคมปรับเพิ่มขึ้นจากการชะลอตัวในเดือนกรกฎาคม แต่เหตุการณ์ก่อวินาศกรรมตึกเวิลด์เทรดที่กรุงนิวยอร์ก เมื่อวันที่ 11 กันยายน พ.ศ. 2544 ทำให้เกิดตื่นตกใจขึ้นในตลาดหุ้นทั่วโลก มูลค่าซื้อขายและราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ตกต่ำลงมากในเดือนนี้และเดือนตุลาคม สำหรับเดือนพฤศจิกายนและเดือนธันวาคมบรรยากาศการซื้อขายได้กระเตื้องขึ้นเนื่องจากตลาดเงินมีสภาพคล่องมาก อัตราดอกเบี้ยมีระดับต่ำและการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนโดยรัฐวิสาหกิจ 2 แห่ง (ในเดือนพฤศจิกายน) ได้รับความนิยมนมาก

สภาพแวดล้อมและภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ปี พ.ศ. 2545

มูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์ตลอดปี พ.ศ. 2545 มีมูลค่ารวม 2.05 ล้านล้านบาท เพิ่มขึ้นร้อยละ 29.8 จากปีก่อน ภาวะซื้อขายที่คลั่งคลุ้มมากขึ้นทำให้ราคาหุ้นปรับสูงขึ้น SET Index ปิด ณ สิ้นปีที่ระดับ 356.48 จุด สูงกว่าปีก่อน 52.63 จุด (หรือเพิ่มขึ้นร้อยละ 17.3) ทั้งนี้เป็นที่น่าสังเกตว่า ผู้ลงทุนต่างประเทศกลับมาซื้อขายสุทธิเป็นครั้งแรกในรอบ 4 ปี โดยมีมูลค่าสุทธิ 14,338 ล้านบาท ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความเชื่อมั่นต่อตลาดหลักทรัพย์ไทยที่ดีขึ้น

เมื่อพิจารณาการซื้อขายหลักทรัพย์ในปี 2545 จำแนกตามประเภทผู้ลงทุน พบว่าผู้ลงทุนประเภทบุคคลภายในประเทศเป็นกลุ่มที่มีปริมาณการซื้อขายมากที่สุดซึ่งมีมูลค่าการซื้อขาย 2,978 พันล้านบาทคิดเป็นร้อยละ 72 ของมูลค่าการซื้อขายรวม รองลงมา คือ กลุ่มผู้ลงทุนต่างประเทศ ซึ่งมีมูลค่าการซื้อขาย 915 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 23 ของมูลค่าการซื้อขายรวม ในขณะที่ผู้ลงทุนสถาบันภายในประเทศเป็นกลุ่มที่มีมูลค่าการซื้อขายน้อยที่สุด 219 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 5 ของมูลค่าการซื้อขายรวม ด้านการซื้อขายสุทธิพบว่า ในปี พ.ศ. 2545 ผู้ลงทุนต่างชาติเป็นผู้ขายสุทธิ โดยมีมูลค่าขายสุทธิ 11,409 ล้านบาท

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2545

การที่ตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่ดีขึ้นในปี พ.ศ. 2545 สาเหตุสำคัญมาจากการที่ปัจจัยพื้นฐานภายในประเทศโดยรวมปรับตัวดีขึ้นอย่างค่อนข้างชัดเจน ได้แก่

1. เศรษฐกิจไทยมีอัตราการขยายตัวเพิ่มขึ้นจากที่คาดการณ์ไว้ค่อนข้างมาก โดยผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศขยายตัวในอัตราร้อยละ 3.9 ร้อยละ 5.1 ร้อยละ 5.8 และร้อยละ 6.1 ในไตรมาสที่ 1 2 3 และ 4 ตามลำดับ
2. อัตราดอกเบี้ยโดยรวมยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำทำให้ผู้ลงทุนเริ่มสนใจที่จะเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่สูงกว่าดอกเบี้ยเงินฝาก
3. บริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีผลประกอบการที่ดีขึ้นอย่างชัดเจน โดยในช่วง 3 ไตรมาสแรกของปี พ.ศ. 2545 บริษัทจดทะเบียนจำนวน 286 บริษัท จากยอดรวมบริษัทที่ส่งงบการเงิน ไตรมาสที่ 3 ทั้งหมด 364 บริษัท ณ วันที่ 15 พฤศจิกายน พ.ศ. 2545 ได้ทำรายงานผลประกอบการที่มีกำไรสุทธิรวม 147,935 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้นร้อยละ 10

อย่างไรก็ตามอุปสรรคสำคัญที่กดดันภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2545 ส่วนใหญ่มาจากปัจจัยต่างประเทศ ซึ่งมีผลต่อการลงทุนในช่วงครึ่งหลังของปีค่อนข้างมากที่สำคัญได้แก่ ความไม่เชื่อมั่นในบริษัทจดทะเบียน อันเป็นผลจากวิกฤตการณ์เวสต์คอมของตลาดหลักทรัพย์ในสหรัฐฯ ความตึงเครียดระหว่างสหรัฐฯ และอิรัก ซึ่งได้ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนทั่วโลก รวมถึงประเทศไทยด้วย นอกจากนี้ความไม่แน่นอนในการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกยังเป็นปัจจัยกดดันที่สำคัญอีกประการหนึ่ง

สภาพแวดล้อมและภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ปี พ.ศ. 2546

การซื้อขายหลักทรัพย์ในปีนี้มีควมคึกคักเพิ่มขึ้นมาก มูลค่าการซื้อขายทั้งปีมีรวม 4.67 ล้านล้านบาท คิดเป็น 2.28 เท่าของมูลค่าการซื้อขายในปี พ.ศ. 2545 ภาวะซื้อขายที่คึกคักผลักดันให้ราคาหุ้นโดยรวมปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว SET Index ณ ปลายปี พ.ศ. 2546 ปรับตัวสูงขึ้นจากปี

ก่อนถึง 1.17 เท่า นับเป็นการเพิ่มสูงขึ้นมากเป็นอันดับ 1 ในตลาดโลกเหนือตลาดหุ้นอื่นๆ โดยปิดที่ระดับ 772.15 จุด และเมื่อสิ้นเดือนกุมภาพันธ์ดัชนีเคยปิดที่ 727.56 จุด นับเป็นสถิติสูงสุดในรอบเกือบ 7 ปี

เมื่อพิจารณามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในปี 2546 จำแนกตามประเภทผู้ลงทุน พบว่าผู้ลงทุนประเภทบุคคลภายในประเทศเป็นกลุ่มที่มีปริมาณการซื้อขายมากที่สุดซึ่งมีมูลค่าการซื้อขาย 7,155 พันล้านบาทคิดเป็นร้อยละ 76 ของมูลค่าการซื้อขายรวม รองลงมา คือ กลุ่มผู้ลงทุนต่างประเทศ ซึ่งมีมูลค่าการซื้อขาย 1,669 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 18 ของมูลค่าการซื้อขายรวม ในขณะที่ผู้ลงทุนสถาบันภายในประเทศเป็นกลุ่มที่มีมูลค่าการซื้อขายน้อยที่สุด 576 พันล้านบาทคิดเป็นร้อยละ 6 ของมูลค่าการซื้อขายรวม

ด้านการซื้อขายสุทธิพบว่า ในปี พ.ศ. 2546 ผู้ลงทุนประเภทบุคคลในประเทศและผู้ลงทุนสถาบันในประเทศมีสถานะเป็นผู้ซื้อสุทธิโดยมีมูลค่าซื้อสุทธิ 4,796 และ 19,742 ล้านบาท ตามลำดับ ในขณะที่ผู้ลงทุนต่างประเทศ มีสถานะเป็นผู้ขายสุทธิโดยมียอดขายสุทธิ 24,539 ล้านบาท

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2546

เศรษฐกิจปี พ.ศ. 2545 ที่ขยายตัวในอัตราสูง และคาดหมายกันว่าเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2546 นี้จะยังขยายตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ในเดือนมกราคมมีความคึกคักกว่าเดือนธันวาคมปีก่อนมาก และระดับราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น แต่บรรยากาศการซื้อขายกลับตกต่ำลงในเดือนกุมภาพันธ์ เพราะเกิดความกังวลต่อความตึงเครียดระหว่างสหรัฐฯ กับอิรัก และต่อสถานการณ์ตึงเครียดในคาบสมุทรเกาหลี อย่างไรก็ตาม นับตั้งแต่เดือนมีนาคมจนถึงสิ้นปี พ.ศ. 2546 ปริมาณการซื้อขายและระดับราคาหลักทรัพย์โดยรวมได้เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องเนื่องจากเศรษฐกิจขยายตัวดีกว่าที่คาด มีการปรับเพิ่มความคาดหมายอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจหลายครั้ง โดยในปี พ.ศ. 2546 ผลผลิตทั้งหมดรวมในประเทศไทยขยายตัวสูงถึงร้อยละ 6.9 เทียบกับขยายตัวร้อยละ 2.1 และร้อยละ 5.3 ในปี พ.ศ. 2544 และ พ.ศ. 2545 ตามลำดับ

การดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนโดยรวมมีผลกำไรเพิ่มมากขึ้น สภาพคล่องในตลาดการเงินมีสูงมาก อัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศและในประเทศยังคงลดต่ำลง (ณ สิ้นปี พ.ศ. 2546 อัตราดอกเบี้ย Interbank ปรับลดลงไปอยู่ที่ร้อยละ 1.03 จากระดับร้อยละ 1.59 ณ ปลายปีก่อนซึ่งเป็นระดับที่ต่ำมากอยู่แล้ว) ได้มีการประกาศใช้มาตรการฟื้นฟูส่งออกสิ่งส่งสักริมทรัพย์ในเดือนกรกฎาคม อีกทั้งเงินทุนต่างชาติเพื่อลงทุนในตราสารทุนไทยก็มียอดนำเข้าสุทธิเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง (ในปี พ.ศ. 2546 มียอดนำเข้าสุทธิ 583 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เทียบกับยอดนำเข้าสุทธิ 17 ล้านดอลลาร์ และ 209 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี พ.ศ. 2544 และ พ.ศ. 2545 ตามลำดับ)

การปรับสูงขึ้นของราคาหลักทรัพย์โดยรวมได้เป็นไปอย่างต่อเนื่องในช่วงเดือนมีนาคมถึงเดือนธันวาคมปี พ.ศ. 2546 ถึงแม้ว่าจะเกิดการตื่นตกใจต่อข่าวการระบาดของโรค SARS ในเดือนเมษายน และต่อข่าวที่ว่ามีการไถ่ถอนกองทุนรวมตราสารหนี้จำนวนมากในเดือนพฤศจิกายน แต่ก็ยังเป็นผลกระทบในช่วงสั้น ๆ ไม่มีผลทำให้ SET Index ณ ปลายเดือนทั้งสองมีระดับต่ำกว่าเดือนก่อนหน้า สำหรับการสูงขึ้นมากของราคาน้ำมันในประเทศ ถึงแม้ว่าจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ แต่ก็ไม่อาจบั่นทอนความเชื่อมั่นต่อปัจจัยบวกจำนวนมากที่กล่าวข้างต้นได้ (ในปี พ.ศ. 2546 ราคาน้ำมันดีเซลหมุนเร็วปรับขึ้นไปเป็น 13.29 บาทต่อลิตร จากที่ยืนระดับ 7.90 บาทต่อลิตรมานาน)

สภาพแวดล้อมและภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ปี พ.ศ. 2547

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2547 มียอดรวม 5.02 ล้านล้านบาท เพิ่มขึ้นร้อยละ 7.5 จากยอดซื้อขายปีก่อนหน้า แต่ราคาหลักทรัพย์โดยรวมกลับลดลงต่ำลง โดยที่ SET Index ปิด ณ สิ้นปี พ.ศ. 2547 ที่ 668.10 จุด ลดลงร้อยละ 13.5 จากระดับปลายปี พ.ศ. 2546

เมื่อพิจารณามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในปี 2546 จำแนกตามประเภทผู้ลงทุน พบว่าผู้ลงทุนประเภทบุคคลภายในประเทศเป็นกลุ่มที่มีปริมาณการซื้อขายมากที่สุดซึ่งมีมูลค่าการซื้อขาย 2,978 พันล้านบาทคิดเป็นร้อยละ 72 ของมูลค่าการซื้อขายรวม รองลงมา คือ กลุ่มผู้ลงทุนต่างประเทศ ซึ่งมีมูลค่าการซื้อขาย 915 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 23 ของมูลค่าการซื้อขายรวม ในขณะที่ผู้ลงทุนสถาบันภายในประเทศเป็นกลุ่มที่มีมูลค่าการซื้อขายน้อยที่สุด 219 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 5 ของมูลค่าการซื้อขายรวม

ด้านการซื้อขายสุทธิพบว่า ในปี พ.ศ. 2546 ผู้ลงทุนประเภทบุคคลในประเทศมีสถานะเป็นผู้ขายสุทธิโดยมีมูลค่าขายสุทธิ 27,956 ล้านบาท ในขณะที่ผู้ลงทุนต่างประเทศและผู้ลงทุนสถาบันมีสถานะเป็นผู้ซื้อสุทธิโดยมียอดซื้อสุทธิ 14,316 และ 13,639 ล้านบาท ตามลำดับ

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2547

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อระดับราคาหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2547 ได้แก่ การเกิดความไม่สงบใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้อย่างต่อเนื่องตลอดปี การเกิดโรคระบาดของไข้หวัดนก การสูงขึ้นอย่างเป็นประวัติการณ์ของราคาน้ำมันในตลาดโลก เนื่องจากการก่อการร้ายในนานาประเทศ รวมทั้งในประเทศผู้ผลิตน้ำมัน (มีผลให้ต้องปรับขึ้นราคาขายปลีกน้ำมันเบนซินในประเทศไทยหลายครั้ง โดยที่ทางการพยายามตรึงราคาน้ำมันดีเซลไว้ แต่ราคาน้ำมันดีเซลหมุนเร็ว ณ ปลายปี พ.ศ. 2547 ก็สูงขึ้นเป็น 14.59 บาท/ลิตร จาก 13.29 บาท/ลิตร เมื่อปลายปีก่อน) การเติบโตของเศรษฐกิจไทยมีอัตราชะลอตัวลง (โดยขยายตัวร้อยละ 6.2 เทียบกับที่ขยายตัวร้อยละ 6.9 ในปี พ.ศ. 2546) ประกอบกับนักลงทุนต่างชาติได้ถอนการลงทุนเป็นจำนวนมาก (ในปี พ.ศ. 2547 การเคลื่อนย้ายเงินทุนต่างชาติเพื่อลงทุนในตราสารทุนไทย มีการเคลื่อนย้ายออกเป็นยอดสุทธิมากถึง 465 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เทียบกับที่มียอดนำเข้าสุทธิ 583 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี พ.ศ. 2546)

ในเดือนมกราคม ราคาหลักทรัพย์โดยรวมลดต่ำลงมาก เนื่องจากได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ปล้นปืนจากค่ายทหารในจังหวัดนราธิวาส และเกิดความไม่สงบใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ อีกทั้งยังได้เกิดการระบาดของไข้หวัดนก

สำหรับเดือนกุมภาพันธ์ราคาหลักทรัพย์ได้ปรับตัวดีขึ้นเพราะได้มีการคาดหมายเศรษฐกิจในทางที่ดี เนื่องจากเศรษฐกิจโลกขยายตัวดี และเศรษฐกิจไทยในปีที่ผ่านมาที่ขยายตัวสูง แต่เหตุการณ์ก่อการร้ายในนานาประเทศรวมทั้งในแหล่งผลิตน้ำมันหลายแห่งทำให้ราคาน้ำมันเพิ่มสูงขึ้น อีกทั้งผู้ลงทุนต่างชาติก็นำหุ้นที่ลงทุนไว้ออกมาขายเป็นจำนวนมากและอย่างต่อเนื่อง ปัจจัยทั้งสองนี้ทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์เป็นไปอย่างซบเซานับ

ตั้งแต่เดือนมีนาคมจนถึงเดือนสิงหาคม และราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มลดลง ถึงแม้ว่าในเดือนเมษายนทางการได้ออกมาตรการส่งเสริมกองทุนหุ้นและบริษัทจดทะเบียนใหม่ อีกทั้งใน

เดือนมิถุนายนกลุ่มโอเปคจะได้ประกาศเพิ่มการผลิตน้ำมัน ก็มีผลช่วยบรรเทาอากาศการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ไม่มาก โดยเฉพาะในเดือนเมษายนได้เกิดเหตุการณ์รุนแรงที่มีสยิดกรือเซะในจังหวัดปัตตานี ได้สร้างความตื่นตกใจแก่ตลาดอย่างมาก ในเดือนกันยายนปริมาณการซื้อขายและราคาหลักทรัพย์ได้กระตือรือร้นเนื่องจากผู้ลงทุนต่างชาติได้หันกลับมาซื้อ แต่ในเดือนตุลาคมระดับราคาหุ้นกลับลดลงไปอีก เพราะถูกกระทบจากข่าวการระบาดครั้งใหม่ของไข้หวัดนก และเหตุการณ์จับกุมผู้ชุมนุมที่ตากใบในจังหวัดนราธิวาส

อย่างไรก็ตามราคาน้ำมันในตลาดโลกที่เริ่มปรับลดลงและการคาดหมายว่าเศรษฐกิจไทยยังคงเติบโตในอัตราสูง ทำให้ราคาหลักทรัพย์ในเดือนพฤศจิกายนและเดือนธันวาคมกระตือรือร้นสูงขึ้น ถึงแม้ว่าตอนปลายเดือนธันวาคมจะเกิดคลื่นสึนามิถล่ม 6 จังหวัดท่องเที่ยวภาคใต้ ก็มีผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์เพียงช่วงเวลาสั้น ๆ เท่านั้น

สภาพแวดล้อมและภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ปี พ.ศ. 2548

ดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index ณ สิ้นปี พ.ศ. 2548 ปิดที่ระดับ 713.73 จุด ปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 7 เมื่อเทียบกับระดับ 668.10 จุด ณ สิ้นปี พ.ศ. 2547 ขณะเดียวกัน มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวมขยายตัวร้อยละ 13 จากมูลค่ารวม 4.5 ล้านล้านบาท ในปี พ.ศ. 2547 เพิ่มขึ้นเป็น 5.1 ล้านล้านบาท ในปี พ.ศ. 2548

สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2548 จำแนกตามกลุ่มผู้ลงทุน พบว่ามูลค่าการซื้อขายส่วนใหญ่ยังคงมาจากผู้ลงทุนบุคคลทั่วไปในประเทศ คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 62 ของมูลค่าการซื้อขายทั้งสิ้น ซึ่งลดลงจากปี พ.ศ. 2547 ที่มีสัดส่วนร้อยละ 71 รองลงมาคือ ผู้ลงทุนต่างชาติที่มีสัดส่วนการซื้อขายคิดเป็นร้อยละ 28 เพิ่มขึ้นจากปี พ.ศ. 2547 ที่มีสัดส่วนร้อยละ 21 และผู้ลงทุนประเภทสถาบันยังคงมีสัดส่วนน้อยที่สุด แต่ก็ปรับตัวเพิ่มจากร้อยละ 8 ในปี พ.ศ. 2547 เป็นร้อยละ 10 ในปี พ.ศ. 2548

ด้านการซื้อขายสุทธิ พบว่าในปี พ.ศ. 2548 ผู้ลงทุนต่างชาติเป็นผู้ซื้อสุทธิสูงถึง 118,650 ล้านบาท ต่อเนื่องจากปี พ.ศ. 2547 ที่มียอดซื้อสุทธิ 5,646 ล้านบาท ขณะที่ผู้ลงทุนในประเทศทั้งประเภทบุคคลและสถาบัน กลายเป็นผู้ขายสุทธิในปี พ.ศ. 2548 โดยมียอดขายสุทธิ 67,238 ล้านบาท และ 51,412 ล้านบาท ตามลำดับ

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อภาวะการขยายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2548

ภาวะเศรษฐกิจในภาพรวม เศรษฐกิจไทยในปี พ.ศ. 2548 ขยายตัวในอัตราร้อยละ 4.5 ชะลอลงจากร้อยละ 6.2 ในปี พ.ศ. 2547 สาขาการผลิตที่มีการขยายตัวดี ได้แก่ อุตสาหกรรมก่อสร้าง และธุรกิจการเงิน โดยได้รับแรงสนับสนุนจากการขยายตัวของการลงทุนทั้งจากภาครัฐและเอกชน

ภาวะของบริษัทจดทะเบียนผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียน แม้ว่าเศรษฐกิจในระดับมหภาคจะชะลอตัว แต่การทำธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนยังดำเนินไปได้ดี โดยกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีมูลค่าทั้งสิ้น 527,842 ล้านบาท เพิ่มขึ้นร้อยละ 14.9 จากปี พ.ศ. 2547 ซึ่งส่งผลให้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินการของบริษัทจดทะเบียนในช่วงเก้าเดือนแรกของปี พ.ศ. 2548 เพิ่มขึ้นร้อยละ 24.8

ประสิทธิภาพของบริษัทจดทะเบียน ถึงแม้ว่าในระดับภาพรวม เศรษฐกิจมหภาคจะได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอก โดยเฉพาะราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่องนับแต่ต้นปี แต่ในระดับบริษัท บริษัทจดทะเบียนยังคงมีประสิทธิภาพในเกณฑ์ดี โดยอัตราผลตอบแทนต่อทุนที่ใช้ (ROCE) ณ สิ้นไตรมาสที่สี่ของปี พ.ศ. 2548 อยู่ที่ร้อยละ 17.0 ลดลงเล็กน้อยจากร้อยละ 19.1 ณ สิ้นปี พ.ศ. 2547 ในขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ลดลงเล็กน้อยจาก 22.2 และ 13.9 เป็น 19.0 และ 12.4 ตามลำดับ เครื่องชี้วัดด้านประสิทธิภาพที่ยังอยู่ในระดับสูงนี้ แสดงถึงความสามารถในการปรับตัวของบริษัทจดทะเบียนเมื่อต้นทุนการผลิตเพิ่มสูงขึ้น ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt – Equity Ratio) ก็อยู่ในระดับที่ดี สะท้อนถึงความแข็งแกร่งด้านการเงินของบริษัทจดทะเบียน

การเคลื่อนย้ายเงินทุนของผู้ลงทุนต่างชาติในรอบปี พ.ศ. 2548 จากข้อมูลของ Institute of International Finance (IIF) ผู้ลงทุนต่างชาติย้ายเงินมาลงทุนในตลาดเกิดใหม่เป็นมูลค่าทั้งสิ้น 61.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยผู้ลงทุนต่างชาติซื้อสุทธิในตลาดหลักทรัพย์ไทยทั้งสิ้น 118,650 ล้านบาท ซึ่งเป็นผลจากหลายปัจจัย ได้แก่ ผลประกอบการ (Earning) และอัตราปันผลตอบแทน (Dividend Yield) ที่ดีของบริษัทจดทะเบียน

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญในปี พ.ศ. 2548 มีผลกระทบต่อการลงทุนไม่มากนัก กล่าวคือ การที่หนี้สินของบริษัทจดทะเบียนลดลงมากเมื่อเทียบกับก่อนวิกฤต จึงทำให้บริษัทไม่ได้รับผลกระทบเท่าใดนักจากการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ย และการที่บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มพลังงานและธุรกิจการเงินมีส่วนที่สูง จึงทำให้ภาพรวมการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่ถูกกระทบจากการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันมากนัก นอกจากนี้ การที่ประเทศไทยสามารถควบคุมการแพร่กระจายของโรคไข้หวัดนกในรอบล่าสุดได้ดี จึงทำให้ผลกระทบจากการระบาดของโรคในปี พ.ศ. 2548 มีค่อนข้างจำกัด

ผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลสูงขึ้นเมื่อเทียบกับปี พ.ศ. 2547 โดยอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนเฉลี่ย (Market Dividend Yield) เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 2.75 ณ สิ้นปี พ.ศ. 2547 เป็นร้อยละ 3.37 ณ สิ้นปี พ.ศ. 2548 สำหรับอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิเฉลี่ย (Market P/E Ratio) ณ สิ้นปี พ.ศ. 2548 ยังไม่เปลี่ยนแปลงจากระดับ 9.40 ณ สิ้นปี พ.ศ. 2547

สภาพแวดล้อมและภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ปี พ.ศ. 2549

ดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ณ สิ้นปี พ.ศ. 2549 ปิดที่ระดับ 679.84 จุด ลดลงจาก 713.73 จุด ณ สิ้นปี พ.ศ. 2548 หรือลดลงประมาณร้อยละ 5 เช่นเดียวกับ มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดที่หดตัวลงเล็กน้อยประมาณร้อยละ 0.5 จากมูลค่ารวม 5.11 ล้านล้านบาท ณ สิ้นปี พ.ศ. 2548 เป็น 5.08 ล้านล้านบาท ณ สิ้นปี พ.ศ. 2549 ขณะเดียวกัน มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ลดลงประมาณร้อยละ 2.0 จาก 4.0 ล้านล้านบาทในปี พ.ศ. 2548 เหลือ 3.9 ล้านล้านบาทในปี พ.ศ. 2549 โดยคิดเป็นมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยวันละ 16,281 ล้านบาท

สำหรับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์แยกตามกลุ่มผู้ลงทุนในปี พ.ศ. 2549 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ามูลค่าการซื้อขายส่วนใหญ่ยังคงมาจากผู้ลงทุนบุคคลทั่วไปในประเทศคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 55 ของมูลค่าซื้อขายทั้งหมดซึ่งลดลงจากปี 2548 ที่มีสัดส่วนร้อยละ 62 รองลงมาคือผู้ลงทุนต่างชาติที่มีสัดส่วนการซื้อขาย คิดเป็นร้อยละ 34 เพิ่มขึ้นจากปี พ.ศ. 2548 ที่มีสัดส่วนร้อยละ 28 และผู้ลงทุนประเภทสถาบันยังคงมีสัดส่วนน้อยที่สุดแต่ก็ปรับตัวเพิ่มจากร้อยละ 10 ในปี พ.ศ. 2548 เป็นร้อยละ 11 ในปี พ.ศ. 2549

ด้านการซื้อขายสุทธิพบว่า ในปี พ.ศ. 2549 ผู้ลงทุนต่างชาติเป็นผู้ซื้อสุทธิสูงถึง 83,778 ล้านบาท ในขณะที่ผู้ลงทุนในประเทศทั้งประเภทบุคคลและสถาบัน กลายเป็นผู้ขายสุทธิในปี พ.ศ. 2549 โดยมียอดขายสุทธิ 72,082 และ 11,696 ล้านบาท ตามลำดับ

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2549

ภาวะเศรษฐกิจในภาพรวม ใน 3 ไตรมาสแรกของปี พ.ศ. 2549 เศรษฐกิจไทยขยายตัวเพิ่มขึ้นจากปี พ.ศ. 2548 โดย 9 เดือนแรกของปี เศรษฐกิจขยายตัวร้อยละ 5.3 ในขณะที่ช่วงเดียวกันของปี พ.ศ. 2548 ขยายตัวร้อยละ 4.4 โดยมีการส่งออกสินค้าและบริการเป็นปัจจัยสนับสนุนสำคัญ ในขณะที่การลงทุนและการบริโภคของทั้งภาคเอกชนและรัฐบาลชะลอตัวลง

ภาวะของบริษัทจดทะเบียน ผลประกอบการบริษัทจดทะเบียนในช่วง 9 เดือนแรกของปี พ.ศ. 2549 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ (SET) มีกำไรสุทธิคิดเป็นมูลค่าทั้งสิ้น 371,004 ล้านบาท เพิ่มขึ้นร้อยละ 1.0 จาก 9 เดือนแรกของปี พ.ศ. 2548 ในขณะที่ยอดขายรวมสูงถึงกว่า 4 ล้านล้านบาท โดยกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม เป็นกลุ่มที่มีอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิสูงสุด โดยมีกำไรเพิ่มขึ้นร้อยละ 42 รองลงมาได้แก่ กลุ่มทรัพยากร ซึ่งมีกำไรเพิ่มขึ้นร้อยละ 11 ตามด้วยกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคมีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นร้อยละ 9

ประสิทธิภาพของบริษัท บริษัทจดทะเบียนยังคงมีประสิทธิภาพการดำเนินงานอยู่ในเกณฑ์ดี โดยอัตราผลตอบแทนของทุนที่ใช้ (Annualized ROCE) ณ สิ้นไตรมาสสาม ปี พ.ศ. 2549 อยู่ที่ร้อยละ 18.4 ลดลงเล็กน้อยจากร้อยละ 18.7 ณ เวลาเดียวกันในปี พ.ศ. 2548 ในขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (Annualized ROE) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (annualized ROA) ลดลงเล็กน้อยจาก 21.9 และ 13.8 เป็น 21.4 และ 13.5 ตามลำดับ ในขณะที่ความเสี่ยงทางการเงินยังอยู่ในระดับต่ำ กล่าวคือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (debt-to-equity ratio) ก็อยู่ในระดับที่ดี โดยลดลงจาก 1.19 เท่า ณ สิ้นไตรมาสสามปี พ.ศ. 2548 มาอยู่ที่ 1.09 เท่า ณ สิ้นไตรมาสสามปี พ.ศ. 2549 ซึ่งสะท้อนถึงความแข็งแกร่งด้านการเงินของบริษัทฯ เช่นเดียวกับ อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (interest coverage ratio) ซึ่งแม้จะลดลงจาก 8.71 เท่า มาอยู่ที่ 7.72 เท่า แต่ยังคงถือว่าอยู่ในระดับที่ดีเทียบกับช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจเป็นต้นมา

แม้ความผันผวนทางการเมือง เหตุการณ์ปฏิวัติและเหตุการณ์ก่อความไม่สงบในพื้นที่ภาคใต้จะเป็นปัจจัยเสี่ยงส่วนหนึ่งต่อตลาดทุนในช่วงปี พ.ศ. 2549 ที่ผ่านมา แต่ผลกระทบมีไม่มากนัก ในขณะที่ภาวะตลาดทุนกลับได้รับผลกระทบอย่างมากในช่วงปลายปีจากหลังจากรุนาการแห่งประเทศไทยประกาศใช้มาตรการกันเงินสำรองร้อยละ 30 จากเงินทุนที่ไหลเข้าจากต่างประเทศ ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ปรับตัวลงต่ำสุดในรอบ 2 ปีภายในวันเดียว อย่างไรก็ตาม เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยได้ประกาศยกเว้นการใช้มาตรการดังกล่าวกับเงินลงทุนในหุ้น ตลาดหลักทรัพย์ก็ปรับตัวดีขึ้นตามลำดับ ปัจจัยความเสี่ยงทางด้านนโยบายและการเมืองของไทยดังกล่าวอาจจะยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนและปริมาณการลงทุนต่อเนื่องถึงปี พ.ศ. 2550

สภาพแวดล้อมและภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ปี พ.ศ. 2550

ดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ณ สิ้นปี พ.ศ. 2550 ปิดที่ระดับ 858.10 จุด เพิ่มขึ้นจาก 679.84 จุด ณ สิ้นปี พ.ศ. 2549 หรือเพิ่มขึ้นร้อยละ 26 โดยดัชนีสูงสุดของปีอยู่ที่ 915.03 จุด และต่ำสุดอยู่ที่ 616.75 จุด เช่นเดียวกับมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดที่ขยายตัวร้อยละ 31 จากมูลค่ารวม 5.08 ล้านล้านบาท ณ สิ้นปี พ.ศ. 2549 เป็น 6.64 ล้านล้านบาท ณ สิ้นปี พ.ศ. 2550 ขณะเดียวกัน มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นร้อยละ 6 จาก 3.96 ล้านล้านบาท ในปี พ.ศ. 2549 เป็น 4.19 ล้านล้านบาทในปี พ.ศ. 2550

ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์แยกตามกลุ่มผู้ลงทุนในปี พ.ศ. 2550 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ามูลค่าการซื้อขายส่วนใหญ่ยังคงมาจากผู้ลงทุนบุคคลทั่วไปในประเทศ คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 54 ของมูลค่าซื้อขายทั้งหมด ซึ่งลดลงจากปี พ.ศ. 2549 ที่มีสัดส่วนร้อยละ 55 รองลงมาคือผู้ลงทุนต่างประเทศที่มีสัดส่วนการซื้อขายคิดเป็นร้อยละ 32 ลดลงจากปี พ.ศ. 2549 ที่มีสัดส่วนร้อยละ 34 และผู้ลงทุนประเภทสถาบันยังคงมีสัดส่วนน้อยที่สุด แต่ก็ปรับตัวเพิ่มจากร้อยละ 11 ในปี พ.ศ. 2549 เป็นร้อยละ 14 ในปี พ.ศ. 2550 ด้านการซื้อขายสุทธิพบว่า ในปี พ.ศ. 2549 ผู้ลงทุนต่างชาติเป็นผู้ซื้อสุทธิสูงถึง 55,018 ล้านบาท

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2550

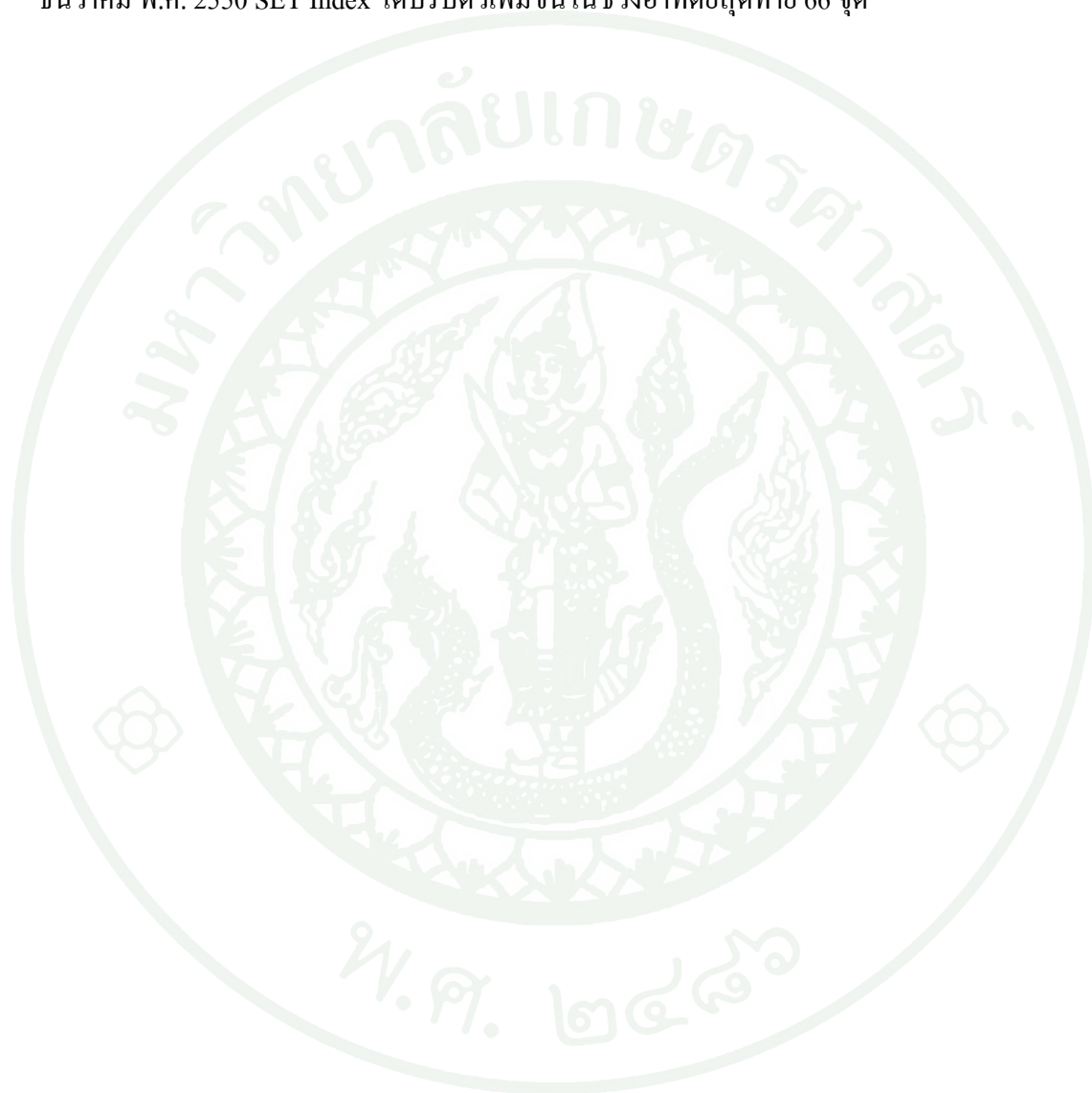
มาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทย ผลของการประกาศมาตรการกันเงินสำรองร้อยละ 30 ของเงินทุนที่ไหลเข้าจากต่างประเทศโดยธนาคารแห่งประเทศไทย เมื่อวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2549 ยังสร้างความกังวลและส่งผลกระทบต่อสิ่งที่เห็นได้ชัดมาตั้งแต่ช่วงต้นปี พ.ศ. 2550 ทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยหลังจากการประกาศมาตรการดังกล่าว มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดลดลงจาก 5.47 ล้านล้านบาท ในวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2549 เหลือ 4.95 ล้านล้านบาท ในวันที่ 31 มกราคม พ.ศ. 2550 ก่อนจะค่อย ๆ ปรับตัวดีขึ้นในเวลาต่อมา

ราคาน้ำมันที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องปัจจัยการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันในตลาดโลกอย่างต่อเนื่องนั้น แม้ว่าอาจเป็นปัจจัยที่อาจจะส่งผลดีต่อบริษัทจดทะเบียนและราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงาน ซึ่งซึ่งเป็นสัดส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ส่งผลเสียต่อภาคเศรษฐกิจโดยรวมผ่านต้นทุนการผลิตสินค้าและบริการที่เพิ่มขึ้น และสร้างความกังวลต่อปัญหาอัตราเงินเฟ้อที่อาจจะเกิดขึ้นได้ ทำให้โดยรวมแล้วจะส่งผลเสียต่อตลาดทุน โดยเฉพาะในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีการใช้น้ำมันเป็นปัจจัยการผลิตในสัดส่วนที่สูง

ปัญหาสินเชื่อฮาร์มทรัยพ์ประเภทค้อยมาตรฐาน (Subprime Loan) สถานการณ์ปัญหาสินเชื่อฮาร์มทรัยพ์ประเภทค้อยมาตรฐานในสหรัฐอเมริกา สร้างความวิตกกังวลให้กับผู้ลงทุนในตลาดทุน เนื่องจากสถานการณ์ดังกล่าวอาจนำไปสู่การชะลอตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ และเศรษฐกิจโลก ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเป็นลูกโซ่ในวงกว้าง รวมถึงมีผลกระทบต่อภาคส่งออกของไทย โดยในช่วงวันที่ 27 กรกฎาคม – 16 สิงหาคม พ.ศ. 2550 SET Index ปรับตัวลดลง 133 จุด หรือคิดเป็นการลดลงร้อยละ 15 หลังจากที่ปรากฏข่าวว่า กองทุนหลายแห่งประสบภาวะขาดทุนอย่างหนัก และมีการปรับลด Credit Rating ของบริษัทขนาดใหญ่หลายแห่งในสหรัฐฯ อันเนื่องมาจากปัญหา Subprime Loan

ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ และเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ ปัจจัยบวกที่สำคัญต่อการเติบโตของตลาดทุนในปี พ.ศ. 2550 คือเงินลงทุนจากต่างประเทศที่ไหลเข้ามาในตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาค ซึ่งมีปัจจัยหนุนจากความแข็งแกร่งทางเศรษฐกิจของภูมิภาคเอเชีย ในขณะที่ประเทศไทยก็ได้รับแรงหนุนจากแนวโน้มเศรษฐกิจและการเมืองที่ดีขึ้น ประกอบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อ่อนค่าลง ส่งผลให้ค่าเงินสกุลเอเชียละค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นจนแตะระดับสูงสุดในรอบ 10 ปีที่ 33.04 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ 13 กรกฎาคม พ.ศ. 2550

ปัจจัยทางการเมือง ความไม่ชัดเจนทางการเมืองในปี พ.ศ. 2550 ทำให้ผู้ลงทุนชะลอการลงทุนเพื่อรอดูความชัดเจนของสถานการณ์และเสถียรภาพทางการเมือง โดยปัจจัยทางการเมืองที่ส่งผลกระทบต่อตลาดทุนที่สำคัญ ได้แก่ การตัดสินใจยุบพรรค ความชัดเจนเกี่ยวกับการเลือกตั้ง การลงคะแนนเสียงรับร่างรัฐธรรมนูญ เป็นต้น โดยภายหลังจากที่มีการจัดการเลือกตั้งในวันที่ 23 ธันวาคม พ.ศ. 2550 SET Index ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงอาทิตย์สุดท้าย 66 จุด



บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์

ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และทดสอบสาเหตุของความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วยแบบจำลอง GARCH-M โดยการวิเคราะห์แบ่งออกเป็นสามขั้นตอน คือ การทำสอบ Stationary การเลือกจำนวน Lag ที่เหมาะสมให้กับ GARCH Term และ ARCH Term และส่วนสุดท้ายคือ การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรต่างๆในแบบจำลอง

แบบจำลอง GARCH-M มีลักษณะดังนี้

$$\text{NFP}_t = \alpha_0 + \beta_1 \text{RTS}_t + \beta_2 \text{RTN}_t + \beta_3 \text{PRISK}_t + \beta_4 \text{PE}_t + \beta_5 \text{CPI}_t + \beta_6 \text{FER}_t + \beta_7 \text{PII}_t + \beta_8 \text{OIL}_t + \beta_9 \text{IRD}_t + \beta_{10} \sigma_t^2 + \varepsilon_t \quad \dots (18)$$

โดยที่ $\sigma_t^2 = \alpha_1 + \beta_{11} \varepsilon_{t-n}^2 + \beta_{12} \sigma_{t-n}^2 + \beta_{13} \text{POL}_t + \beta_{14} \text{FIN}_t \quad \dots (19)$

NFPI คือ การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ล้านบาท)

α_0, α_1 คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของค่าคงที่

$\beta_1, \dots, \beta_{14}$ คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ

RTS คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ร้อยละ)

RTN คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (ร้อยละ)

PRISK คือ สัดส่วนระหว่างความแปรปรวนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (ร้อยละ)

PE คือ อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

CPI	คือ	ดัชนีราคาผู้บริโภค
FER	คือ	อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา)
PII	คือ	ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน
OIL	คือ	ราคาน้ำมันในตลาดโลก
IRD	คือ	ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศ
σ^2	คือ	Conditional Variance
ε	คือ	ค่าความคลาดเคลื่อนเชิงสุ่ม (Error Term) ซึ่งเป็นค่าที่แสดงว่า ค่าตัวแปรตามที่ได้ต่างจากเส้นถดถอยที่แท้จริงเท่าไร
ε_{t-n}^2	คือ	ค่าความแปรปรวนของคลาดเคลื่อนในอดีต (ARCH TERM)
σ_{t-n}^2	คือ	ค่าความแปรปรวนในอดีต (GARCH TERM)
POL	คือ	ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ที่แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงทาง การเมือง
FIN	คือ	ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ที่แสดงถึงการประกาศใช้ กฎระเบียบกันสำรองร้อยละ 30 ของประเทศไทย

ข้อมูลของตัวแปรต่างๆที่นำมาใช้ในการประมาณค่าแบบจำลองสามารถอธิบายได้ดังนี้

1. การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (NFPI) คือข้อมูลการลงทุนสุทธิจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นรายเดือนจากธนาคารแห่งประเทศไทย
2. อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (RTS) คือ ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นรายเดือน ซึ่งคำนวณจาก

$$RTS_t = [(X_t - X_{t-1}) / X_{t-1}] * 100$$

โดยที่	X_t	คือ	ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t
	X_{t-1}	คือ	ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย ณ เวลา t-1

3. อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ (RTN) ซึ่งในครั้งนี้นำตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก เป็นตัวแทนของตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ โดยข้อมูลอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นๆ ปีรายเดือนคำนวณได้จาก

$$RTN_t = [(Y_t - Y_{t-1}) / Y_{t-1}] * 100$$

โดยที่ Y_t คือ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ณ เวลา t
 Y_{t-1} คือ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ณ เวลา t-1

4. สัดส่วนความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นๆ คือสัดส่วนระหว่างค่าความผันผวนของผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่นๆ ซึ่งในครั้งนี้นำตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก เป็นตัวแทนของตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ โดยที่ ความเสี่ยงคืออัตราความผันผวนของผลตอบแทนสามารถคำนวณได้จาก

$$\sigma^2 = \frac{\sum (R - \bar{R})^2}{n}$$

โดยที่ R คือ ผลตอบแทนรายเดือน
 \bar{R} คือ ผลตอบแทนเฉลี่ยตลอดหนึ่งปี
 n คือ จำนวนเดือนในหนึ่งปี

5. ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) ใช้ข้อมูลดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไปเป็นรายเดือน จากธนาคารแห่งประเทศไทย

6. อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (FER) ใช้ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นรายเดือนอ้างอิงจากธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นรายเดือน

7. ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) ใช้ข้อมูลดัชนีการลงทุนภาคเอกชนเป็นรายเดือนจากธนาคารแห่งประเทศไทย

8. ราคาน้ำมันในตลาดโลก (OIL) ใช้ข้อมูลราคาน้ำมันในตลาดโลกถ่วงน้ำหนักตามปริมาณการส่งออกซึ่งเป็นข้อมูลเป็นรายเดือนจาก www.eia.doe.gov (เว็บไซต์ของ U.S. Energy Information Administration)

9. ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศ คือ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ประกาศโดยธนาคารแห่งประเทศไทย และอัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศอื่นๆ ซึ่งในครั้งนี้นำอัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศสหรัฐฯ เป็นตัวแทน โดยเดิมทีเป็นข้อมูลรายวันและปรับข้อมูลเป็นรายเดือน

10. การเปลี่ยนแปลงทางการเมือง (POL) คือ ตัวแปร DUMMY ซึ่งมีค่าเท่ากับ 1 ในช่วงที่มีรัฐบาลที่ไม่ได้มาจากการเลือกตั้ง และมีค่าเท่ากับ 0 ในช่วงเวลาที่มีรัฐบาลที่มาจากการเลือกตั้ง โดยช่วงเวลาที่ไม่มีรัฐบาลมาจากการเลือกตั้งนั้นคือช่วงตั้งแต่วันที่ 19 กันยายน พ.ศ. 2549 จนถึงวันที่ 29 มกราคม พ.ศ. 2551

11. การประกาศใช้มาตรการกักสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทย (FIN) คือ ตัวแปร DUMMY ซึ่งมีค่าเท่ากับ 1 ในช่วงที่มีการประกาศใช้กฎระเบียบ และมีค่าเท่ากับ 0 ในช่วงเวลาที่ไม่มีการประกาศใช้กฎระเบียบ โดยช่วงเวลาที่ประกาศใช้มาตรการกักสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทยคือช่วงตั้งแต่วันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2549 จนถึงวันที่ 29 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2551

การทดสอบ Stationary

การศึกษาในครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติที่ใช้ข้อมูลอนุกรมเวลาในการศึกษาจึงต้องมีการทดสอบความมีเสถียรภาพของตัวแปร (Stationary) เนื่องจากหากมีการนำตัวแปรที่ไม่มีเสถียรภาพ (Non-Stationary) เข้าไปในแบบจำลองจะทำให้ผลการวิเคราะห์นั้นไม่มีประสิทธิภาพขาดความน่าเชื่อถือ (Spurious Problem) และค่าสถิติที่ได้ไม่สามารถนำไปใช้ได้ถูกต้อง ดังนั้น

จึงต้องมีการทดสอบความมีเสถียรภาพของตัวแปร (Stationary) โดยใช้ Unit Root Test ก่อนที่จะนำตัวแปรนั้นไปใช้ในแบบจำลอง GARCH-M

ในการศึกษาครั้งนี้มีตัวแปรอิสระทั้งสิ้น 9 ตัว คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ส่วนต่างความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนของไทย ราคาน้ำมันในตลาดโลก และส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศ โดยใช้การทดสอบ Unit Root Test โดยวิธี Augmented Dickey-Fuller test: ADF test

ในการทดสอบมีการตั้งสมมติฐานที่ใช้ในการทดสอบ ดังนี้

สมมติฐานหลัก $H_0: \beta_i = 0$ (Non-Stationary)

สมมติฐานรอง $H_1: \beta_i \neq 0$ (Stationary)

สำหรับการจะปฏิเสธ หรือยอมรับสมมติฐานนั้น หลักในการทดสอบ Unit Root Test จะสามารถพิจารณาจากค่า Augmented Dickey-Fuller test statistic โดยมีเกณฑ์ในการพิจารณา ดังนี้

- 1) ถ้าค่า Augmented Dickey-Fuller test statistic มากกว่า critical values จะปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่าตัวแปรนั้นมีลักษณะที่มีเสถียรภาพ (Stationary)
- 2) ถ้าค่า Augmented Dickey-Fuller test statistic น้อยกว่า critical values จะยอมรับสมมติฐานหลัก แสดงว่าตัวแปรนั้นไม่มีเสถียรภาพ (Non-Stationary) ซึ่งการทดสอบ Unit Root Test โดยวิธี Augmented Dickey-Fuller test: ADF test ที่ระดับ level ได้ผลดังนี้

การทดสอบ Unit Root Test โดยวิธี Augmented Dickey-Fuller test: ADF test ที่ระดับ level ได้ผลดังนี้

ตารางที่ 1 ผลการทดสอบ Unit Root โดยวิธี ADF test ที่ระดับ level

Variables	Lag Length	ADF Test Statistic	Critical Value			Status
			1%	5%	10%	
CPI**	12	-2.217342	-4.029595	-3.444487	-3.147063	Non-stationary
FER*	10	-1.879169	-3.480038	-2.883239	-2.578420	Non-stationary
IRD*	9	-5.590524	-3.480818	-2.883579	-2.578601	Stationary
OIL**	2	-3.793757	-4.024452	-3.442006	-3.145608	Stationary
PE*	6	-2.903160	-3.478547	-2.882590	-2.578074	Stationary
PII**	5	-5.046022	-4.026429	-3.442955	-3.156165	Stationary
PRISK*	10	-1.658439	-3.480038	-2.883239	-2.578420	Non-stationary
RTN*	0	-11.64268	-3.476472	-2.881685	-2.577591	Stationary
RTS*	0	-11.48789	-3.476472	-2.881685	-2.577591	Stationary

หมายเหตุ: * ทดสอบโดยใช้ Stationary with Intercept

** ทดสอบโดยใช้ Stationary with Trend and Intercept

ที่มา: จากการประมวลผลโดยใช้โปรแกรมทางสถิติ

ผลการทดสอบ Stationary โดยใช้ Unit Root Test ที่ระดับ level (ตารางที่ 1) ตัวแปร 6 ตัว จาก 9 ตัวมีคุณสมบัติ Stationary ที่ระดับ level มีตัวแปร 3 ตัวที่ไม่มีคุณสมบัติ Stationary เนื่องจากตัวแปรดังกล่าว ขอมรับ H_0 ดังนั้นจึงต้องนำตัวแปรดังกล่าวมาทำการทดสอบ Unit Root Test ที่ระดับ First Difference อีกครั้งหนึ่ง ซึ่งผลการทดสอบ Stationary ที่ระดับ first Difference ได้ผลดังนี้ (ตารางที่ 2)

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบ Unit Root โดยวิธี ADF test ที่ระดับ First Difference

Variables	Lag Length	ADF Test Statistic	Critical Value			Status
			1%	5%	10%	
CPI**	13	-3.381926	-4.030729	-3.445030	-3.147382	Stationary
FER*	9	-4.925748	-3.480038	-2.883239	-2.578420	Stationary
PRISK*	13	-4.977412	-3.481623	-2.883930	-2.578788	Stationary

หมายเหตุ: * ทดสอบโดยใช้ Stationary with Intercept

** ทดสอบโดยใช้ Stationary with Trend and Intercept

ที่มา: จากการประมวลผลโดยใช้โปรแกรมทางสถิติ

ผลการทดสอบ Stationary ที่ระดับ first difference พบว่าตัวแปรทั้ง 3 มีคุณสมบัติ Stationary ที่ระดับ first difference

จากการทดสอบ Stationary ตัวแปรอิสระทั้ง 9 พบว่าตัวแปรทั้งหมดมีคุณสมบัติ Stationary ทำให้สามารถนำตัวแปรทั้งหมดไปใช้ในการประมาณค่าแบบจำลอง GARCH-M ต่อไปได้

การเลือกจำนวน Lag ที่เหมาะสมให้กับ ARCH Term และ GARCH Term

การประมาณค่าแบบจำลอง GARCH-M จำเป็นต้องเลือกจำนวน Lag ของ ARCH Term และ GARCH Term ที่เหมาะสมด้วย เนื่องจากการเลือกจำนวน Lag ที่ไม่เหมาะสมจะส่งผลให้การประมาณค่าที่ได้ไม่สอดคล้องกับความเป็นจริง โดยแนวทางในการกำหนดจำนวน Lag ที่เหมาะสมจะพิจารณาจากค่า Akaike information criterion: AIC เป็นเกณฑ์ ซึ่งสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$AIC = n \log S^2 + 2k$$

โดยกำหนดให้ n คือ ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา

S^2 คือ ค่าความแปรปรวนของ Residual

k คือ จำนวน Parameter ที่ใช้ในการประมาณการในสมการ

โดยแบบจำลองที่ให้ค่า Akaike information criterion ที่ต่ำที่สุด จะเป็นแบบจำลองที่มีการเลือกใช้ Lag อย่างเหมาะสมที่สุด ซึ่งผลการคำนวณ Lag ในแบบจำลองดังกล่าวได้ดังตารางผนวกที่ 1 ซึ่งพบว่าค่า Lag ที่เหมาะสมของแบบจำลอง คือ ARCH 2 Term และ GARCH 2 Term เมื่อทราบจำนวน Lag ที่เหมาะสมในการประมาณค่าแบบจำลอง GARCH-M แล้วขั้นต่อไปเป็นการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ต่างๆในแบบจำลองด้วยวิธีความควรจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood Estimator Method, MLE)

ตารางที่ 3 ค่าประมาณที่ได้จากแบบจำลอง GARCH-M โดยวิธีความควรจะเป็นสูงสุด

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	significant
GARCH	-0.341071	0.091032	-3.746723	0.0002
C	1.655676	0.327655	5.053115	0.0000
FER	-0.027290	0.003655	-7.467341	0.0000
RTN	-0.005448	0.002229	-2.444710	0.0145
PII	0.006510	0.011527	0.564723	0.5723
IRD	0.012332	0.002824	4.367653	0.0000
CPI	-0.008126	0.005589	-1.453937	0.1460
OIL	0.007122	0.002502	2.846938	0.0044
RTS	0.002096	0.001100	1.905752	0.0567
PRISK	0.000576	0.000678	0.849590	0.3956
PE	-0.002909	0.004059	-0.716633	0.4736
Variance Equation				
C	0.228480	0.110078	2.05944	0.0397
RESID(-1) ²	-0.013945	0.078117	-0.178515	0.8583
RESID(-2) ²	0.408471	0.096776	4.220785	0.0000
GARCH(-1)	1.218171	0.014684	82.95632	0.0000
GARCH(-2)	-0.498709	0.026844	-18.57808	0.0000
POL	-0.046672	0.238629	-0.195583	0.8449
FIN	-0.018189	0.279598	-0.648036	0.5170
R-squared	0.114170	Mean dependent var		-0.000785
Adjusted R-squared	-0.005347	S.D. dependent var		0.628734
S.E. of regression	0.630413	Akaike info criterion		0.392418
Sum squared resid	50.07497	Schwarz criterion		0.763645
Log likelihood	-10.25409	F-statistic		0.955261
Durbin-Watson stat	1.330654	Prob(F-statistic)		0.512224

ที่มา: จากการคำนวณ

ผลการศึกษสามารถสรุปในรูปสมการได้ดังนี้

$$\begin{aligned}
 \text{NPF}_t = & 1.6556 - 0.0272\text{FER} - 0.0054\text{RTN} + 0.0065\text{PII} + 0.0123\text{IRD} - 0.0081\text{CPI} \\
 & (5.0531)^{***} (-7.4673)^{***} (-2.4447)^{**} (0.5647)^{\text{ns}} (4.3676)^{***} (-1.4539)^{\text{ns}} \\
 & + 0.0071\text{OIL} + 0.0020\text{RTS} + 0.0005\text{PRISK} - 0.0029\text{PE} - 0.3410 \sigma_t^2 \\
 & (2.8469)^{***} (1.9057)^* (0.8495)^{\text{ns}} (-0.7166)^{\text{ns}} (-3.7467)^{***} \\
 \sigma_t^2 = & 0.2284 - 0.0139 \varepsilon_{t-1}^2 + 0.4084 \varepsilon_{t-2}^2 + 1.2181 \sigma_{t-1}^2 - 0.4987 \sigma_{t-2}^2 - 0.0466\text{POL} \\
 & (2.0569)^{**} (-0.1785)^{\text{ns}} (4.2207)^{***} (82.9563)^{***} (-18.5780)^{***} (-0.1955)^{***} \\
 & -0.1811\text{FIN} \\
 & (-0.6480)^{\text{ns}}
 \end{aligned}$$

หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บคือค่า z-Statistic

ns	คือ	ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ
*	คือ	แสดงนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90%
**	คือ	แสดงนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95%
***	คือ	แสดงนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99%

จากการประมาณค่าตัวแปรอิสระต่างๆในแบบจำลอง ปรากฏว่าตัวแปรอิสระส่วนใหญ่ในแบบจำลองไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผู้วิจัยจึงทดสอบว่าตัวแปรในแบบจำลองเกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงหลายตัวแปร (Multicollinearity) หรือไม่โดยพิจารณาจากตาราง Correlation Matrix ดังแสดงได้ในตารางผนวกที่ 2

จากการตรวจสอบพบว่าเกิดปัญหาขึ้นกับตัวแปรสองตัวคือ ดัชนีราคาผู้บริโภคและระดับราคาน้ำมันในตลาดโลก ซึ่งตัวแปรอิสระทั้งสองมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ ผู้วิจัยจึงทำการจัดปัญหาดังกล่าวโดยการตัดตัวแปรที่เกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงหลายตัวแปรและตัดตัวแปรที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ คือ ดัชนีราคาผู้บริโภค ออกแล้วทำการประมาณค่าใหม่ ผลการประมาณค่าที่ได้ ตัวแปรอิสระส่วนใหญ่ในแบบจำลองยังคงไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม

ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติผู้วิจัยจึงทำการตัดตัวแปรที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติออกโดยเริ่มจาก ตัวแปรที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติใน Variance Equation ออกคือการกำหนดมาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทย และทำการประมาณค่าใหม่ ผลที่ได้คือตัวแปรอิสระทุกตัวใน Variance Equation สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ยังคงมีตัวแปรอิสระในสมการการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญ ผู้วิจัยจึงทำการตัดตัวแปรที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติออกทีละตัวโดยเลือกตัดตัวแปรที่มีนัยสำคัญทางสถิติน้อยที่สุดออกก่อน โดยทำการตัดตัวแปร คือ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ส่วนต่างความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยออกตามลำดับ หลังจากตัดตัวแปร อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยออกทำให้ได้ชุดของตัวแปรอิสระที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติดังแสดงในตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ค่าประมาณที่ได้จากแบบจำลอง GARCH-M โดยวิธีความควรจะเป็นสูงสุดหลังจากตัดตัวแปรที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติออก

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่าความคลาดเคลื่อน	z-Statistic	significant
GARCH	-0.415754	0.125858	-3.303368	0.0010
C	1.130576	0.092408	12.23464	0.0000
IRD	0.012644	0.002384	5.303027	0.0000
FER	-0.030792	0.002105	-14.63027	0.0000
OIL	0.006136	0.001407	4.359671	0.0000
RTS	0.002705	0.001232	2.195070	0.0282
RTN	-0.005000	0.002390	-2.091717	0.0365
Variance Equation				
C	0.226703	0.069379	3.267583	0.0011
RESID(-1) ²	-0.067974	0.038468	-1.767050	0.07772
RESID(-2) ²	0.387314	0.071846	5.390900	0.0000
GARCH(-1)	1.349577	0.058934	22.89969	0.0000
GARCH(-2)	-0.600801	0.049004	-12.26018	0.0000
POL	-0.225366	0.69425	-3.246166	0.0012
R-squared	0.179549	Mean dependent var		-0.000785
Adjusted R-squared	0.104393	S.D. dependent var		0.628734
S.E. of regression	0.595012	Akaike info criterion		0.407691
Sum squared resid	46.37916	Schwarz criterion		0.675799
Log likelihood	-16.35372	F-statistic		2.389021
Durbin-Watson stat	1.410669	Prob(F-statistic)		0.008015

ที่มา: จากการคำนวณ

ผลการศึกษานี้สามารถสรุปในรูปแบบการได้ดังนี้

$$\text{NPFI}_t = 1.1305 + 0.0126\text{IRD} - 0.0307\text{FER} + 0.0061\text{OIL} + 0.0027\text{RTS} - 0.0050\text{RTN}$$

$$(-3.3033)^{***} \quad (5.3030)^{***} \quad (-14.63027)^{***} \quad (4.3596)^{***} \quad (2.1950)^{**} \quad (-2.0917)^{**}$$

$$-0.4157\sigma^2$$

$$(-3.3033)^{***}$$

$$\sigma_t^2 = 0.2267 - 0.0679\varepsilon_{t-1}^2 + 0.3873\varepsilon_{t-2}^2 + 1.3495\sigma_{t-1}^2 - 0.6008\sigma_{t-2}^2 - 0.2253\text{POL}$$

$$(3.2375)^{**} \quad (-1.7670)^{\text{ns}} \quad (5.3909)^{***} \quad (22.8996)^{***} \quad (-12.2601)^{***} \quad (-3.2461)^{***}$$

หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บคือค่า z-Statistic

ns	คือ	ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ
*	คือ	แสดงนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90%
**	คือ	แสดงนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95%
***	คือ	แสดงนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99%

จากสมการ Condition of Variance ซึ่งแสดงถึงลักษณะความสัมพันธ์ของความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตัวแปรอิสระอันได้แก่ความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอดีต ความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอดีต และการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง ผลจากการประมาณค่าสมการทำให้ได้รับค่าสัมประสิทธิ์และค่าทางสถิติที่สำคัญดังนี้

ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนในช่วงเวลา t-1 มีค่าเท่ากับ -0.0679 ดังนั้น ความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนในช่วงเวลา t-1 จึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ ความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเมื่อความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนในช่วงเวลา t-1 เพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้ความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนลดลง 0.0679 หน่วย

ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนในช่วงเวลา t-2 มีค่าเท่ากับ 0.3873 ดังนั้น ความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนในช่วงเวลา t-2 จึงมีความสัมพันธ์ใน

ทิศทางเดียวกันกับ ความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเมื่อความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนในช่วงเวลา $t-2$ เพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้ความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้น 0.3873 หน่วย

ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลา $t-1$ มีค่าเท่ากับ 1.3495 ความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลา $t-1$ จึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ ความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเมื่อความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลา $t-1$ เพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้ความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้น 1.3495 หน่วย

ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลา $t-2$ มีค่าเท่ากับ -0.6008 ความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลา $t-2$ จึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ ความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเมื่อความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลา $t-2$ เพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้ความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดลง 0.6008 หน่วย

ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง มีค่าเท่ากับ -0.2253 ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงทางการเมืองจึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ ความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่กำหนดไว้ โดยเมื่อไม่มีการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง จะทำให้ความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ลดลง 0.2253 เมื่อเปรียบเทียบกับกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง กล่าวคือ เมื่อประเทศไทยมีความมั่นคงทางการเมือง คือมีรัฐบาลที่มาจากทางเลือกก็จะส่งผลในทางบวกต่อความมั่นคงในการลงทุนของชาวต่างชาติ

เมื่อพิจารณาจากค่าสถิติ Z-Statistic ของตัวแปรอิสระพบว่า การเปลี่ยนแปลงทางการเมือง ความคลาดเคลื่อนในช่วงเวลา t-1 ความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลา t-1 และ t-2 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ในขณะที่ ความแปรปรวนของคลาดเคลื่อนในช่วงเวลา t-2 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

เมื่อพิจารณาจากเครื่องหมายสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรอิสระแต่ละตัวแล้วพบว่า ความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลาที่ t-1 และความแปรปรวนของคลาดเคลื่อนในช่วงเวลาที่ t-2 มีความสัมพันธ์กับความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางเดียวกัน ในขณะที่ ความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลาที่ t-2 ความแปรปรวนของคลาดเคลื่อนในช่วงเวลาที่ t-1 และการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองมีความสัมพันธ์กับความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางตรงกันข้าม

จากสมการการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแสดงถึงลักษณะความสัมพันธ์ของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตัวแปรอิสระต่างๆ ผลจากการประมาณค่าแบบจำลองทำให้ได้รับค่าสัมประสิทธิ์และค่าทางสถิติที่สำคัญดังนี้

ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศมีค่าเท่ากับ 0.0126 ดังนั้น ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศจึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่กำหนดไว้ โดยถ้าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศมีการเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย จะทำให้การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน 12.6 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ กล่าวคือ ถ้าส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศเพิ่มขึ้นแสดงว่าอัตรา

ผลตอบแทนของเงินทุนในประเทศไทยสูงขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับต่างประเทศ ทำให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้นรวมทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วย

ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศมีค่าเท่ากับ -0.0307 ดังนั้น อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ จึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่กำหนดไว้ โดยถ้าอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา) มีการเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย จะทำให้การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้าม 30.7 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ กล่าวคือเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ เพิ่มขึ้นแสดงว่าค่าเงินบาทอ่อนค่าลงเมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินต่างประเทศทำให้ผลตอบแทนที่ชาวต่างประเทศได้รับจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อคิดเป็นเงินตราต่างประเทศลดลง ส่งผลให้นักลงทุนต่างประเทศถอนการลงทุนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของระดับราคาน้ำมันในตลาดโลกมีค่าเท่ากับ 0.0061 ดังนั้น ระดับราคาน้ำมันในตลาดโลกจึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยถ้าระดับราคาน้ำมันในตลาดโลกมีการเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วยจะทำให้การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน 6.1 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ ซึ่งลักษณะความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่กำหนดไว้ เนื่องจาก เมื่อระดับราคาน้ำมันในตลาดโลกสูงขึ้นจะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของหุ้นกลุ่มพลังงานมีสูงขึ้น ซึ่งนักลงทุนต่างชาติตอบสนองต่อการปรับตัวของระดับราคาน้ำมันในทิศทางเดียวเพื่อทำกำไรในระยะสั้น โดยหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าการซื้อขายสูงสุดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยในปี 2550 มีมูลค่าการซื้อขายหุ้นกลุ่มพลังงานถึงร้อยละ 20 ของมูลค่าการซื้อขายทั้งหมด

ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเท่ากับ 0.0027 ดังนั้น ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่กำหนดไว้ โดยถ้าผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 1 จะทำให้การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน 2.705 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ กล่าวคือ เมื่อผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มสูงขึ้นจะทำให้นักลงทุนเลือกที่จะนำเงินมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่หากผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดลงจะทำให้ให้นักลงทุนเลือกที่เคลื่อนย้ายเงินลงทุนออกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กมีค่าเท่ากับ -0.005 ดังนั้น ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กจึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่กำหนดไว้ โดยถ้าผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 1 จะทำให้การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน 5.0 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ กล่าวคือเมื่อผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กเพิ่มสูงขึ้นจะทำให้ให้นักลงทุนเลือกที่จะนำเงินมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กเพิ่มสูงขึ้นและทำให้เงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดต่ำลง ในขณะที่หากผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กลดลงจะทำให้ให้นักลงทุนเลือกที่เคลื่อนย้ายเงินลงทุนออกจากตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กและทำให้เงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มสูงขึ้น

ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเท่ากับ -0.4157 ดังนั้น ความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่กำหนดไว้ โดยถ้าความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย จะทำให้การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้าม 415.7 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา เมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ กล่าวคือเมื่อความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มสูงขึ้นจะส่งผลต่อความไม่แน่นอนในผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับของนักลงทุนต่างชาติที่จะเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

แห่งประเทศไทย ทำให้ความมั่นใจที่นักลงทุนต่างชาติจะนำเงินมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีน้อยลง

เมื่อพิจารณาจากค่าสถิติ Z-Statistic ของตัวแปรอิสระพบว่า ระดับราคาน้ำมันในตลาดโลก ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ และความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่าง มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ในขณะที่ ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ นีวยอร์ก ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอธิบายการ เปลี่ยนแปลงของการลงทุน โดยจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมี นัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

พิจารณาเครื่องหมายสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรอิสระแต่ละตัวแล้วพบว่า ระดับ ราคาน้ำมันในตลาดโลก ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนต่าง ระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศ มีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางเดียวกัน ในขณะที่ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา ต่างประเทศ ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก และความแปรปรวนของการ ลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์กับการลงทุนจาก ต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางตรงกันข้าม

ค่าสถิติทดสอบ F (F-Statistic) ที่ได้จากการคำนวณมีค่าเท่ากับ 2.389 และมีค่า P-Value เท่ากับ 0.000 หมายความว่าสามารถปฏิเสธสมมติฐานว่าง (Null Hypothesis) ที่ว่าตัวแปรทุกตัวใน สมการไม่สามารถอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม และยอมรับสมมติฐานทางเลือก (Alternative Hypothesis) ที่ว่าตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัว ในแบบจำลอง สามารถอธิบายตัวแปร ตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

ผลจากการประมาณค่าตัวแปรต่างๆในแบบจำลอง ปรากฏว่า ค่าสัมประสิทธิ์แห่งการ กำหนด (R^2) มีค่าเท่ากับ 0.1795 ในขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์แห่งการกำหนดที่ปรับค่าแล้ว (Adjusted R^2) ด้วยองศาความเป็นอิสระ (Degree of Freedom) มีค่าเท่ากับ 0.1043 ซึ่งแสดงว่าที่ระดับความ เชื่อมั่นร้อยละ 99 ตัวแปรอิสระทั้งหมดในแบบจำลองมีความสามารถในการอธิบายถึงการ

เปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม คือ การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ร้อยละ 10.43 โดยที่เหลืออีกร้อยละ 89.57 เป็นอิทธิพลจากปัจจัยอื่นๆที่ไม่ได้ระบุไว้ในแบบจำลอง

สรุปผลการวิเคราะห์

จากการศึกษาหาสาเหตุของความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองเป็นสาเหตุของการเกิดความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่การกำหนดมาตรการสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทยไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเนื่องจากธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการเปลี่ยนแปลงรายละเอียดในส่วนของการกันสำรองในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยให้วงเงินการกันสำรองในส่วนของเงินที่นำมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีการเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ดังกล่าวหลังจากประกาศใช้มาตรการกันสำรองไปเพียง 1 วัน ทำให้มาตรการดังกล่าวไม่ส่งผลโดยตรงต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เหลือเพียงผลทางด้านจิตวิทยาเพราะมาตรการกันสำรองยังคงประกาศใช้อยู่

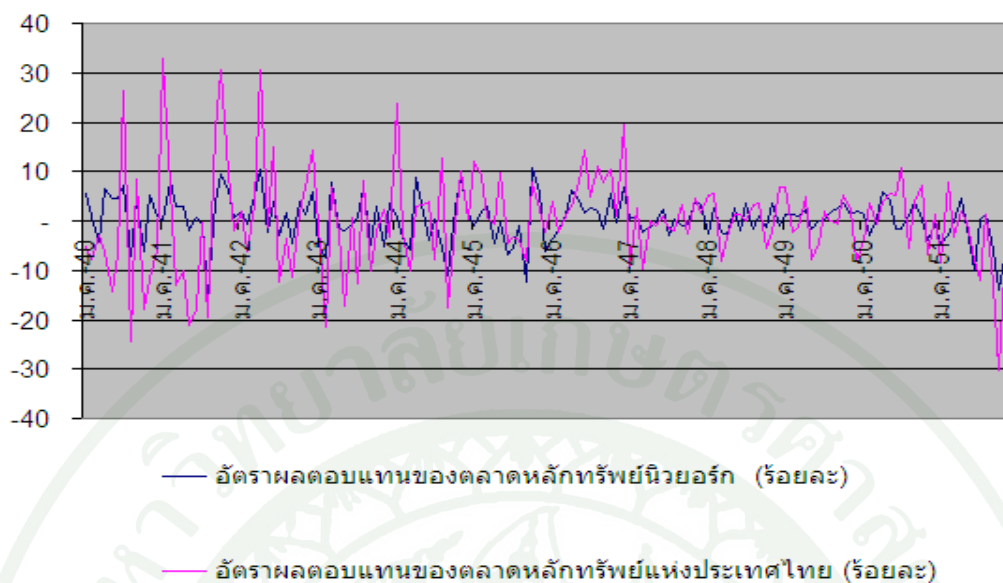
การศึกษาหาสาเหตุของความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้ทราบว่า ปัจจัยพื้นฐานทางการเมืองส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการศึกษาปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ระดับราคาน้ำมันในตลาดโลก อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศ เป็นปัจจัยที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ตัวแปรอื่นๆ ได้แก่ ส่วนต่างระหว่างความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ดัชนีราคาผู้บริโภค และอัตราส่วนราคาปิดต่อ

กำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นั้นไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติซึ่งสามารถอธิบายได้ดังนี้

อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะเป็นปัจจัยที่ใช้พิจารณาในการเลือกลงทุน โดยพิจารณาจากความสามารถในการทำกำไรจากสินทรัพย์ของบริษัท โดยการเปรียบเทียบราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิ ซึ่งอัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นเพียงปัจจัยหนึ่งในการพิจารณาเลือกลงทุนซึ่งในการเลือกลงทุนนั้นต้องใช้ปัจจัยอื่นๆเพื่อประกอบการตัดสินใจ อีกทั้งจากพฤติกรรมนักลงทุนที่มักจะซื้อขายเพื่อทำกำไรในระยะสั้น จึงทำให้อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งให้คาดคะเนผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้ที่มีใช้ระยะสั้นเหมือนกับปัจจัยอื่นๆที่ส่งผลถึงราคาของหลักทรัพย์โดยตรง

ส่วนต่างระหว่างความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากความแปรปรวนของผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะสูงกว่า ความแปรปรวนของผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กนั้นไม่ได้หมายความว่าผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนจะน้อยกว่า เป็นผลมาจากการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าจะมีความเสี่ยงจากการลงทุนมากกว่า จากภาพที่ 8 แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ในขณะที่เดียวกันผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยก็มีความผันผวนมากกว่าด้วย ทำให้ในบางช่วงเวลาความแปรปรวนของผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กแต่ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับสูงกว่า หรือในบางช่วงเวลาความแปรปรวนของผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กแต่ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับต่ำกว่า ทำให้ส่วนต่างระหว่างความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ



ภาพที่ 8 อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (ร้อยละ)

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2553)

ดัชนีราคาผู้บริโภคซึ่งอธิบายถึงภาวะเงินเฟ้อนั้นหากดัชนีราคาผู้บริโภคเพิ่มสูงขึ้นจะทำให้มูลค่าของสินทรัพย์ที่แท้จริงหรือความมั่งคั่งนั้นลดลง แต่นักลงทุนต่างชาติจะพิจารณาผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินและไม่สนใจมูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ซึ่งเป็นไปตามพฤติกรรมการลงทุนที่เป็นไปในลักษณะของการเก็งกำไรระยะสั้น

ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนซึ่งเป็นดัชนีชี้วัดถึงการเจริญเติบโตของประเทศในอนาคตซึ่งส่งผลถึงผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างไรก็ตามการคาดการณการลงทุนภาคเอกชนเป็นเพียงตัวชี้วัดหนึ่งในการคาดการณ์ผลตอบแทนในอนาคตเท่านั้น ซึ่งในการคาดการณ์ผลตอบแทนที่จะได้รับนั้นพิจารณาจากหลายปัจจัย อีกทั้งมีปัจจัยอื่นๆที่สามารถส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับการลงทุนได้มากและเร็วกว่าเช่นอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ราคาน้ำมันในตลาดโลก อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก เป็นต้น

การศึกษาปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำให้ทราบว่า ความไม่มีเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งพิจารณาจากตัวแปรความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งส่วนหนึ่ง

เป็นผลมาจากความไม่มีเสถียรภาพทางการเมือง ส่งผลต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทางลบ โดยที่กลุ่มนักลงทุนต่างชาติมีอิทธิพลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์มากที่สุด ดังนั้นหากเกิดความไม่มีเสถียรภาพทางการเมืองขึ้นจะทำให้ความผันผวนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสูงขึ้นด้วย

นอกจากนี้จากการศึกษาทำให้ทราบว่านักลงทุนต่างชาติมีพฤติกรรมการลงทุนแบบเก็งกำไรระยะสั้นซึ่งแสดงให้เห็นจากปัจจัยที่นักลงทุนพิจารณาในการเลือกลงทุนนั้นส่วนใหญ่จะเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับในทางตรง (ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ และระดับราคาน้ำมันในตลาดโลก เป็นต้น) ในขณะที่กลุ่มตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับในทางอ้อม (ได้แก่ที่ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ดัชนีราคาผู้บริโภค และอัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) ไม่ได้เป็นปัจจัยที่นักลงทุนต่างชาติใช้พิจารณาในการลงทุน

สรุปผลการวิเคราะห์ทางเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ

จากการศึกษาทำให้ทราบว่านักลงทุนต่างชาติที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีพฤติกรรมการลงทุนในลักษณะของการลงทุนเพื่อเก็งกำไรในระยะสั้น โดยการซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ไทยมากที่สุด จากพฤติกรรมการลงทุนดังกล่าวทำให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความผันผวนตลอดเวลา ในขณะที่ความไม่มีเสถียรภาพทางการเมืองก็เป็นสาเหตุอีกประการหนึ่งที่ก่อให้เกิดความผันผวนขึ้นในตลาดหลักทรัพย์อีกด้วย

การไม่มีเสถียรภาพในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากสาเหตุต่างๆ อาจจะทำให้ผู้ระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่สามารถระดมทุนได้ตามแผนการระดมทุนที่ตั้งไว้ได้ เนื่องจากการเข้าระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ผู้ระดมทุนมักเลือกช่วงเวลาในตลาดหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนอยู่ในระดับที่ไม่สูงนักและราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่ดี เพื่อให้การระดมทุนเป็นไปได้อย่างราบรื่น หากผู้ระดมทุนไม่สามารถคาดการณ์ถึงความผันผวนที่จะเพิ่มสูงขึ้นในอนาคตได้ดีพออาจจะทำให้การระดมทุนไม่สามารถบรรลุผลตามแผนการระดมทุนที่ตั้งไว้ได้ และทำให้แผนการดำเนินธุรกิจของบริษัทคลาดเคลื่อนได้

ในส่วนของผู้ลงทุนรายย่อยและผู้ลงทุนสถาบันผู้ลงทุนจะเลือกลงทุนโดยพิจารณาถึงผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับและความเสี่ยงในผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ เพื่อที่จะสามารถบริหารความเสี่ยงในการลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ ได้อย่างเหมาะสม การทราบว่าความผันผวนที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นเกิดจากสาเหตุต่างๆ ได้แก่ ความไม่มีเสถียรภาพทางการเมือง การปรับตัวของปัจจัยต่างๆ ที่ตอบสนองต่อราคาหลักทรัพย์ได้เร็ว คือ ราคาน้ำมันในตลาดโลก อัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น การรับรู้ดังกล่าวทำให้ผู้ลงทุนสามารถเลือกลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ เพื่อกระจายความเสี่ยงได้อย่างเหมาะสมยิ่งขึ้นได้ และจากการลงทุนของนักลงทุนต่างชาตินั้นมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ไทยมากที่สุด นักลงทุนสามารถเพิ่มโอกาสทำกำไรจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จากการที่ทราบว่านักลงทุนต่างชาติเลือกลงทุนผ่านปัจจัยต่างๆ คือ ราคาน้ำมันในตลาดโลก อัตราแลกเปลี่ยนเปลี่ยนแปลง อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศ

ข้อจำกัดของการศึกษา

1. จากการศึกษาโดยใช้แบบจำลอง GARCH-M บอกได้เพียงว่าการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองส่งผลต่อความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ไม่สามารถบอกได้ว่าการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองซึ่งเป็นสาเหตุส่วนหนึ่งของความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์นั้นส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ในขนาดเท่าใด

2. จากการศึกษาไม่สามารถบอกได้ว่าตัวแปรอิสระตัวแปรใดส่งผลต่อตัวแปรตาม คือ การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้แรงกว่ากัน

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

สรุปผลการวิจัย

เงินลงทุนจากต่างชาตินั้นเป็นเงินลงทุนที่สำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศไทย เนื่องจากประเทศไทยยังคงต้องพึ่งพิงเงินทุนจากต่างชาติเพื่อชดเชยช่องว่างการออมและการลงทุน แต่จากอดีตจนถึงปัจจุบันการลงทุนจากต่างชาติมีความผันผวนอยู่ตลอดเวลา โดยที่เงินลงทุนจากต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความผันผวนสูงที่สุดเมื่อเทียบกับเงินลงทุนจากต่างชาติในรูปแบบอื่นๆ ดังนั้นจึงควรลดความผันผวนของเงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ลงเพื่อทำให้ระบบเศรษฐกิจของไทยมีเสถียรภาพมากยิ่งขึ้น ดังนั้นในการศึกษาในครั้งนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา สาเหตุของการเกิดความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งกระทำวิเคราะห์โดยการประมาณค่าแบบจำลอง

แบบจำลองที่สร้างขึ้นใช้ข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่ เดือนมกราคม พ.ศ. 2540 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2551 โดยเป็นแบบจำลอง GARCH-M ซึ่งแบบจำลองดังกล่าวแบ่งออกเป็น 2 สมการ คือ สมการลงทุนสุทธิจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมการความแปรปรวนของการลงทุนสุทธิจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำการประมาณค่าด้วยวิธีความควรจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood Estimation) โดยก่อนการประมาณค่าได้ทำการทดสอบ Unit Root โดยวิธี ADF Test พบว่าตัวแปรทุกตัวในระบบสมการมีคุณสมบัติ Stationary และทำการเลือก Lag ที่เหมาะสมให้กับแบบจำลองโดยพิจารณาจากค่า Akaike information criterion: AIC เป็นเกณฑ์ โดยจำนวน Lag ที่เหมาะสมคือ GARCH 2 Term และ ARCH 2 Term

การประมาณค่าแบบจำลองปรากฏมีค่าสถิติได้แก่ R^2 และ $\text{adjust } R^2$ อยู่ในระดับต่ำกว่าคือ ตัวแปรอิสระทั้งหมดในแบบจำลองสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามคือ การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และความแปรปรวนของการลงทุนจาก

ต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ในส่วนน้อย โดยปัจจัยอื่นๆที่ไม่ได้ระบุในแบบจำลองนั้นสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้มากกว่า

ผลการประมาณค่าแบบจำลองพบว่าตัวแปรที่มีผลต่อความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยคือ การเปลี่ยนแปลงทางการเมือง(ช่วงเวลาที่ไม่มีรัฐบาลมาจากการเลือกตั้ง) ค่าความแปรปรวนของตลาดเคลื่อนในช่วงเวลาที่ $t-1$ และ $t-2$ ค่าความแปรปรวนของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในเวลา $t-1$ และ $t-2$ โดยที่การเปลี่ยนแปลงทางการเมืองมีความสัมพันธ์กับความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทางบวกในขณะที่การกำหนดมาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทยไม่ได้เป็นสาเหตุของความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยคือ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ระดับราคาน้ำมันในตลาดโลก และความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากความไม่มีเสถียรภาพทางการเมืองส่งผลต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทางลบ ในขณะที่อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระดับราคาน้ำมันในตลาดโลก และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศ มีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทางบวก โดยที่ส่วนต่างระหว่างความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ดัชนีราคาผู้บริโภค และอัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่ได้เป็นปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สำหรับการวิเคราะห์สาเหตุของความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวได้ว่า ความไม่มีเสถียรภาพทางการเมืองส่งผลต่อความเชื่อมั่นในการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และส่งผลถึงเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจไทย อีกทั้งพฤติกรรมของนักลงทุนต่างชาติที่เป็นแบบเก็งกำไรในระยะสั้นซึ่งสะท้อนจากปัจจัยที่นักลงทุนต่างชาติเลือกพิจารณาลงทุนนั้นส่วนใหญ่จะเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับได้ในทางตรง ในขณะที่กลุ่มตัวแปรที่

ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับได้ในทางอ้อมไม่มีผลต่อการเลือกลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ จากพฤติกรรมดังกล่าวทำให้การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติมีความผันผวนอยู่ตลอดเวลา

ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และปัจจัยที่กำหนดความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แบ่งข้อเสนอแนะออกเป็น 2 ส่วน คือ ข้อเสนอแนะจากการศึกษาและข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาค้างต่อไป

ข้อเสนอแนะจากการศึกษา

1. จากการศึกษาที่ทำให้ทราบว่า การเปลี่ยนแปลงทางการเมืองและพฤติกรรมของนักลงทุนต่างชาติมีผลต่อความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำให้ผู้ลงทุนคือ นักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบัน สามารถรับรู้ถึงความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ดีขึ้น และสามารถกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนได้อย่างเหมาะสม และจากที่ทราบว่าปัจจัยใดบ้างที่มีอิทธิพลต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติทำให้ผู้ลงทุนสามารถคาดการณ์ในราคาหลักทรัพย์ที่จะเปลี่ยนแปลงไปจากปัจจัยต่างๆ ทำให้นักลงทุนสามารถสร้างโอกาสในการทำกำไรจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้มากขึ้น
2. จากการศึกษาที่ทำให้ทราบว่า ความไม่มีเสถียรภาพทางการเมือง ทำให้เกิดความผันผวนขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผลมาจากปัจจัยต่างๆ ทำให้ผู้ระดมทุนสามารถตัดสินใจเลือกช่วงเวลาในการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้อย่างเหมาะสมยิ่งขึ้นจากการรับรู้ถึงผลที่จะเกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงปัจจัยต่างๆ ซึ่งการรับรู้ดังกล่าวทำให้ผู้ระดมทุนสามารถลดความเสี่ยงที่การระดมทุนจะไม่เป็นไปตามแผนการระดมทุนได้ ทำให้ธุรกิจสามารถดำเนินงานได้อย่างราบรื่น สามารถปฏิบัติตามแผนงานที่วางไว้ได้ดียิ่งขึ้น
3. จากการศึกษาที่ทำให้ทราบว่า ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศ และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา) นั้นเป็นปัจจัยที่มีความ

สัมพันธ์กับการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้การดำเนินการนโยบายทางการเงินผ่านปัจจัยทั้งสองทำให้สามารถพิจารณาผลทางด้านต่างๆ ได้อย่างรอบคอบยิ่งขึ้น

4. จากการศึกษาที่ทำให้ทราบว่าการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีเสถียรภาพมากนักซึ่งเป็นผลมาจากความไม่มีเสถียรภาพทางการเมือง และพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติที่เป็นการลงทุนในระยะสั้น

การรักษาเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่สามารถทำได้โดยผ่านการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ แต่การรักษาเสถียรภาพทางการเมืองทำให้ความผันผวนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่เพิ่มสูงขึ้นได้

แต่อย่างไรก็ดีการลดการพึ่งพิงเงินทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลงจะทำให้การรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของไทยทำได้ง่ายขึ้น

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

1. ในการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนสุทธิจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในครั้งนี้ตัวแปรอิสระต่างๆ ในแบบจำลองสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้น้อย ในการศึกษาครั้งต่อไปควรจะนำปัจจัยอื่นๆ เช่น ปัจจัยทางเศรษฐกิจ การเมือง และจิตวิทยา อื่นๆ มา ใส่ในแบบจำลองมากขึ้นเพื่อให้ผลการศึกษสามารถอธิบายความสัมพันธ์ของปัจจัยต่างๆ ที่มีผลกระทบต่อการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และความแปรปรวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ครอบคลุมและมีประสิทธิภาพมากขึ้น

2. เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความผันผวน การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ หรืออื่นๆ ที่เกี่ยวข้องควรรวบรวมข้อมูลที่ละเอียดยิ่งขึ้นเพื่อให้ผลการศึกษสามารถอธิบายได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

3. การศึกษาปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสาเหตุของความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาเป็นรายอุตสาหกรรมทำให้ผลการวิเคราะห์ที่ได้จะสามารถนำไปใช้ในการเลือกลงทุนของ นักลงทุนได้ดีขึ้น



เอกสารและสิ่งอ้างอิง

จรรยา จิวาภิบาลธนากิจ. 2546. ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อ การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขา เศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

จินตนา ตั้งพัฒนกิจ. 2538. ความเสมอภาคของอัตราดอกเบี้ยและผลกระทบต่อ การไหลเข้าของ เงินทุนของประเทศไทย. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

จิราพร อนันต์มนตรีโชค. 2542. เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิภาคเอกชนจากต่างประเทศ: ปัจจัยที่เป็น ตัวกำหนดและผลกระทบ. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

ชาญณรงค์ ชัยพัฒน์. 2539. อิทธิพลของนักลงทุนที่มีต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุน. วิทยานิพนธ์ เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

ณรงค์ ชวนใช้. 2540. ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อ การไหลของเงินทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 1999. **Fact Book 1998**. กรุงเทพมหานคร.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2000. **Fact Book 1999**. กรุงเทพมหานคร.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2001. **Fact Book 2000**. กรุงเทพมหานคร.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2002. **Fact Book 2001**. กรุงเทพมหานคร.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2003. **Fact Book 2002**. กรุงเทพมหานคร.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2004. **Fact Book 2003**. กรุงเทพมหานคร.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2005. **Fact Book 2004**. กรุงเทพมหานคร.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2006. **Fact Book 2005**. กรุงเทพมหานคร.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2007. **Fact Book 2006**. กรุงเทพมหานคร.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2008. **Fact Book 2007**. กรุงเทพมหานคร.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2009. **Fact Book 2008**. กรุงเทพมหานคร.

บัณฑิต ชัยวิชญชาติ. 2539. **ลักษณะและปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

บัณฑิต ชัยวิชญชาติ และ สุจิต ชัยวิชญชาติ. 2549. “ระบบอัตราแลกเปลี่ยนกับลักษณะของเงินทุนต่างประเทศภาคเอกชนของไทย.” วารสารเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ 13 (2): 1-22.

พิชานัน อรัณยนาท. 2545. **ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจและความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจของเอเชียตะวันออก โดยวิธีการ อะซิมเมตริกการช. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาการธนาคารและการเงิน, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.**

วัชรินทร์ มิ่งขวัญรุ่งเรือง. 2540. **ปัจจัยกำหนดการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จากต่างประเทศในประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

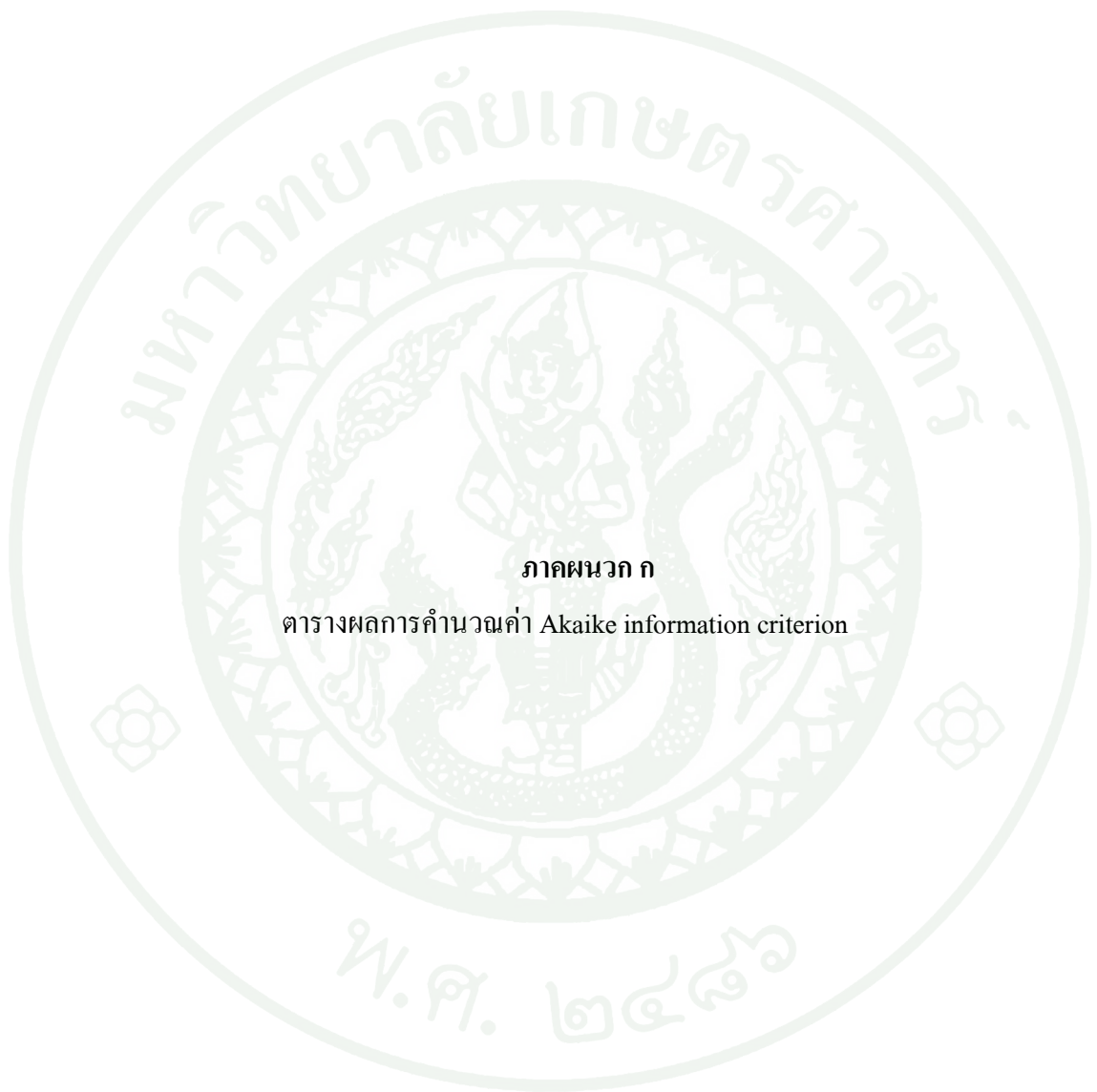
ศรวรรณ ค้วงทอง. 2549. การเปรียบเทียบระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี 2540. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

Enders, W. 2004. **Applied econometric time series.** Hoboken: Wiley

Wannasophon, T. 1997. **Impacts of foreign investment on the Thai stock market: var analysis.** Thesis (M.A.) Faculty of Economics, Thammasat University.

Tobin, J. 1956. "Liquidity Preference as Behavior Toward Risk." **The Review of Economic Studies** 25 : 65-86.





ภาคผนวก ก
ตารางผลการคำนวณค่า Akaike information criterion

ตารางผนวกที่ 1 ผลการคำนวณค่า Akaike information criterion

ARCH	GARCH	AIC
1	1	0.523177
1	2	0.427919
1	3	0.472146
1	4	0.517280
1	5	0.505447
1	6	0.546587
2	1	0.445021
2	2	0.392418
2	3	0.463953
2	4	0.469713
2	5	0.511652
2	6	0.591228
3	1	0.393727
3	2	0.443451
3	3	0.508064
3	4	0.520844
3	5	0.535585
3	6	0.541009
4	1	0.441779
4	2	0.491179
4	3	0.624565
4	4	0.593185
4	5	0.603723
4	6	0.635241
5	1	0.479380
5	2	0.518217

ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

ARCH	GARCH	AIC
5	3	0.742713
5	4	0.815879
5	5	0.695211
5	6	0.752190
6	1	0.410760
6	2	0.559345
6	3	0.595981
6	4	0.514601
6	5	0.617641
6	6	0.829976

ที่มา: จากการประมวลผลโดยใช้โปรแกรมทางสถิติ



ตารางผนวกที่ 2 Correlation Matrix

	NFPI	CPI	FER	IRD	OIL	PE	PII	PRISK	RTN	RTS
NFPI	1.000000	-0.230197	-0.002746	0.140617	-0.270667	-0.026780	-0.014889	-0.105182	0.113064	0.115429
CPI	-0.230197	1.000000	-0.201021	-0.273312	0.914766	0.119091	0.658162	0.190129	-0.179743	-0.027563
FER	-0.002746	-0.201021	1.000000	-0.098436	-0.388285	-0.450546	-0.546723	-0.061988	-0.036457	0.196344
IRD	0.140617	-0.273312	-0.098436	1.000000	-0.171458	0.131762	0.177842	-0.247482	0.066290	-0.130777
OIL	-0.270667	0.914766	-0.388285	-0.171458	1.000000	0.217240	0.721818	0.174899	-0.177114	-0.100260
PE	-0.026780	0.119091	-0.450546	0.131762	0.217240	1.000000	0.261046	-0.039620	0.087827	0.031549
PII	-0.014889	0.658162	-0.546723	0.177842	0.721818	0.231046	1.000000	0.151889	-0.038874	-0.085320
PRISK	-0.105182	0.190129	-0.061988	-0.247482	0.174899	-0.039620	0.151889	1.000000	-0.058536	-0.336429
RTN	0.113064	-0.179743	-0.036457	0.066290	-0.177114	0.087827	-0.038874	-0.058536	1.000000	0.540042
RTS	0.115429	-0.027563	0.196344	-0.130777	-0.100260	0.031549	-0.085320	-0.336429	0.540042	1.000000

ที่มา: จากการประมวลผลโดยใช้โปรแกรมทางสถิติ



ภาคผนวก ค
ผลการประมาณค่าแบบจำลอง GARCH-M

ตารางผนวกที่ 3 ค่าสถิติที่ได้จากการประมาณค่าแบบจำลอง GARCH-M

Dependent Variable: NFPI

Method: ML - ARCH

Date: 06/22/10 Time: 20:20

Sample: 1997M01 2008M12

Included observations: 144

Convergence achieved after 23 iterations

Variance backcast: ON

GARCH = C(12) + C(13)*RESID(-1)^2 + C(14)*RESID(-2)^2 + C(15)
*GARCH(-1) + C(16)*GARCH(-2) + C(17)*POL + C(18)*FIN

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
GARCH	-0.341071	0.091032	-3.746723	0.0002
C	1.655676	0.327655	5.053115	0.0000
FER	-0.027290	0.003655	-7.467341	0.0000
RTN	-0.005448	0.002229	-2.444710	0.0145
PII	0.006510	0.011527	0.564723	0.5723
IRD	0.012332	0.002824	4.367653	0.0000
CPI	-0.008126	0.005589	-1.453937	0.1460
OIL	0.007122	0.002502	2.846938	0.0044
RTS	0.002096	0.001100	1.905752	0.0567
PRISK	0.000576	0.000678	0.849590	0.3956
PE	-0.002909	0.004059	-0.716633	0.4736

Variance Equation

C	0.228480	0.111078	2.056944	0.0397
RESID(-1)^2	-0.013945	0.078117	-0.178515	0.8583
RESID(-2)^2	0.408471	0.096776	4.220785	0.0000
GARCH(-1)	1.218171	0.014684	82.95632	0.0000
GARCH(-2)	-0.498709	0.026844	-18.57808	0.0000
POL	-0.046672	0.238629	-0.195583	0.8449
FIN	-0.181189	0.279598	-0.648036	0.5170

R-squared	0.114170	Mean dependent var	-0.000785
Adjusted R-squared	-0.005347	S.D. dependent var	0.628734
S.E. of regression	0.630413	Akaike info criterion	0.392418
Sum squared resid	50.07497	Schwarz criterion	0.763645
Log likelihood	-10.25409	F-statistic	0.955261
Durbin-Watson stat	1.330654	Prob(F-statistic)	0.512224

จากการประมวลผลโดยใช้โปรแกรมทางสถิติ

ตารางผนวกที่ 4 ค่าสถิติที่ได้จากการประมาณค่าแบบจำลอง GARCH-M หลังจากตัดตัวแปรดัชนี
ราคาผู้บริโภค

Dependent Variable: NFPI

Method: ML - ARCH

Date: 06/22/10 Time: 20:21

Sample: 1997M01 2008M12

Included observations: 144

Convergence achieved after 44 iterations

Variance backcast: ON

GARCH = C(11) + C(12)*RESID(-1)^2 + C(13)*RESID(-2)^2 + C(14)
*GARCH(-1) + C(15)*GARCH(-2) + C(16)*POL + C(17)*FIN

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
GARCH	-0.368819	0.122127	-3.019965	0.0025
C	1.255526	0.130354	9.631672	0.0000
FER	-0.032593	0.002643	-12.33272	0.0000
RTN	-0.005586	0.002423	-2.305632	0.0211
PII	0.004710	0.012738	0.369759	0.7116
IRD	0.013599	0.002959	4.595881	0.0000
OIL	0.005426	0.001678	3.234056	0.0012
RTS	0.002313	0.001258	1.838801	0.0659
PRISK	0.000560	0.000976	0.574176	0.5658
PE	-0.005763	0.004543	-1.268429	0.2046

Variance Equation

C	0.249190	0.107826	2.311042	0.0208
RESID(-1)^2	-0.046334	0.047464	-0.976203	0.3290
RESID(-2)^2	0.364200	0.071590	5.087271	0.0000
GARCH(-1)	1.324556	0.083123	15.93491	0.0000
GARCH(-2)	-0.580701	0.069262	-8.384069	0.0000
POL	-0.125144	0.222994	-0.561200	0.5747
FIN	-0.123038	0.271579	-0.453048	0.6505

R-squared	0.143795	Mean dependent var	-0.000785
Adjusted R-squared	0.035927	S.D. dependent var	0.628734
S.E. of regression	0.617337	Akaike info criterion	0.435631
Sum squared resid	48.40029	Schwarz criterion	0.786234
Log likelihood	-14.36541	F-statistic	1.333059
Durbin-Watson stat	1.368484	Prob(F-statistic)	0.187257

จากการประมวลผลโดยใช้โปรแกรมทางสถิติ

ตารางผนวกที่ 5 ค่าสถิติที่ได้จากการประมาณค่าแบบจำลอง GARCH-M หลังจากตัดตัวแปรหุ่น
การกำหนดมาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทย

Dependent Variable: NFPI

Method: ML - ARCH

Date: 06/22/10 Time: 20:21

Sample: 1997M01 2008M12

Included observations: 144

Convergence achieved after 57 iterations

Variance backcast: ON

GARCH = C(11) + C(12)*RESID(-1)^2 + C(13)*RESID(-2)^2 + C(14)
*GARCH(-1) + C(15)*GARCH(-2) + C(16)*POL

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
GARCH	-0.399084	0.125889	-3.170123	0.0015
C	1.223231	0.138765	8.815105	0.0000
FER	-0.032526	0.002809	-11.58055	0.0000
RTN	-0.006240	0.002389	-2.612128	0.0090
PII	0.007927	0.012058	0.657386	0.5109
IRD	0.014598	0.002798	5.217143	0.0000
OIL	0.006672	0.001755	3.801651	0.0001
RTS	0.001919	0.001352	1.419250	0.1558
PRISK	0.000788	0.000890	0.886038	0.3756
PE	-0.005426	0.004210	-1.288804	0.1975

Variance Equation

C	0.207766	0.063272	3.283680	0.0010
RESID(-1)^2	-0.060914	0.047564	-1.280665	0.2003
RESID(-2)^2	0.369924	0.076828	4.814946	0.0000
GARCH(-1)	1.353769	0.061235	22.10790	0.0000
GARCH(-2)	-0.595410	0.050305	-11.83610	0.0000
POL	-0.206981	0.063279	-3.270896	0.0011

R-squared	0.158185	Mean dependent var	-0.000785
Adjusted R-squared	0.059534	S.D. dependent var	0.628734
S.E. of regression	0.609731	Akaike info criterion	0.423055
Sum squared resid	47.58686	Schwarz criterion	0.753034
Log likelihood	-14.45995	F-statistic	1.603490
Durbin-Watson stat	1.383983	Prob(F-statistic)	0.081371

จากการประมวลผลโดยใช้โปรแกรมทางสถิติ

ตารางผนวกที่ 6 ค่าสถิติที่ได้จากการประมาณค่าแบบจำลอง GARCH-M หลังจากตัดตัวแปรดัชนี
การลงทุนภาคเอกชน

Dependent Variable: NFPI

Method: ML - ARCH

Date: 06/22/10 Time: 20:22

Sample: 1997M01 2008M12

Included observations: 144

Convergence achieved after 70 iterations

Variance backcast: ON

GARCH = C(10) + C(11)*RESID(-1)^2 + C(12)*RESID(-2)^2 + C(13)
*GARCH(-1) + C(14)*GARCH(-2) + C(15)*POL

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
GARCH	-0.388758	0.125444	-3.099044	0.0019
C	1.227667	0.141449	8.679215	0.0000
FER	-0.032645	0.002855	-11.43533	0.0000
RTN	-0.006587	0.002712	-2.428350	0.0152
IRD	0.013548	0.002486	5.450106	0.0000
RTS	0.002153	0.001253	1.718265	0.0857
PRISK	0.000787	0.000884	0.890966	0.3729
OIL	0.006582	0.001719	3.829312	0.0001
PE	-0.004943	0.004043	-1.222673	0.2215

Variance Equation

C	0.273683	0.095046	2.879485	0.0040
RESID(-1)^2	-0.059284	0.050982	-1.162848	0.2449
RESID(-2)^2	0.373420	0.087557	4.264857	0.0000
GARCH(-1)	1.335870	0.087359	15.29171	0.0000
GARCH(-2)	-0.575881	0.062073	-9.277403	0.0000
POL	-0.272951	0.095032	-2.872211	0.0041

R-squared	0.171723	Mean dependent var	-0.000785
Adjusted R-squared	0.081832	S.D. dependent var	0.628734
S.E. of regression	0.602460	Akaike info criterion	0.424630
Sum squared resid	46.82157	Schwarz criterion	0.733986
Log likelihood	-15.57339	F-statistic	1.910352
Durbin-Watson stat	1.410467	Prob(F-statistic)	0.030764

จากการประมวลผลโดยใช้โปรแกรมทางสถิติ

ตารางผนวกที่ 7 ค่าสถิติที่ได้จากการประมาณค่าแบบจำลอง GARCH-M หลังจากตัดตัวแปรส่วน
ต่างความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาด
หลักทรัพย์นิวยอร์ก

Dependent Variable: NFPI

Method: ML - ARCH

Date: 06/22/10 Time: 20:22

Sample: 1997M01 2008M12

Included observations: 144

Convergence achieved after 44 iterations

Variance backcast: ON

GARCH = C(9) + C(10)*RESID(-1)^2 + C(11)*RESID(-2)^2 + C(12)
*GARCH(-1) + C(13)*GARCH(-2) + C(14)*POL

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
GARCH	-0.401971	0.121300	-3.313860	0.0009
C	1.255731	0.127826	9.823727	0.0000
FER	-0.032828	0.002649	-12.39068	0.0000
RTN	-0.005292	0.002393	-2.211630	0.0270
IRD	0.013737	0.002559	5.368518	0.0000
RTS	0.002736	0.001189	2.300551	0.0214
OIL	0.006093	0.001418	4.298487	0.0000
PE	-0.005709	0.004507	-1.266564	0.2053

Variance Equation

C	0.181836	0.052903	3.437183	0.0006
RESID(-1)^2	-0.059204	0.042081	-1.406918	0.1595
RESID(-2)^2	0.365164	0.067504	5.409499	0.0000
GARCH(-1)	1.359273	0.059470	22.85637	0.0000
GARCH(-2)	-0.609327	0.050717	-12.01416	0.0000
POL	-0.180590	0.052867	-3.415919	0.0006

R-squared	0.156400	Mean dependent var	-0.000785
Adjusted R-squared	0.072040	S.D. dependent var	0.628734
S.E. of regression	0.605664	Akaike info criterion	0.401324
Sum squared resid	47.68772	Schwarz criterion	0.690056
Log likelihood	-14.89531	F-statistic	1.853964
Durbin-Watson stat	1.371382	Prob(F-statistic)	0.041394

จากการประมวลผลโดยใช้โปรแกรมทางสถิติ

ตารางผนวกที่ 8 ค่าสถิติที่ได้จากการประมาณค่าแบบจำลอง GARCH-M หลังจากตัดตัวแปร
อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Dependent Variable: NFPI

Method: ML - ARCH

Date: 06/22/10 Time: 20:22

Sample: 1997M01 2008M12

Included observations: 144

Convergence achieved after 49 iterations

Variance backcast: ON

GARCH = C(8) + C(9)*RESID(-1)^2 + C(10)*RESID(-2)^2 + C(11)
*GARCH(-1) + C(12)*GARCH(-2) + C(13)*POL

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
GARCH	-0.415754	0.125858	-3.303368	0.0010
C	1.130576	0.092408	12.23464	0.0000
IRD	0.012644	0.002384	5.303027	0.0000
FER	-0.030792	0.002105	-14.63027	0.0000
OIL	0.006136	0.001407	4.359671	0.0000
RTS	0.002705	0.001232	2.195070	0.0282
RTN	-0.005000	0.002390	-2.091717	0.0365

Variance Equation

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.226703	0.069379	3.267583	0.0011
RESID(-1)^2	-0.067974	0.038468	-1.767050	0.0772
RESID(-2)^2	0.387314	0.071846	5.390900	0.0000
GARCH(-1)	1.349577	0.058934	22.89969	0.0000
GARCH(-2)	-0.600801	0.049004	-12.26018	0.0000
POL	-0.225366	0.069425	-3.246166	0.0012

R-squared	0.179549	Mean dependent var	-0.000785
Adjusted R-squared	0.104393	S.D. dependent var	0.628734
S.E. of regression	0.595012	Akaike info criterion	0.407691
Sum squared resid	46.37916	Schwarz criterion	0.675799
Log likelihood	-16.35372	F-statistic	2.389021
Durbin-Watson stat	1.410669	Prob(F-statistic)	0.008015

จากการประมวลผลโดยใช้โปรแกรมทางสถิติ

ประวัติการศึกษา และการทำงาน

ชื่อ – นามสกุล	นายพีรพล ชีระตันติกุล
วัน เดือน ปี ที่เกิด	วันที่ 8 พฤศจิกายน พ.ศ. 2527
สถานที่เกิด	จังหวัดชลบุรี
ประวัติการศึกษา	เศรษฐศาสตรบัณฑิต สาขาทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย
ประวัติการทำงาน	เจ้าหน้าที่วิเคราะห์ธุรกิจ บมจ.ธนาคารไทยพาณิชย์

