

บทที่ 2

วรรณกรรมปริทัศน์และแนวคิดทฤษฎี

2.1 วรรณกรรมปริทัศน์

เนื่องจากวิทยานิพนธ์นี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาทั้งหมด 2 หัวข้อคือ การศึกษาลักษณะเงินลงทุนที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 ประเทศว่าเป็นเงินลงทุนระยะสั้น หรือระยะยาว และการศึกษาหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 ประเทศของนักลงทุนชาวต่างชาติ ซึ่งในแต่ละหัวข้อนั้นต่างก็มีงานศึกษาที่เกี่ยวข้องอยู่ ดังนั้นจึงได้แบ่งงานศึกษาออกเป็น 2 หัวข้อตามวิธีการศึกษาดังนี้

2.1.1 งานศึกษาลักษณะเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

เนื่องจากเศรษฐกิจของประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ซึ่งถือว่าเป็นประเทศเกิดใหม่ ที่มักมีความผันผวนค่อนข้างสูงเนื่องจากการเจริญเติบโตไม่เป็นไปอย่างมีเสถียรภาพ ดังนั้นจึงส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเกิดใหม่เหล่านี้มักให้อัตราผลตอบแทนที่อยู่ในระดับสูงขณะเดียวกันก็มีความเสี่ยงที่อยู่ในระดับสูงเช่นเดียวกัน โดยที่นักลงทุนต่างชาติที่เข้ามาลงทุนนั้นตระหนักถึงความเสี่ยงเหล่านี้เป็นอย่างดี จึงทำให้เงินลงทุนที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเหล่านี้เป็นเงินลงทุนระยะสั้นและส่วนใหญ่เป็นเงินลงทุนของกองทุนเก็งกำไร (Hedge Fund) ที่เข้ามาเพื่อการเก็งกำไรโดยเฉพาะ ดังนั้นเมื่อมีเหตุการณ์ที่สะท้อนถึงการชะลอตัวทางเศรษฐกิจ, ความไม่สงบภายในประเทศ หรือแม้แต่หากมีแหล่งใดที่สามารถให้อัตราผลตอบแทนที่ดีกว่าประเทศเหล่านี้แล้ว ก็จะทำให้เงินลงทุนเหล่านี้เคลื่อนย้ายออกไป ดังจะเห็นได้จากในครั้งที่เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ในปี 1979 ส่งผลตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเหล่านี้เกิดความผันผวนอย่างรุนแรงเช่นเดียวกัน

โดยงานศึกษานี้จะศึกษาถึงลักษณะของเงินลงทุนที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของทั้ง 3 ประเทศว่าเป็นเงินลงทุนระยะสั้น เพื่อการนำเสนอแนวทางที่เป็นประโยชน์ที่จะทำให้เงินลงทุนที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศทั้ง 3 ประเทศเป็นเงินลงทุนระยะยาวได้

เนื่องจากงานศึกษาลักษณะของเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศกำลังพัฒนาที่รวบรวมมาได้ นั้น มีงานศึกษาในเรื่องนี้เพียง 2 งานศึกษา ซึ่งทั้ง 2 งานมีแนวคิดทางการศึกษาที่ค่อนข้างคล้ายกัน ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

งานศึกษาแรกเป็นการศึกษาลักษณะของเงินลงทุนที่ไหลเข้ามาในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศกำลังพัฒนาของ Claessens, Dooley and Warner (1995) เป็นการศึกษาโดยใช้การเปรียบเทียบระหว่าง เงินลงทุนโดยตรง (Direct Investment) กับเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ (Portfolio Investment) ได้ทำการศึกษาลักษณะของเงินลงทุนและความแตกต่างระหว่างการไหลเข้าของเงินลงทุนระยะสั้น และระยะยาวจากต่างประเทศในประเทศที่กำลังพัฒนา 5 ประเทศ ได้แก่ อาร์เจนติน่า บราซิล อินโดนีเซีย เกาหลี และเม็กซิโก เปรียบเทียบกับการลงทุนจากต่างประเทศในประเทศอุตสาหกรรม เช่น ฝรั่งเศส เยอรมัน ญี่ปุ่น อังกฤษ และอเมริกา โดยการใช้ข้อมูลอนุกรมเวลาวิเคราะห์การลงทุน การศึกษาได้แบ่งประเภทเงินลงทุนจากต่างประเทศเป็น เงินลงทุนโดยตรง เงินลงทุนในหลักทรัพย์ เงินลงทุนระยะยาว และเงินลงทุนระยะสั้น ผู้ศึกษาได้ใช้วิธีการทางสถิติทำการวิเคราะห์ ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) และค่าสัมประสิทธิ์ความผันผวน (Coefficient of Variance : C.V.)¹ สำหรับเงินลงทุนแต่ละประเภทเพื่อศึกษาถึงความคงอยู่ (Persistence) ด้วยความมีสหสัมพันธ์ (Auto-correlation) และความเคลื่อนไหวของเงินทุนเหล่านี้ เช่นเดียวกับ บัณฑิต ชัยวิชญชาติ (2539) ที่ได้ทำการศึกษาเพื่อทดสอบว่าเงินลงทุนจากต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าเป็นเงินลงทุนไหลเข้าระยะสั้น (Hot Money Flow) หรือเงินลงทุนไหลเข้าในระยะยาว (Cool Money Flow) โดยได้ใช้ข้อมูลรายเดือนช่วงมกราคม 2533 – มิถุนายน 2539 ซึ่งเป็นข้อมูลไหลเข้าสุทธิ (Net) ของเงินลงทุนต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ และในการทดสอบได้ใช้ข้อมูลในอดีตมาอธิบายตัวเองโดยการหาค่า Auto-correlation Function (ρ_k)

นอกจากนี้ยังได้ทำการทดสอบโดยใช้แบบจำลองอนุกรมเวลาเชิงเส้นตรง (Linear Time Series Models) ในลักษณะ Mix Auto-regressive Moving Average Model เพื่อหาแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดคล้อยกับข้อมูล Net Foreign Portfolio Flow Investment (NFPI) การทดสอบลักษณะของเงินทุนนี้ เขาได้แบ่งการทดสอบออกเป็น 3 ส่วนด้วยกันคือ

¹ ค่าสัมประสิทธิ์ของความแปรผัน (C.V.) มีค่า = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานหารด้วยค่าเฉลี่ย โดยหากว่าค่า C.V. ยิ่งสูงมากแสดงว่าข้อมูลมีความผันผวนมาก แต่หากมีค่าน้อยแสดงว่าข้อมูลมีความผันผวนน้อย

1. การทดสอบความผันผวนของ NFPI

โดยการนำข้อมูลที่ได้มาหาค่าสัมประสิทธิ์ของความแปรผัน (Coefficient of Variance: C.V.) ซึ่งหาได้จาก การนำค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมาหารด้วยค่าเฉลี่ย ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าเงินทุนสุทธิจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (NFPI) นั้นมีความผันผวนค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศสุทธิ (NFDI)

2. การทดสอบระยะเวลาของ NFPI

ในการทดสอบนี้เป็นการนำข้อมูล NFPI กับค่า Auto-correlation Function (ρ_k) มา Plot เป็นกราฟ ซึ่งในงานศึกษานี้เห็นได้ชัดว่าค่า Auto-correlation Function (ρ_k) ของ NFPI มีค่าสลับเป็นบวกและลบหลายครั้งตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา ซึ่งผิดกับค่า Auto-correlation Function (ρ_k) ของ NFDI ที่มีค่าเป็นบวกอย่างต่อเนื่อง นั้นแสดงให้เห็นว่า NFDI มีระยะเวลาที่อยู่ในประเทศยาวนานกว่า NFPI

3. การทดสอบความสามารถในการทำนายของ NFPI

ในขั้นแรกเป็นการทดสอบว่า NFPI มีคุณสมบัติ Stationary หรือไม่ โดยทำการทดสอบด้วยวิธีของ Augmented Dickey Fuller (ADF) ผลการทดสอบพบว่า NFPI มีคุณสมบัติ Non-Stationary ดังนั้นเขาจึงทำการ First Difference NFPI เป็น DNFPI แล้วเลือกจำนวน lag ที่เหมาะสมที่มีค่าเท่ากับ 4 มาทำการทดสอบใหม่ ผลที่ได้คือ DNFPI มีคุณสมบัติ Stationary ดังนั้นจึงนำ DNFPI ที่ได้มาสร้างแบบจำลองอนุกรมเวลา แล้วนำค่า Residual ที่ได้มาหาค่า Q-Statistic เพื่อทดสอบว่าค่า Error Term ที่ได้มีความสัมพันธ์กันหรือไม่ และจากผลการทดสอบในขั้นนี้ได้ผลว่า Error Term ที่ได้ไม่มีความสัมพันธ์กัน และเมื่อนำมาพยากรณ์ในลักษณะที่เรียกว่า Ex-post Forecast แล้ว ได้ค่า Mean Square Percentage Error ที่ค่อนข้างสูง ผลการศึกษาในขั้นตอนนี้จึงสรุปได้ว่า DNFPI ไม่สามารถที่จะทำนายได้ใกล้เคียงกับความจริง

ซึ่งจากผลการศึกษาทั้งสองสรุปได้ว่า มูลค่าสุทธิของเงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ที่ศึกษา ต่างมีลักษณะที่เป็นเงินลงทุนในระยะสั้น (Hot Money Flow) โดยจะเห็นได้จากค่าความผันผวนที่มีค่าสูง, ระยะเวลาที่เข้ามาลงทุนในประเทศที่ค่อนข้างสั้น และมีความสามารถในการทำนายได้ไม่ดีนัก และผลการศึกษายังพบว่าการไหลเข้าของเงินทุนระยะยาวสามารถคาดการณ์ได้มากกว่าเงินทุนระยะสั้น ซึ่งการคาดการณ์การไหลเข้าของเงินทุนก็สามารถทำนายได้จากข้อมูลในอดีตของตัวเอง นอกจากนี้จากการวัดค่าความทดแทนกันยังพบว่าเงินทุนแต่ละประเภทสามารถทดแทนกันได้สูงอีกด้วย

2.1.2 งานศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนชาวต่างชาติ

งานศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนชาวต่างชาตินั้นพบว่าม้งงานศึกษาทั้งในและต่างประเทศ โดยงานศึกษาในประเทศส่วนใหญ่เป็นการศึกษาหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนของนักลงทุนในประเทศและชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนงานศึกษาต่างประเทศนั้นพบว่าส่วนใหญ่เป็นการศึกษาหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศกำลังพัฒนา (Developing Countries) หรือตลาดหลักทรัพย์ประเทศเกิดใหม่ (Emerging Market) และตัวแปรในงานศึกษานั้น ล้วนเป็นตัวแปรด้านความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในทฤษฎีการลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Selection) และทฤษฎีการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Portfolio Diversification) ทั้งสิ้น ดังนั้นในส่วนนี้จึงได้แบ่งแนวคิดในการศึกษาออกเป็น 2 แนวคิดหลักได้แก่ แนวคิดที่ใช้ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย และแนวคิดที่ใช้ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนในตลาดของประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

แนวคิดที่หนึ่ง เป็นงานศึกษาหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ของนักลงทุนในประเทศและนักลงทุนชาวต่างชาติ โดยงานศึกษาในกลุ่มนี้แบ่งออก 2 ประเภท คือ

1. งานศึกษาหาปัจจัยที่ลงทุนของนักลงทุนในประเทศ

โดยมีพื้นฐานการศึกษามาจากทฤษฎีการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio Selection) ของ Markowitz (1952) เป็นหลัก ซึ่งในทฤษฎีนี้ได้พูดถึงความเสี่ยง 2 แบบจากการลงทุนในหลักทรัพย์ท้องถิ่นที่เป็นปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนต้องคำนึงถึง ได้แก่ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) เป็นความเสี่ยงเฉพาะตัวบริษัท เช่น ความเสี่ยงที่เกี่ยวกับฐานะการเงินของกิจการ, ความเสี่ยงในการจัดการของผู้บริหารกิจการ และความเสี่ยงจำเพาะอุตสาหกรรม ส่วนความเสี่ยงอีกประเภทหนึ่งคือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกี่ยวกับเศรษฐกิจในประเทศ เช่น ความเสี่ยงเรื่องการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย, ความเสี่ยงเรื่องการเปลี่ยนแปลงของอำนาจซื้อ และความเสี่ยงเรื่องการเปลี่ยนแปลงของตลาดรวม อันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของรัฐบาล เศรษฐกิจและสังคม

งานศึกษาที่เกี่ยวข้องได้แก่ งานของ นินนาท เจริญเลิศ (2532) ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์และอิทธิพลของปัจจัยทางเศรษฐกิจและการเงินที่มีต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

แห่งประเทศไทย ซึ่งแบบจำลองที่ศึกษาได้อาศัยแนวความคิดทฤษฎีของตีมานด์และซัพพลายมาดัดแปลงให้เป็นรูปแบบสมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างความต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ (Demand for Securities) ซึ่งเป็นตัวแปรตาม (Dependent Variable) กับตัวแปรทางเศรษฐกิจและการเงิน ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ประกอบด้วยตัวแปรทั้งหมด 6 ตัว ได้แก่ ตัวแปรด้านอัตราดอกเบี้ย, การเติบโตทางเศรษฐกิจ, ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน, สภาพคล่องทางการเงินของระบบการเงินและผู้ลงทุน, อัตราอู๋ยี่ระหว่างธนาคาร และการคาดการณ์ของราคาหลักทรัพย์ จากงานศึกษานี้พบว่า ตัวแปรที่ศึกษาทั้งหมด 3 ตัวแปร คือ อัตราดอกเบี้ย, การเติบโตทางเศรษฐกิจ และการคาดการณ์ของราคาหลักทรัพย์ นั้นเป็นตัวแปรที่ทำให้เกิดความต้องการการลงทุนในหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. งานศึกษาหาปัจจัยที่ลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติ

มีพื้นฐานการศึกษามาจากทฤษฎีการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio Selection) ของ Markowitz และทฤษฎีการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Portfolio Diversification) เป็นหลัก ซึ่งทฤษฎีการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศต่างจากทฤษฎีการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ตรงที่ได้กล่าวถึงความเสี่ยงประเภทต่างๆ ดังนี้ ความเสี่ยงทางเศรษฐกิจ (Economic Risk) ได้แก่ ความเสี่ยงในเรื่องอัตราดอกเบี้ย (Interest rate Risk), ความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อ (Inflation Risk), ความเสี่ยงทางการเมือง (Political Risk), ความเสี่ยงทางด้านสภาพคล่อง (Liquidity Risk) นอกจากนั้นยังได้รวมความเสี่ยงอีก 2 ประเภทเข้ามาด้วย คือ ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange rate Risk) และความเสี่ยงที่เรียกว่า “Home Bias” ได้แก่ กฎระเบียบข้อบังคับ (Regulation Risk) ของนักลงทุนชาวต่างชาติในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์, ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร (Information Risk) เป็นต้น เนื่องจากความเสี่ยงทั้ง 2 นี้สามารถส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต่างชาติจะได้รับจากการลงทุนในต่างประเทศเช่นกัน

งานศึกษาที่เกี่ยวข้องได้แก่ งานของ บัณฑิต ชัยวิญญูชาติ (2539) มีต้นแบบของวิธีการศึกษามาจากงานศึกษาของ Mukherjee and Naka (1995) ที่ศึกษาหาปัจจัยมหภาคที่มีผลต่อดัชนีหลักทรัพย์โตเกียวโดยใช้วิธีการ Co-integration ในการประมาณค่าตัวแปรต่างๆ โดยงานศึกษาของบัณฑิตได้ใช้ข้อมูลตั้งแต่เดือนมกราคม 2533 ถึงเดือนมิถุนายน 2539 และแบบจำลองที่สร้างขึ้นโดยอาศัย 2 ทฤษฎี มีลักษณะดังนี้

$$NFPI_t = \alpha + \beta RETT_t + \delta PRISK_t + \nu RETO_t + \phi FP_t + \psi PE_t + \gamma INF_t + \eta PII_t + \lambda IRD_t + \theta POL_t + \varepsilon_t \quad (2.1)$$

โดยที่	$NFPI_t$	คือ	มูลค่าสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (พันล้านบาท)
	$RETT_t$	คือ	อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
	$PRISK_t$	คือ	สัดส่วนระหว่างความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก
	$RETO_t$	คือ	อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่น
	FP_t	คือ	ค่าประกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (สตางค์ต่อดอลลาร์)
	PE_t	คือ	อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิ
	INF_t	คือ	การคาดหวังเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อ
	PII_t	คือ	ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน
	IRD_t	คือ	ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ
	POL_t	คือ	ภาวะทางการเมือง

ในขั้นตอนแรกทดสอบว่าตัวแปรดังกล่าว Stationary หรือไม่ด้วยวิธีการทดสอบ Augmented Dickey-Fuller หลังจากนั้นจึงใช้วิธีการทดสอบ Co-integration test เพื่อหาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวของตัวแปร ผลที่ได้จากงานศึกษาพบว่าตัวแปรอัตราความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก, อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนตลาดหลักทรัพย์แห่งอื่น, ความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยน, อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาด, อัตราเงินเฟ้อ และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ เป็นตัวแปรที่สามารถอธิบายได้ ส่วนตัวแปรที่ไม่สามารถใช้อธิบายงานศึกษาคั้งนี้ได้ คือ ปัจจัยที่เป็นตัวแปรด้านอัตราผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และตัวแปรการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองในประเทศ

ส่วนงานศึกษาของ Soonthornchawakan (1990) ที่ได้ทำการศึกษานี้ได้กำหนดการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหุ้นไทยตั้งแต่เดือนมกราคมปี 1985 ถึง

ธันวาคมปี 1988 ซึ่งอาศัยทฤษฎี The Portfolio-Adjustment ร่วมกับทฤษฎี International Portfolio Diversification มาสร้างแบบจำลองและในขั้นแรกได้ทำการประมาณค่าสมการด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square (OLS)) พบว่าตัวแปรเกือบทุกตัวไม่มีสามารถใช้อธิบายได้ ดังนั้นจึงได้ทำการทดลองใหม่โดยอาศัยความล่าช้าในการปรับตัว (Lag) ของตัวแปรต่าง จนกระทั่งได้แบบจำลองใหม่ดังนี้

$$NFPI_t = a_0 + a_1ER_t + a_2SD_{Tt-2} + a_3SD_{Ft} + a_4r_{Tt-3} + a_5r_{Ft-5} + a_6POL_t + a_7GNPF_t + \varepsilon_t \quad (2.2)$$

- โดยที่ $NFPI_t$ คือ มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์
- ER_t คือ การคาดหวังเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยน
- SD_{Tt-2} คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ r_{Tt} (Lag time 2 เดือน)
- SD_{Ft} คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ r_{Ft}
- r_{Tt-3} คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Lag time 3 เดือน)
- r_{Ft-5} คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอื่นทั่วโลก (Lag time 5 เดือน)
- POL_t คือ Domestic Political Shock
- $GNPF_t$ คือ รายได้ของนักลงทุนต่างชาติ

จากผลที่ได้จากแบบจำลองใหม่นี้พบว่าปัจจัยทั้งหมดนั้นเป็นปัจจัยที่สามารถกำหนดการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหุ้นไทยได้ และยังพบอีกว่ายังมีปัจจัยเชิงคุณภาพอื่นๆ ที่เป็นปัจจัยพื้นฐานที่เป็นตัวแสดงถึงภาพรวมของเศรษฐกิจของประเทศ เช่น ปัจจัยทางด้านจิตวิทยาหรือความเป็นอิสระ และความเป็นสากลของตลาดหลักทรัพย์ที่สามารถเป็นปัจจัยที่กำหนดการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหุ้นไทยได้เช่นกัน

นอกจากในงานศึกษาของ Rangkasiri (1996) ที่ศึกษาหาปัจจัยที่นำไปสู่การตัดสินใจเข้ามาลงทุนในประเทศไทยโดยทำการประมาณค่าตัวแปรด้วยวิธี OLS พบว่าในส่วนของตลาดหลักทรัพย์นั้น จากปัจจัยที่ศึกษาทั้งหมด 5 ปัจจัย ได้แก่ ผลผลิตมวลรวมภายในประเทศ (GDP), ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย (r), อัตราผลตอบแทนของตลาด (y), การเบี่ยงเบนของอัตราแลกเปลี่ยน (ER) และสถานการณ์ทางการเมือง (D1) มีเพียง 2 ปัจจัยเท่านั้นที่สามารถนำมา

อธิบายได้ ซึ่งก็คือ ตัวแปรผลผลิตมวลรวมภายในประเทศ (GDP) และตัวแปรการเบี่ยงเบนของอัตราแลกเปลี่ยน (ER)

ดังนั้นจากงานศึกษาในกลุ่มแนวคิดที่หนึ่งทั้งหมดพบว่า ตัวแปรที่สามารถอธิบายถึงการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยของนักลงทุนทั้งในประเทศและนักลงทุนต่างประเทศได้ส่วนใหญ่เป็นปัจจัยที่เกี่ยวกับความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนในอดีตทั้งสิ้น โดยที่ปัจจัยที่เกี่ยวกับความเสี่ยงนั้นส่วนใหญ่เป็นความเสี่ยงของภาวะเศรษฐกิจ เช่น การเติบโตของเศรษฐกิจ, ภาวะเงินเฟ้อในประเทศ และความเสี่ยงของอัตราดอกเบี้ย ส่วนด้านของอัตราผลตอบแทนนั้นจะเป็นผลตอบแทนอัตราผลตอบแทนในอดีตของตลาดไทยและตลาดของประเทศพัฒนาแล้วอย่างสหรัฐอเมริกาเป็นต้น และปัจจัยที่เป็นความเสี่ยงที่สำคัญในแนวคิด คือ ปัจจัยความเสี่ยงในเรื่องของอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งเป็นปัจจัยที่สามารถนำมาอธิบายถึงการตัดสินใจเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยของนักลงทุนชาวต่างชาติได้เป็นอย่างดี ดังที่ในบทความของ มารวย ผดุงสิทธิ์ (2531) ได้เขียนสนับสนุนว่าจากปัจจัยดังที่จะกล่าวต่อไปนี้เป็นเหตุผลที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นที่สนใจของนักลงทุนชาวต่างชาติในการที่จะนำเงินเข้ามาลงทุน ได้แก่

ประการแรกเรื่องของสถานการณ์ของเศรษฐกิจไทย : ที่สามารถรักษาเสถียรภาพไว้ได้ โดยมีอัตราการเติบโตที่ค่อนข้างสูง เมื่อเทียบกับภาวะเงินเฟ้อและภาวะอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูงในขณะนั้น และจากการที่สามารถรักษาอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจไว้ในระดับสูงได้ จึงส่งผลให้ผลประโยชน์ของการลงทุนของธุรกิจต่างๆ ในอุตสาหกรรมมีกำไรสูงเช่นกัน และทำให้อัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์สูงตามไปด้วย

ประการที่สองเรื่องของเสถียรภาพของค่าเงินบาท : เนื่องจากประเทศไทยในช่วงนั้นอัตราแลกเปลี่ยนยังอยู่ภายใต้ระบบตะกร้าเงิน ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนอยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพ และทำให้ผู้ลงทุนต่างประเทศมั่นใจในการเข้ามาลงทุน

ประการที่สามเรื่องของความมั่นคงและเสถียรภาพทางการเมือง : เนื่องจากในช่วงเวลานั้นประเทศไทยยังคงระบอบประชาธิปไตยแบบเสรีไว้ได้ ถึงแม้ว่าจะมีเหตุการณ์ทางการเมือง เช่น การยุบสภา การจัดตั้งรัฐบาลใหม่ และการปรับคณะรัฐมนตรีหลายครั้งก็ตาม ซึ่งทำให้นักลงทุนต่างชาติคลายความกังวลในปัจจัยทางการเมืองไป

ประการที่สี่เรื่องของอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ : จากการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่ส่งผลให้บริษัทจดทะเบียนมีผลประกอบการที่ดี จึงทำให้อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ไทยสูงตามไปด้วย จึงเป็นที่สนใจของนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศเป็นอย่างมาก

ประการที่ห้าเรื่องของความสะดวกรวดเร็วในการส่งเงินตราต่างประเทศกลับประเทศ : เนื่องจากในเวลานั้นประเทศไทยเริ่มมีการผ่อนคลายเป็นพิเศษเกี่ยวกับการนำเงินเข้าออกในประเทศมากขึ้น และขั้นตอนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย ก็ได้มีการอนุญาตให้ผู้ลงทุนจากต่างชาตินำเงินลงทุนเข้ามาโดยเสรีมากกว่าในอดีตที่ผ่านมา

ประการที่หกเรื่องของความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีการสื่อสาร: จากความทันสมัยของเทคโนโลยีทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างประเทศเป็นไปโดยสะดวกและรวดเร็วยิ่งขึ้น

ประการสุดท้ายเรื่องของความกระจายความเสี่ยงของผู้ลงทุนระหว่างประเทศ: เนื่องจากการลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติมีการลงทุนในลักษณะของ Portfolio Management ดังนั้นเพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุน และประกอบกับประเทศไทยมีคุณสมบัติและปัจจัยที่เอื้อต่อการลงทุน จึงทำให้นักลงทุนต่างประเทศเลือกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นแหล่งลงทุนแหล่งหนึ่งในการกระจายความเสี่ยง

แนวคิดที่สอง เป็นงานศึกษาหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในทวีปสหรัฐอเมริกา และยุโรปเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศกำลังพัฒนาที่ถือว่าเป็นตลาดเกิดใหม่ทั้งในแถบเอเชียและลาตินอเมริกา โดยมีงานศึกษาหลายงานซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

งานศึกษาของ Taylor and Sarno (1997) ได้ทำการศึกษาหาปัจจัยที่ทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายของเงินลงทุนจากประเทศสหรัฐอเมริกา ทั้งเงินลงทุนในพันธบัตร (Bond flow) และเงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Equity flows) มายังประเทศแถบลาตินอเมริกา 9 ประเทศ (อาร์เจนตินา, บราซิล, ชิลี, โคลัมเบีย, เอกวาดอร์, จารีมิกกา, เม็กซิโก, อุรุกวัย และ เวเนซุเอลา) และประเทศแถบเอเชีย 9 ประเทศ (จีน, อินเดีย, อินโดนีเซีย, สาธารณรัฐเกาหลี, มาเลเซีย, ปากีสถาน, ฟิลิปปินส์, ไต้หวัน และ ไทย) ในช่วงปี 1988-1992 โดยทำการศึกษาต่อจากงานศึกษาของ Chuhan, Claessens, and Mamingi (1993) ที่ได้ศึกษาถึงการปรับตัวของพอร์ตการลงทุนโดยใช้วิธี Seemingly Unrelated Error-Correction Model ตัวแปรตามที่ใช้ในงานศึกษานี้ได้ถูกแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มโดยอาศัยทฤษฎี International Capital Asset Pricing Model (ICAPM) ตามงานศึกษาของ Calvo, Leiderman, and Reinhart (1993 and 1996) ดังนี้

1. Country-specific factors (pull factors) เป็นปัจจัยที่แสดงความสำคัญของการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจภายในประเทศซึ่งเป็นปัจจัยที่สะท้อนถึงความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนในประเทศนั้น และมีผลกระทบต่ออรรถประโยชน์ของเงินลงทุนจากต่างชาติ ได้แก่ ตัวแปรด้านอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศ (cr), ตัวแปร premium ของอัตราแลกเปลี่ยนนอกระบบ (bm)

2. Global factors (push factors) เป็นปัจจัยที่แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ทั้งการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและการชะลอตัวของภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ในขณะที่เศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนามีเสถียรภาพมากขึ้น ทำให้เกิดการไหลเข้าของเงินลงทุนจากต่างชาติ ได้แก่ ตัวแปรอัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลัง (i), อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (r), ระดับผลผลิตภาคอุตสาหกรรมที่แท้จริงของสหรัฐฯ (y) ดังนั้นแบบจำลองที่ได้จากการศึกษาในครั้งนี้ คือ

$$f_{it} = \beta' x_{it} + \gamma' w_{it} + e_{it} \quad (2.3)$$

โดยที่	f_{it}	คือ	เงินลงทุนสุทธิในหลักทรัพย์ และในพันธบัตร
	x_{it}	คือ	เวกเตอร์ของ Country-specific factors
	w_{it}	คือ	เวกเตอร์ของ Global factors
	N	คือ	ประเทศที่ศึกษา, โดยที่ $i = 1, \dots, N$

จากผลการศึกษาโดยใช้วิธี Augmented Dickey-Fuller test เพื่อศึกษาหาการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาว พบว่ากลุ่มของ push-pull factors นั้นต่างเป็นตัวแปรที่สำคัญที่สามารถใช้อธิบายแบบจำลองได้ นอกจากนี้ยังได้ศึกษาการปรับตัวของพอร์ตลงทุนโดยใช้วิธี Seemingly Unrelated Error-Correction Model พบว่า การปรับตัวของเงินลงทุนในพันธบัตร (bond flows) นั้นไวต่อ push factors (Global Factors) มากกว่า ส่วนการปรับตัวของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ (equity flows) นั้นจะไวต่อ pull factors (Country-specific Factors) ซึ่งจากผลการศึกษาที่ได้ นั้นขัดแย้งกับผลการศึกษาของ Chunhan, Claessens, and Mamingi (1993) ที่ได้ผลสรุปได้ว่าเงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Equity flows) นั้นไว push factors (Global Factors) มากกว่า ส่วนเงินลงทุนในพันธบัตร (bond flows) นั้นไวต่อ pull factors (Country-specific Factors) และในงานศึกษาของ Calvo, Leiderman, and Reinhart (1993 and 1996) ได้สนับสนุนงานผลการศึกษาของ Taylor and Sarno (1997) ว่า push factors (Global Factors) ซึ่งได้แก่ อัตราดอกเบี้ยและการชะลอตัวของผลผลิตภาคอุตสาหกรรมของสหรัฐอเมริกาในช่วงปี 1988-1992 นั้น สามารถอธิบายถึงการไหลเข้าของเงินลงทุนต่างชาติ (Portfolio flows) โดยเฉพาะเงินลงทุนในตลาดพันธบัตร (Bond flows) ในประเทศเกิดใหม่แถบเอเชียและลาตินอเมริกาเหล่านี้ได้ดีกว่า ในทางกลับกันหากเศรษฐกิจของประเทศพัฒนาแล้วมีการฟื้นตัวจะส่งผลให้เกิดเงินทุนเคลื่อนย้ายออกจากประเทศเกิดใหม่เหล่านี้ไปเช่นกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งตัวแปรด้านอัตราดอกเบี้ยนั้นเป็นตัวแปร

ที่สำคัญที่ทำให้เกิดการไหลเข้าของเงินลงทุนในตลาดพันธบัตร (bonds) มายังประเทศแถบเอเชีย และลาตินอเมริกา

งานศึกษาของ Griffin , Nardari and Stulz (2002) ที่ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่เป็นสิ่งนำไปสู่การไหลเข้าของเงินทุนสุทธิมายังประเทศกำลังพัฒนา โดยใช้ข้อมูลเงินทุนไหลเข้าสุทธิรายวัน (Net Equity Flows) ของประเทศเกิดใหม่ (Emerging Market Countries) ทั้ง 9 ประเทศ ได้แก่ อินโดนีเซีย เกาหลี ฟิลิปปินส์ ไต้หวัน ไทย อินเดีย ศรีลังกา ซิลวาเนีย และแอฟริกาใต้ จากผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเข้ามาลงทุน หรือการเพิ่มขึ้นของเงินทุนไหลเข้าสุทธิ (Net Equity Flows) ของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ของเกิดใหม่เหล่านี้ ได้แก่ ผลตอบแทนในตลาดหุ้นในประเทศกำลังพัฒนา และยังขึ้นกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นโลกในขณะนั้น นอกจากนี้ปัจจัยที่ทำให้ให้นักลงทุนจากต่างประเทศจะเข้ามาลงทุนในประเทศขนาดเล็ก (Small Countries) คือ ภาพลักษณ์และมุมมองของนักลงทุนต่างชาติต่อตลาดหุ้นประเทศกำลังพัฒนาที่เป็นบวก เช่น ความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยน สถานการณ์ทางการเมือง และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นประเทศเหล่านั้น เป็นต้น โดยที่ภาพลักษณ์ในอดีตของตลาดหุ้นเหล่านั้นมีผลต่อการเข้ามาลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ และการไหลเข้าของเงินทุนต่างชาติจะมากขึ้นและรวดเร็ว อย่างไรก็ตาม ก็จะขึ้นอยู่กับการผลตอบแทนของตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาเช่นกัน

ส่วนงานศึกษาของ Liljeblom and Löflund (2000) ได้ศึกษาถึงปัจจัยกำหนดการเข้ามาลงทุนของชาวต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศฟินแลนด์ตั้งแต่ปี 1993-1998 ซึ่งอาศัยสมการ Multivariate Regressions ในการศึกษา ประกอบด้วยปัจจัยที่สนับสนุนการเข้ามาลงทุนของชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ฟินแลนด์ทั้ง 12 ปัจจัย คือ 1. อัตราเงินปันผล (Dividend Yield) 2. ขนาดของธุรกิจ (Size) 3. ยอดการส่งออก (Export to total sales) 4. สภาพคล่องของหลักทรัพย์ (Liquidity) 5. อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Return on investment (ROI)) 6. มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book-to-Market) 7. กำไรต่อหุ้น (Earnings per share (E/P)) 8. อัตราผลตอบแทนในอดีต (Past Excess Return) 9. Leverage 10. อัตราส่วนกระแสเงินสด (Current Ratio) 11. ความแตกต่างในความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Difference in systematic

risk)² 12. ตัวแปรอื่นๆ (Residual Variance) ที่มีผลกับ สัดส่วนมูลค่าการถือครองหลักทรัพย์โดย นักลงทุนชาวต่างประเทศต่อมูลค่าของตลาดหลักทรัพย์โดยรวมทั้งหมดของประเทศ ผลการศึกษา นี้พบว่าการเข้ามาลงทุนของชาวต่างประเทศนั้นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับข้อจำกัดใน การลงทุนในตลาด, อัตราเงินปันผล, สภาพคล่องของหลักทรัพย์, ขนาดของธุรกิจ, และขอบเขต ความสามารถในการทำกำไร เป็นต้น นอกจากนี้ยังได้พบถึงข้อจำกัดต่างๆ ในการลงทุนของนัก ลงทุนชาวต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศฟินแลนด์ เช่น ข้อจำกัดเรื่องต้นทุนในการ จัดการ, ความแตกต่างทางด้านภาษี, อัตราแลกเปลี่ยน และกฎระเบียบข้อบังคับต่างๆ สำหรับนัก ลงทุนชาวต่างประเทศ รวมถึงความแตกต่างทางด้านข้อมูลข่าวสาร, สิ่งกีดกันอื่นๆ ที่มีต่อทัศนคติ ของนักลงทุนชาวต่างประเทศ โดยที่ Tesar and Werner (1995) ได้พบว่าการหมุนรอบการลงทุน ของนักลงทุนชาวต่างประเทศสูงกว่านักลงทุนในประเทศ ซึ่งสิ่งนี้สามารถสนับสนุนถึงตัวแปรเรื่อง ต้นทุนในการจัดการของนักลงทุนชาวต่างประเทศที่สูงกว่านักลงทุนในประเทศได้ และ French and Poterba (1991) and Cooper and Kaplanis (1994) ได้พบว่าทัศนคติที่ไม่ดีในเรื่องของ ความแตกต่างทางด้านภาษีของนักลงทุนชาวต่างประเทศต่อการเข้ามาลงทุนนั้นเป็นเรื่องที่สำคัญ อย่างยิ่ง

ส่วนในงานศึกษาเชิงพรรณนาของ Railo (2000) เป็นงานที่สนับสนุนการลงทุนใน หลักทรัพย์ระหว่างประเทศ โดยชี้ให้เห็นปัจจัยที่เป็นข้อดีของการลงทุนต่างประเทศ คือ

1. ขนาดของกลุ่มตลาดที่ใหญ่ขึ้น เนื่องจากการเพิ่มขนาดของมูลค่าตลาดนั้นช่วยเพิ่ม โอกาสของการลงทุนให้มากขึ้น
2. Performance ที่หลากหลายของตลาด เพราะเนื่องจากการที่แต่ละตลาดมีความ แตกต่างกัน นำไปสู่หลักการกระจายการลงทุนที่ดี
3. การกระจายความเสี่ยง เพราะเป็นหนึ่งในเหตุผลของการลงทุนในต่างประเทศ เพราะการกระจายการลงทุนที่ดี นำไปสู่ความเสี่ยงที่ลดลงและโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนที่ สูงขึ้น
4. โอกาสในการลงทุนของนักลงทุน โดยไม่จำเป็นที่จะต้องลงทุนในตลาดเกิดใหม่ เพียงกลุ่มเดียวก็ได้

² ความแตกต่างระหว่างค่า beta ของตลาดในประเทศกับค่า beta ของตลาดโลก คำนวณจากมูลค่าถ่วงน้ำหนักของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฟินแลนด์ (HEX : The Helsinki Stock Exchange) กับ ดัชนีตลาดโลก (MSCI : The Morgan Stanley Capital International)

5. ช่วยถ่วงน้ำหนักในการลงทุน เห็นได้ชัดจากกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (Pension fund) ของสหรัฐอเมริกา ที่เพิ่มสัดส่วนการลงทุน

นอกจากนั้นยังได้กล่าวถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศว่ามี 4 ประเภทหลัก ได้แก่

1. ความเสี่ยงของตลาดรวม (Market Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของสภาพการณ์โลกที่ส่งผลกระทบต่อตลาด ทั้งตลาดหลักทรัพย์, ตลาดพันธบัตร และตลาดอื่น ๆ

2. ความเสี่ยงจากการกระจายการลงทุน (Diversification Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการกระจายการลงทุนที่มาเกินไป ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้เกิดความเสี่ยงต่อการจัดการที่ผิดพลาดได้

3. อัตราความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ย (Interest rate Risk) เป็นความเสี่ยงที่สามารถส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และมูลค่าของพันธบัตร โดยเฉพาะอย่างยิ่งพันธบัตรที่มีอายุยาวนาน แต่ความเสี่ยงนี้สามารถทำให้ลดลงได้โดยการหลีกเลี่ยงจากการลงทุนในพันธบัตรที่มีอายุยาวนาน และหลีกเลี่ยงจากหลักทรัพย์ที่ไวต่ออัตราดอกเบี้ย

4. ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนต่างประเทศ (Foreign Exchange Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเนื่องจากการลงทุนในต่างประเทศซึ่งมักจะได้อัตราซึ่งสินทรัพย์ที่เป็นสกุลเงินท้องถิ่น ดังนั้นจึงไม่สามารถหลีกเลี่ยงจากความเสี่ยงประเภทนี้ได้ แต่สามารถทำให้ลดลงได้ โดยการกระจายการลงทุนไปยังสินทรัพย์ที่เป็นสกุลเงินที่สำคัญๆ จึงจะช่วยลดความเสี่ยงประเภทนี้ได้
Chorafas, D.N. (1992)

จากความเสี่ยง 4 ประเภทที่กล่าวมาแล้ว O' Brien, R. (1992) ยังได้พูดถึงความเสี่ยงที่สำคัญประเภทอื่นๆที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในต่างประเทศ ดังเช่น ความเสี่ยงทางการเมือง (Political Risk), ความเสี่ยงทางด้านสภาพคล่อง (Liquidity Risk), ความเสี่ยงทางด้านการทำราคาหลักทรัพย์ (Manipulation Risk), ความเสี่ยงของข้อมูลข่าวสาร (Information Risk) และความเสี่ยงทางด้านภาวะเงินเฟ้อ (Inflation Risk) เป็นต้น

อย่างไรก็ตามจากงานศึกษาเชิงพรรณนาของ Tang and Villafuerte (1995) ได้ให้เหตุผลถึงการที่นักลงทุนต่างชาติให้ความสนใจที่จะนำเงินเข้ามาลงทุนในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา โดยเฉพาะในกลุ่ม Asian and Pacific Developing Countries (APDCs) นั้น เนื่องจากสถานะเศรษฐกิจที่กำลังเจริญเติบโต ภาพรวมของระบบเศรษฐกิจที่มีความมั่นคง และมีอัตราการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจที่สูงที่สุดในกลุ่มนี้ จากงานศึกษานี้พบว่าการลงทุนในด้านหลักทรัพย์

ของนักลงทุนชาวต่างประเทศจะมีการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่ม APDCs เพียงไม่กี่ประเทศเท่านั้น ได้แก่ ประเทศฮ่องกง จีน สิงคโปร์ อินโดนีเซีย รวมถึงประเทศไทยด้วย นอกจากนี้ยังได้อธิบายถึงเหตุผลที่มีส่วนสำคัญที่จะส่งผลกระทบต่อการเจริญเติบโตของการลงทุนด้านหลักทรัพย์ของนักลงทุนชาวต่างชาติในกลุ่มประเทศ APDCs มี 2 ประการที่สำคัญ คือ 1. การลดลงของผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศอุตสาหกรรม และอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงที่ลดลง ทำให้นักลงทุนชาวต่างชาติมองหาแหล่งลงทุนใหม่ที่สามารถให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าได้ 2. การที่กลุ่ม APDCs มีการเปิดเสรีทางเศรษฐกิจและการเงิน ก่อให้เกิดความสะดวกรบายในการเคลื่อนย้ายเงินลงทุน จากเหตุผลที่ได้กล่าวมาทำให้นักลงทุนต่างชาติเลือกกลุ่มประเทศ APDCs เป็นแหล่งลงทุนใหม่ในการลงทุนทางด้านหลักทรัพย์

2.2 แนวคิดทางทฤษฎี

การลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Portfolio Diversification) ได้รับความนิยมมากในกลุ่มนักลงทุนภูมิภาคยุโรป และอเมริกาเหนือมาเป็นเวลานานกว่า 20 ปี เนื่องจาก นักลงทุนเริ่มตระหนักถึงผลประโยชน์ที่จะได้รับจากการกระจายความเสี่ยงอันเป็นผลมาจากการการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Portfolio Diversification) เมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ภายในประเทศเพียงอย่างเดียว ดังนั้นทฤษฎีการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Portfolio Diversification) จึงเป็นทฤษฎีที่มีการพัฒนามาจากทฤษฎีการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ (portfolio Selection) ของ Markowitz (1952) ซึ่งได้กล่าวไว้ว่า หากผู้ลงทุนมีการกระจายการลงทุนอย่างเหมาะสม นั่นคือมีการลงทุนไปในหลักทรัพย์ที่มีจำนวนมากพอและหลักทรัพย์ที่ลงทุนนั้นความสัมพันธ์กันค่อนข้างต่ำแล้ว จะช่วยลดความเสี่ยงที่เรียกว่าความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Firm Specific Risk) ลงได้ส่วนความเสี่ยงที่ยังเหลืออยู่คือความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Market Risk) ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถทำให้หายหรือลดลงได้ (ภาพที่ 2.1) ซึ่งความเสี่ยงทั้ง 2 ประเภท มีลักษณะที่แตกต่างกันดังนี้

1. ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Firm Specific Risk)

เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายในบริษัท แหล่งที่มาของความเสี่ยงเฉพาะตัวแต่ละบริษัท ความเสี่ยงประเภทนี้เป็นความเสี่ยงที่สามารถหลีกเลี่ยงได้โดยการกระจายการลงทุนอย่างเหมาะสม เช่น

- ความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Financial Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงฐานะทางการเงินของบริษัท ซึ่งการวัดความเสี่ยงดังกล่าวมักใช้อัตราส่วนทางการเงิน

เป็นตัวชี้วัด เช่น ความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน สภาพคล่องทางการเงิน เป็นต้น

- ความเสี่ยงจากการจัดการ (Management Risk) คือ ความเสี่ยงอันเกิดจากการบริหารงานของบริษัท เช่น ความผิดพลาดของผู้บริหาร การทุจริตของผู้บริหาร ซึ่งจะส่งผลให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นในบริษัท

- ความเสี่ยงจำเพาะอุตสาหกรรม (Industry Risk) คือ ความเสี่ยงในปัจจุบันที่ส่งผลกระทบต่อกำไรของอุตสาหกรรมหนึ่งโดยเฉพาะ เช่น การเปลี่ยนแปลงในเทคโนโลยีการผลิต การเปลี่ยนแปลงในรสนิยมของผู้บริโภค เป็นต้น

2. ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Market risk)

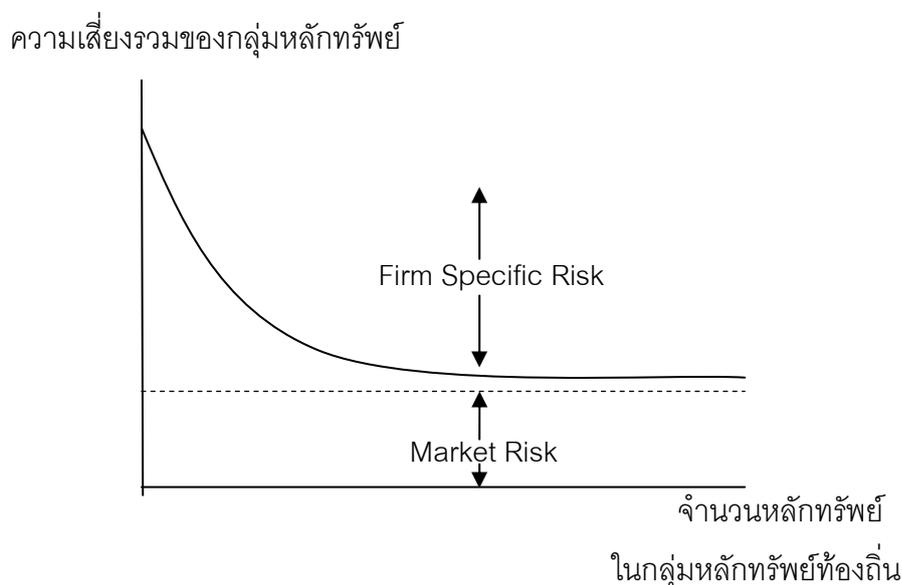
เป็นความเสี่ยงที่หากเกิดขึ้นแล้วจะส่งผลกระทบต่อทุกๆ หลักทรัพย์ในตลาด ความเสี่ยงประเภทนี้เป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ (Non-diversifiable or Un-avoidable) เช่น

- ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ต่างๆ โดยจะพบว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดสูงขึ้นอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้น แต่มูลค่าปัจจุบันของหลักทรัพย์จะลดลงซึ่งจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงด้วย นั่นคือการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จะมีทิศทางตรงข้ามกับการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย

- ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงอำนาจซื้อ (Purchasing Power Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเมื่ออำนาจซื้อของเงินลดลง อันเนื่องมาจากการลดลงของค่าเงินซึ่งมีสาเหตุมาจากการเพิ่มขึ้นของภาวะเงินเฟ้อ (Inflation)

- ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของตลาด (Market Risk) เป็นการเปลี่ยนแปลงภาวะเศรษฐกิจ การเมืองและสังคม ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์

ภาพที่ 2.1
ความเสี่ยงที่ลดลงจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์



จากข้อจำกัดของการลงทุนในประเทศดังกล่าวส่งผลทฤษฎีให้การลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศเป็นที่สนใจของนักลงทุนทั่วโลกมากขึ้น ดังที่จะกล่าวต่อไปนี้

ทฤษฎีการเลือกถือหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Diversification of Investment Portfolio)

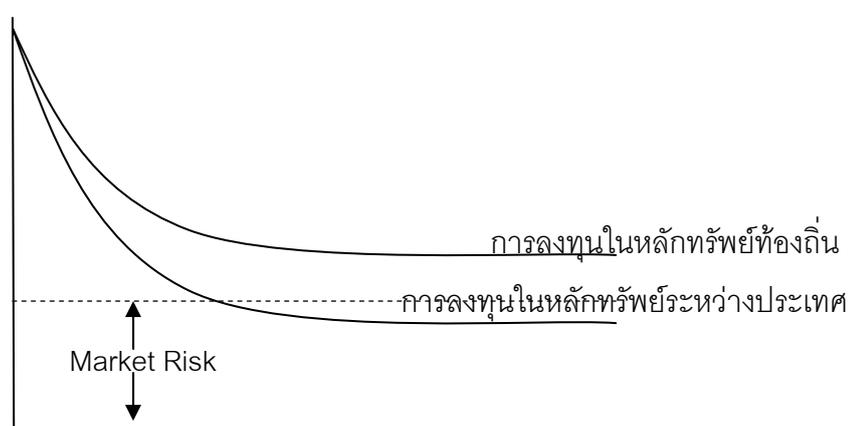
การเลือกถือหลักทรัพย์ระหว่างประเทศนั้น Grubel (1986) ได้เสนอทฤษฎีที่เรียกว่า “International Diversification of Investment Portfolio” ซึ่งอาศัยหลักพื้นฐานเดียวกันกับทฤษฎีการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Selection) ของ Markowitz (1952) นั่นคือ การที่นักลงทุนพยายามกระจายการถือหลักทรัพย์ไปในหลายประเทศหรือการที่นักลงทุนเลือกลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศนั้น จะทำให้นักลงทุนสามารถกระจายความเสี่ยงได้ดีกว่าการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์เพียงประเทศเดียว เนื่องจากแต่ละประเทศที่ลงทุนนั้นต่างมีความสัมพันธ์ในด้านของอัตราผลตอบแทนน้อย หรือไม่มีความสัมพันธ์กันเลย ซึ่งช่วยเพิ่มอัตราผลตอบแทนรวมจากการลงทุนให้สูงขึ้นและยังสามารถช่วยลดความเสี่ยงจากการลงทุนได้จริง โดยความเสี่ยงที่สามารถลดลงได้นั้นเป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบ (firm specific risk) ในระดับท้องถิ่น ที่ได้กลายมาเป็นความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (market risk) เมื่อพิจารณาในระดับระหว่างประเทศ จึงทำให้สามารถ

ขจัดความเสี่ยงกลุ่มนี้ออกไปได้ ตัวอย่างเช่น ความเสี่ยงทางด้านนโยบายการเงินและการคลัง ระบบปริวรรตเงินตราต่างประเทศ และทรัพยากรธรรมชาติของแต่ละประเทศมีอยู่ ที่เคยเป็นปัจจัย ความเสี่ยงที่เป็นระบบสำหรับการวิเคราะห์ในระดับท้องถิ่นหรือภายในประเทศ แต่เมื่อพิจารณาใน ระดับระหว่างประเทศปัจจัยเหล่านั้นได้กลายเป็นความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบไป (ภาพที่ 2.2)

ภาพที่ 2.2

ความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศที่ลดลงจากการเพิ่มจำนวนหลักทรัพย์

ความเสี่ยงรวมของกลุ่มหลักทรัพย์



จำนวนหลักทรัพย์
ในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ

และจากงานศึกษาวิจัยเชิงประจักษ์ในอดีตของ Jorion (1985), Kaplanis (1988), Hamao et. al. (1990), Cheung and Ho (1991), Erb et. al. (1994), Lau and Diltz (1994), Lin et. al. (1994), Eun and Resnick (1994), Longin and Solnik (1995), Solnik et. al. (1996), Chang and Caudill (2004) และ Fletcher and Marshall (2005) พบหลักฐานที่สนับสนุนว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของหลักทรัพย์ระหว่างประเทศนั้นมีค่าค่อนข้างต่ำ (Low Correlation) เมื่อเทียบกับหลักทรัพย์ท้องถิ่น ทั้งนี้เป็นผลสืบเนื่องมาจาก

1. การดำเนินนโยบายการเงินและการคลังของแต่ละประเทศ มีความเป็นเอกเทศจากกัน
2. ระบบปริวรรตเงินตราที่ใช้ในแต่ละประเทศแตกต่างกัน
3. ทรัพยากรธรรมชาติของแต่ละประเทศไม่เหมือนกันหรือมีปริมาณแตกต่างกัน

4. ความหลากหลายของภาคอุตสาหกรรมในแต่ละประเทศแตกต่างกัน หรือในแต่ละประเทศมีความแข็งแกร่งในประเภทอุตสาหกรรมที่ไม่เหมือนกัน

จากงานศึกษายังพบอีกว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของหลักทรัพย์ต่างประเทศอยู่ในภูมิภาคเดียวกันจะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกมากกว่าหลักทรัพย์ต่างประเทศที่อยู่ต่างภูมิภาคกัน ซึ่งสามารถเรียกว่าเกิด Regional Effect ขึ้น หรือกล่าวได้ว่า เศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ที่อยู่ ในภูมิภาคเดียวกันจะมีความสัมพันธ์กันมากกว่าของประเทศที่อยู่ต่างภูมิภาคกัน ดังนั้นจึงสามารถทำให้สรุปได้ว่า การลงทุนในหลักทรัพย์ระหว่างประเทศสามารถลดความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ได้มากกว่า เมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนเฉพาะในกลุ่มหลักทรัพย์ท้องถิ่น

Railo (2000) ได้ทำการศึกษาถึงความเสี่ยงที่เกิดจากการกระจายการลงทุนไปยังกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศของนักลงทุนสถาบันพบว่า ถึงแม้ความเสี่ยงหลายประเภทที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศนี้จะไม่สามารถทำให้หมดไปได้ แต่อย่างน้อยสามารถควบคุมผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นได้ โดยความเสี่ยงกลุ่มนี้ได้แก่

1. ความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk)

โดยจะพบว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดสูงขึ้นอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้น แต่มูลค่าปัจจุบันของหลักทรัพย์จะลดลงซึ่งจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง นอกจากนี้ยังส่งผลเสียต่อตราสารประเภทพันธบัตรที่มีอายุครบกำหนดไถ่ถอนนานด้วยเช่นกัน ดังนั้นการจะลดความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ยนี้จึงสามารถทำได้โดยการหลีกเลี่ยงลงทุนในตราสารประเภทพันธบัตรที่มีอายุครบกำหนดไถ่ถอนนานในช่วงที่เกิดภาวะเงินเฟ้อสูง และหลีกเลี่ยงการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ไวต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย

2. ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน (Foreign Exchange Risk)

เนื่องจากการลงทุนระหว่างประเทศผู้ลงทุนนั้นจะได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่เป็นสกุลเงินอื่น ดังนั้นการที่จะลดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนลงนั้น จะสามารถทำได้โดยการกระจายการลงทุนไปในสินทรัพย์ที่เป็นเงินสกุลอื่น ที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กันในระดับต่ำ Tobin (1967) นอกจากนั้นงานศึกษาของ Shapiro (1996) และ Odier and Solnik (1993) พบว่าในทางทฤษฎี หากตลาดเงินทุนระหว่างประเทศมีการรวมตัวกัน (Intergrated) และมีประสิทธิภาพ (Efficient) อย่างแท้จริงแล้ว ดังนั้นการลงทุนระหว่างประเทศจะเป็นกลยุทธ์ที่มีประโยชน์อย่างมากสำหรับนักลงทุน แต่ในทางปฏิบัติ พบว่าตลาดมิได้มีการรวมตัวกันอย่างสมบูรณ์ ส่งผลให้การลงทุนระหว่างประเทศยังคงมีอุปสรรคอยู่ โดยเฉพาะอุปสรรคทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน อย่างไรก็ตามมีงานศึกษาหลายงานที่สนับสนุนการลงทุนระหว่างประเทศ โดยพบว่านักลงทุนจะได้รับผลประโยชน์

มากขึ้น ขณะที่ความเสี่ยงโดยรวม (Total Risk) ของกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศลดลงได้มาก เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ระหว่างประเทศมีความสัมพันธ์กันค่อนข้างต่ำ (Partially Positively Correlation)

3. ความเสี่ยงด้านการเมือง (Political Risk)

เป็นความเสี่ยงที่สะท้อนถึงเสถียรภาพและความมั่นคงของรัฐบาล เนื่องจากประเทศกำลังพัฒนาทั้งหลายมีความจำเป็นอย่างยิ่งในการอาศัยนโยบายทางเศรษฐกิจที่สำคัญที่เป็นการส่งเสริมและพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศ ดังนั้นหากประเทศใดที่มีปัญหาเรื่องเสถียรภาพทางการเมือง ตลอดจนปัญหาทุจริตในวงราชการ (Corruption) แล้วย่อมส่งผลกระทบต่อการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศนั้นได้

4. ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (Liquidity Risk)

เป็นความเสี่ยงที่สะท้อนถึงต้นทุนการจัดการ (Transaction Cost) อย่างหนึ่ง เนื่องจากปริมาณเงินลงทุนที่ใหญ่มากของนักลงทุนต่างชาติ ทำให้ในการลงทุนแต่ละครั้งอาจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่บิดเบือนจากราคาตลาด ณ เวลานั้นได้ หากสภาพคล่องไม่เพียงพอต่อความต้องการลงทุน ในการวัดสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์นั้น มักใช้อัตราส่วนที่เรียกว่า “การวัดการกระจุกตัวของมูลค่าตลาด (Market Concentration)” ซึ่งคำนวณจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดของบริษัทขนาดใหญ่สุด 10 แห่ง เทียบกับมูลค่าตลาดรวม และอัตราส่วนดังกล่าวนี้จะเป็นตัวสะท้อนถึงโอกาสในการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ กล่าวคือ หากอัตราส่วนนี้มีค่าสูง แสดงว่าโอกาสในการกระจายความเสี่ยงของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีค่าน้อย เนื่องจากมีหลักทรัพย์ขนาดใหญ่เพียงไม่กี่บริษัทที่มีอิทธิพลมากต่อตลาดหลักทรัพย์นั้นๆ

5. ความเสี่ยงด้านการทำราคา (Manipulation³ Risk)

เป็นความเสี่ยงทางด้านราคาหลักทรัพย์อย่างหนึ่ง ซึ่งเป็นการทำให้ราคาหลักทรัพย์บิดเบือนจากความเป็นจริง และราคาหลักทรัพย์ ณ เวลานั้นไม่ได้สะท้อนถึงปัจจัยพื้นฐานที่แท้จริง ซึ่งความเสี่ยงนี้จัดอยู่ในความเสี่ยงที่ Liljeblom (2000) เรียกว่า “Home Bias” อย่างหนึ่ง ซึ่งมีสาเหตุมาจากการที่นักลงทุนต่างชาติได้รับข้อมูลข่าวสารไม่เท่าเทียมกับนักลงทุนในประเทศ

³ Manipulation คือ การซื้อขายที่ผิดกฎหมายที่ทำให้เกิด การเข้าใจผิดทางด้านราคา หรือ ทำให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดบิดเบือนจากความเป็นจริง หรือการทำให้ ราคาหลักทรัพย์นั้นสูงหรือต่ำเกินความเป็นจริง

6. ความเสี่ยงด้านข้อมูลข่าวสาร (Information Risk)

แสดงให้เห็นในรูปแบบของความไม่เท่าเทียมกันทางด้านผลประโยชน์ หรือข้อมูลข่าวสารระหว่างนักลงทุนในประเทศและนักลงทุนต่างประเทศ (Information Asymmetries) ทำให้นักลงทุนต่างชาติเกิดความเสียเปรียบในการซื้อขายหลักทรัพย์ ดังนั้นหากในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไหนมีความเสี่ยงประเภทย่อมส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติมีทัศนคติที่ไม่ดีต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนชาวต่างชาติ และความเสี่ยงด้านข้อมูลข่าวสารถือเป็นความเสี่ยงหนึ่งใน “Home Bias” เช่นกัน

7. ความเสี่ยงด้านอัตราเงินเฟ้อ (Inflation Risk)

เป็นความเสี่ยงที่สะท้อนถึงอำนาจซื้อของนักลงทุนต่างชาติ ไม่ว่าจะเป็อำนาจซื้อสินค้า วัสดุดิบ หรือแม้กระทั่งการลงทุนในหลักทรัพย์ก็ตาม เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อสามารถสะท้อนผ่านราคาหลักทรัพย์ได้ เปรียบเสมือนว่าหลักทรัพย์เป็นสินค้าประเภทหนึ่งในระบบเศรษฐกิจ ดังนั้นการที่นักลงทุนต่างชาติเข้ามาลงทุนในประเทศเหล่านั้น ในขณะที่อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับสูงนั้น ทำให้อำนาจการลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติลดลงได้

Bartram and Dufey (2001) ได้อธิบายถึงการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ โดยใช้ทฤษฎี International Capital Asset Pricing Model (ICAPM) ที่มีพื้นฐานมาจากทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM) เข้ามาอธิบายถึงการลงทุนระหว่างประเทศดังนี้

$$E [R_i] = R_F + \beta_i^w R P^w + \sum_{k=1}^K \gamma_{ik} R P_k \quad (2.4)$$

โดยที่	$E[R_i]$	คือ	อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ
	$R P^w$	คือ	อัตราผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศที่มีความเสี่ยง
	$R P_k$	คือ	อัตราผลตอบแทนที่ได้จากอัตราแลกเปลี่ยนในแต่ละประเทศ
	R_F	คือ	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

จากสมการ 2.1 แสดงให้เห็นอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ อ้างอิงจากทฤษฎี CAPM จะพบว่า ทฤษฎี ICAPM นี้ได้มีการรวมถึงความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนเข้ามาด้วย เนื่องจากความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนนี้สามารถทำให้อัตราผลตอบแทนที่รับจริงเบี่ยงเบนออกจากอัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์ไว้

พร้อมแสดงให้เห็นถึงประโยชน์จากการกระจายการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศที่สำคัญคือ

1. นักลงทุนมีส่วนร่วมไปกับการเติบโตของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ เนื่องจากประเทศกำลังพัฒนาที่มีอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจในระดับที่สูงกว่าประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างเช่นประเทศในทวีปยุโรปและสหรัฐอเมริกา และการเติบโตทางเศรษฐกิจในประเทศเหล่านี้ย่อมสะท้อนออกมาในการเติบโตของตลาดหลักทรัพย์เช่นเดียวกัน ดังนั้นการเข้าไปลงทุนในหลักทรัพย์ของประเทศนั้นจะช่วยให้นักลงทุนสามารถมีส่วนร่วมกับการเติบโตทางเศรษฐกิจและตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเหล่านี้ได้ เนื่องจากราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงความเติบโตของเศรษฐกิจและตลาดหลักทรัพย์ได้เป็นอย่างดี

2. เป็นการป้องกันความเสี่ยงในกลุ่มการบริโภคร่วมด้วยเช่นกัน เนื่องจากหากนักลงทุนมีการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศแล้วในขณะเดียวกันก็มีสถานะเป็นผู้บริโภคสินค้าและบริการในต่างประเทศแล้ว จะเป็นการป้องกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยน, ความเสี่ยงของอัตราเงินเฟ้อภายในประเทศ และความเสี่ยงของอัตราเงินเฟ้อในต่างประเทศ

3. ที่สำคัญถือเป็นการกระจายการลงทุนที่ดีจากการลงทุนในแต่ละตลาดที่มีได้มีการรวมตัวกันอย่างสมบูรณ์ตามทฤษฎี

นอกจากประโยชน์ที่ได้จากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศแล้ว Bartram and Dufey (2001) ยังพบว่าสิ่งสำคัญที่เกิดขึ้นจากการลงทุนด้วยคือ ความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศนี้ โดยที่ความเสี่ยงที่กล่าวถึงในงานของ Bartram and Dufey (2001) แบ่งเป็น

1. ความเสี่ยงที่เป็นความเฉพาะเจาะจงในการลงทุนหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (Unique Risk) ได้แก่

- ความเสี่ยงในด้านอัตราแลกเปลี่ยนหรือสกุลเงินตราต่างประเทศ (Currency Risk)
- ความเสี่ยงทางการเมือง (Political Risk)

ซึ่งความเสี่ยงประเภทนี้คล้ายกับงานศึกษาของ Railo (2000)

2. ความเสี่ยงที่เป็นข้อจำกัดของนักลงทุนสถาบันในการลงทุนในต่างประเทศ (Institutional Constraints) หรือสิ่งกีดขวางการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ (Barriers) ได้แก่

- ข้อจำกัดทางด้านภาษี (Taxation)

มาตรการทางด้านภาษีที่พบบ่อยนั้น ส่วนใหญ่เป็นภาษีที่มีอัตราการจ่ายที่แปรผันโดยตรงกับการลงทุนโดยเรียกเก็บจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนชาวต่างชาติ เช่น ภาษีเงินปันผล, ภาษีอัตราดอกเบี้ยและ ภาษีกำไรจากการลงทุน เป็นต้น

- การควบคุมอัตราแลกเปลี่ยน (Foreign Exchange Controls)

การควบคุมทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนของรัฐบาลย่อมส่งผลให้เกิดการยับยั้งของเงินลงทุนจากต่างชาติ เนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนจะไม่ถูกสะท้อนด้วยความต้องการที่แท้จริง ยกตัวอย่างเช่น การควบคุมอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี 1997 นอกจากจะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนในประเทศแข็งค่าเกินความเป็นจริงแล้ว รัฐบาลยังต้องสูญเสียเงินทุนสำรองต่างประเทศเพื่อรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนให้อยู่ในระดับที่ต้องการ ซึ่งถือเป็นการแทรกแซงกลไกในตลาดเงินของรัฐบาลอย่างหนึ่ง

- กฎข้อบังคับในตลาดทุน (Capital Market Regulations)

กฎข้อบังคับในตลาดทุนที่พบบ่อยนั้นมักอยู่ในรูปแบบของข้อจำกัดของนักลงทุนต่างชาติที่จะเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ของประเทศนั้น อย่างเช่น ข้อจำกัดการถือหุ้นของนักลงทุนชาวต่างชาติ หรือข้อจำกัดการออกเสียงของนักลงทุนชาวต่างชาติ เป็นต้น

- ต้นทุนการจัดการ (Transaction Cost)

ต้นทุนการจัดการนั้นมีความเกี่ยวข้องกับอำนาจซื้อหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ เพราะการมีต้นทุนการจัดการที่สูงนั้นหมายถึงการมีต้นทุนซื้อหลักทรัพย์ต่างประเทศที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับการซื้อหลักทรัพย์ภายในประเทศ

- ความคุ้นเคยกับตลาดต่างประเทศ (Familiarity with Foreign Market)

ในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศนั้น บางครั้งจำเป็นต้องใช้ความคุ้นเคยกับตลาดนั้นเช่นกัน เช่น กระบวนการซื้อขาย, ช่วงเวลาในการซื้อขาย หรือแม้กระทั่งความเคยชินกับการรายงาน เป็นต้น หากขาดความคุ้นเคยกับสิ่งเหล่านี้ อาจส่งผลให้ผู้ลงทุนต่างชาติมีต้นทุนของข้อมูลข่าวสารที่สูงกว่าปกติได้

จากความเสี่ยงที่เป็นข้อจำกัดทั้งหลายอาจเรียกได้ว่าเป็นมาตรการ “ควบคุมเงินทุน” (Capital Control) จากต่างชาติที่จะเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศ บางครั้ง

การใช้มาตรการควบคุมเงินทุนนี้ อาจมาจากความต้องการชะลอการไหลเข้าของเงินทุนที่ไหลเข้ามาเพื่อการสกัดกั้นการเข้ามาเก็งกำไรในตลาดเงินและตลาดทุนภายในประเทศ

กล่าวโดยสรุปแล้ว ทฤษฎีการเลือกถือหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Diversification of Investment Portfolio) สามารถใช้อธิบายถึงการกระจายการลงทุนมายังประเทศกำลังพัฒนาอย่างเช่นกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ 3 ประเทศ เช่น ประเทศไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ของกลุ่มนักลงทุนชาวยุโรปและสหรัฐอเมริกาได้เป็นอย่างดี เนื่องจากทฤษฎีนี้ได้ครอบคลุมถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดจากการลงทุนในต่างประเทศได้ดีกว่า ซึ่งความเสี่ยงที่กล่าวนี้เป็นความเสี่ยงที่นอกเหนือจากความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนในหลักทรัพย์ท้องถิ่น อย่างเช่นความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) ดังที่กล่าวในทฤษฎีการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Selection) ของ Markowitz หรือแม้แต่ในทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model)

จากแนวคิดทางทฤษฎีการเลือกถือหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Diversification of Investment Portfolio) พบว่าความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นมาได้แก่ ความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน, ความเสี่ยงทางการเมือง, ความเสี่ยงทางด้านสภาพคล่อง, ความเสี่ยงในเรื่องของอัตราเงินเฟ้อ หรือแม้กระทั่งความเสี่ยงที่เรียกว่าเป็น “Home Bias” ได้แก่ ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร, ข้อจำกัดทางด้านภาษี, ข้อจำกัดในการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ, ข้อจำกัดเรื่องต้นทุนการจัดการ เป็นต้น

ดังนั้นในงานศึกษาเรื่องปัจจัยนี้จึงอาศัยทฤษฎีการเลือกถือหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Diversification of Investment Portfolio) มาเป็นพื้นฐานในการศึกษาหาปัจจัยที่เป็นปัจจัยที่สะท้อนถึงความเสี่ยงจากการลงทุนและอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการกระจายการลงทุนในประเทศต่างๆ เหล่านี้ อันนำไปสู่การตัดสินใจในการเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ได้

ในส่วนของการทดสอบลักษณะของเงินลงทุนเนื่องจากมีงานศึกษายังไม่มากพอ ดังนั้นในการศึกษานี้ผู้ศึกษาจึงได้ทำการศึกษาโดยใช้วิธีเช่นเดียวกับที่ Claessens, Dooley and Warner (1995) และ บัณฑิต ชัยวิษณุชาติ (2539) เพื่อให้การศึกษาในหัวข้อนี้สามารถอธิบายถึงลักษณะของเงินลงทุนต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ทั้ง 3 ประเทศได้อย่างถูกต้อง