

บทที่ 4

ผลการศึกษา

ในบทนี้จะแบ่งหัวข้อของการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน โดยส่วนแรกเป็นการศึกษาในเชิงพรรณนา และส่วนที่สองจะเป็นการศึกษาในเชิงปริมาณ ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

4.1 ผลการศึกษาเชิงพรรณนา

วัตถุประสงค์ของการศึกษาในเชิงพรรณนาเพื่อทราบถึงลักษณะของเงินลงทุนที่ไหลเข้ามาในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 ประเทศ ว่าเป็นเงินลงทุนระยะสั้นหรือเงินลงทุนระยะยาว โดยอาศัยข้อมูลที่สำคัญ ได้แก่ การลงทุนโดยตรง (Foreign Direct Investments: FDI) และการลงทุนในหลักทรัพย์ (Foreign Portfolio Investments: FPI) ดังเช่นงานศึกษาในอดีต แล้วเปรียบเทียบระหว่างเงินลงทุนในหลักทรัพย์ของประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างสหรัฐอเมริกาเป็นต้น โดยมีรายละเอียดดังนี้

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาเหล่านี้ได้เริ่มเป็นที่สนใจของนักลงทุนชาวต่างชาติมากขึ้น โดยเฉพาะประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ อันได้แก่ ประเทศไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ตั้งแต่ภายหลังที่ประเทศเหล่านี้มีการเปิดเสรีทางการเงินในปี 1990 ซึ่งทำให้การเคลื่อนย้ายของเงินทุนเป็นไปได้อย่างสะดวกและรวดเร็ว ทั้งเงินเพื่อการลงทุนโดยตรง การลงทุนทางอ้อมโดยผ่านตลาดเงินและตลาดทุน หรือแม้กระทั่งเงินกู้ยืมระหว่างประเทศ เนื่องจากทำให้เกิดการระดมทุนจากแหล่งที่มีต้นทุนต่ำภายนอกประเทศ เพื่อนำมาใช้ในการพัฒนาประเทศได้ ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดคือการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ในภูมิภาคเอเชียลาตินอเมริกา อีกสาเหตุหนึ่งซึ่งสำคัญที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศกำลังพัฒนาเหล่านี้เป็นที่น่าสนใจของนักลงทุนชาวต่างชาติก็คือ การถดถอยของภาวะเศรษฐกิจของประเทศมหาอำนาจ อย่างเช่นสหรัฐอเมริกา ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยที่เปรียบเสมือนอัตราผลตอบแทนอยู่ในระดับต่ำติดต่อกันเป็นเวลานาน จนกระทั่งกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ได้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี 1997 ส่งผลให้เกิดเงินทุนไหลออกจากกลุ่มประเทศเหล่านี้เป็นจำนวนมากทั้งเงินลงทุนโดยตรงและเงินลงทุนทางอ้อม ในตลาดเงินและตลาดทุน

อย่างไรก็ตามถึงแม้ประเทศเหล่านี้จะมีความเสี่ยงในเรื่องของความมั่นคงทางเศรษฐกิจและการเงิน แต่ประเทศเหล่านี้ยังสามารถแสดงถึงการมีอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจที่อยู่ในระดับที่สูงกว่ากลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (ตารางที่ 4.1)

ตารางที่ 4.1
ข้อมูลเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วกับประเทศกำลังพัฒนา
(ไทย อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์) ณ สิ้นปี 2004

กลุ่มประเทศ	GNP per Capita (USD)	Real GDP Growth (%)	Inflation (%)
พัฒนาแล้ว (เฉลี่ย)	24,802	2.9	1.6
กำลังพัฒนา (เฉลี่ย)	3,259	5.8	5.1
ไทย	1,990	4.3	0.9
อินโดนีเซีย	741	4.0	8.4
ฟิลิปปินส์	1,097	4.0	4.0

Source: Statistic Appendix, Annual Report, International Monetary Fund (IMF)

สิ่งสำคัญจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ที่มีความแตกต่างไปจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่พัฒนาแล้วมี 3 ประการ (ตารางที่ 4.2) คือ

1. ความผันผวนสูง ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงอย่างรวดเร็วและมีนัยสำคัญ จึงเกิดเป็นความเสี่ยงแก่นักลงทุน

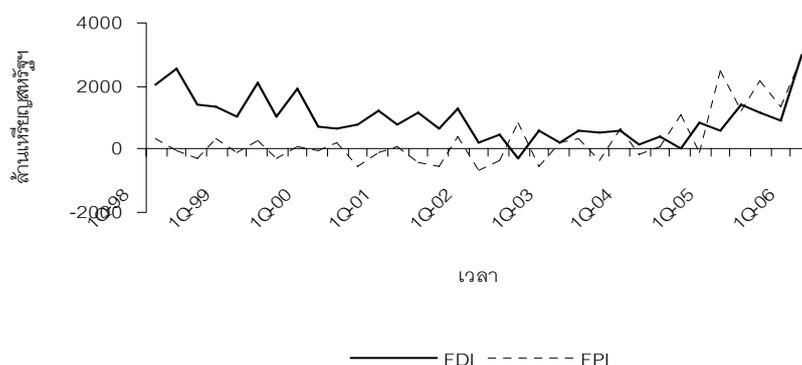
2. อัตราผลตอบแทนสูง เป็นผลมาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่มักเป็นบริษัทที่มีอัตราการเติบโตสูง และมีความสามารถในการทำกำไรได้ดี และนอกจากนี้การที่ตลาดหลักทรัพย์เหล่านี้มีความเสี่ยงระดับสูง นักลงทุนจึงต้องได้รับการชดเชยด้วยอัตราผลตอบแทนที่สูงเช่นกัน

3. ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ต่ำ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (correlation: ρ) หมายถึง ระดับความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์สองชนิดในทางทฤษฎีแล้ว มีค่าได้ตั้งแต่ -1 ถึง +1 โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่เท่ากับ +1 แสดงให้เห็นถึงระดับความสัมพันธ์ที่ไปด้วยกันอย่างสมบูรณ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์สองชนิด ขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่เท่ากับ -1 แสดงให้เห็นถึงระดับความสัมพันธ์ในทิศ

ทางตรงข้ามอย่างสมบูรณ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์สองชนิด ซึ่งพบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของหลักทรัพย์ในตลาดเกิดใหม่กับตลาดโลกอยู่ในระดับต่ำกว่า +1 อย่างมีนัยสำคัญ หรือกล่าวได้ว่า การเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ มิได้เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับตลาดโลกอย่างสมบูรณ์ ดังนั้นจึงส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติที่ต้องการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ สามารถได้รับประโยชน์จากการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุน

แม้ว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเกิดใหม่เหล่านี้จะช่วยลดความเสี่ยงโดยรวมลงได้ และยังสามารถเพิ่มอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนได้ แต่เนื่องจากว่าประเทศเหล่านี้ยังคงเป็นกลุ่มที่มีความเสี่ยงอยู่ทั้งในด้านการเมือง, เศรษฐกิจ, กฎระเบียบข้อบังคับต่างๆ ซึ่งนักลงทุนตระหนักในปัญหาเหล่านี้ดี จึงทำให้การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเหล่านี้เป็นการลงทุนเพียงฉาบฉวย หรือการเข้ามาลงทุนเพื่อการเก็งกำไรระยะสั้น (ภาพที่ 4.1 - 4.4) เท่านั้น

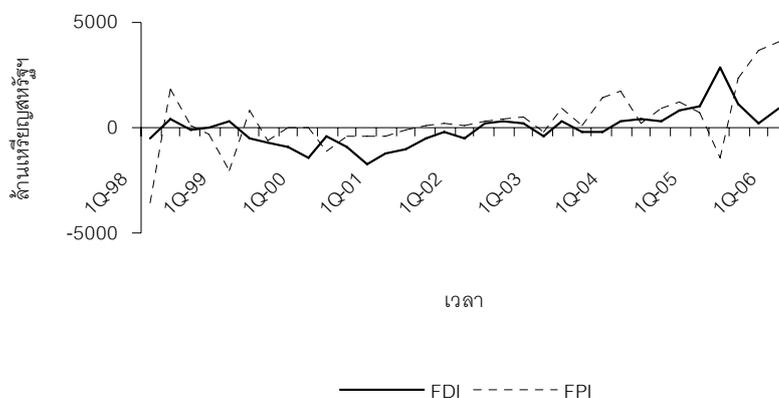
ภาพที่ 4.1
เปรียบเทียบระหว่าง FDI และ FPI ของประเทศไทย



จากภาพที่ 4.1 พบว่าการลงทุนโดยตรงของนักลงทุนชาวต่างชาติ (FDI) ในประเทศไทยนั้นมีแนวโน้มที่ลดลงจนกระทั่งติดลบในช่วงหลังของปี 2002 ส่วนการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนชาวต่างชาติ (FPI) ในประเทศไทยมีความผันผวนตลอดช่วงการศึกษามีสาเหตุมาจากการที่เศรษฐกิจโลกโดยเฉพาะประเทศสหรัฐอเมริกาประสบภาวะถดถอยจากสงครามอิรักส่งผลต่อภาคการลงทุนในประเทศ นอกจากนี้ความผันผวนของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นตลอดช่วง

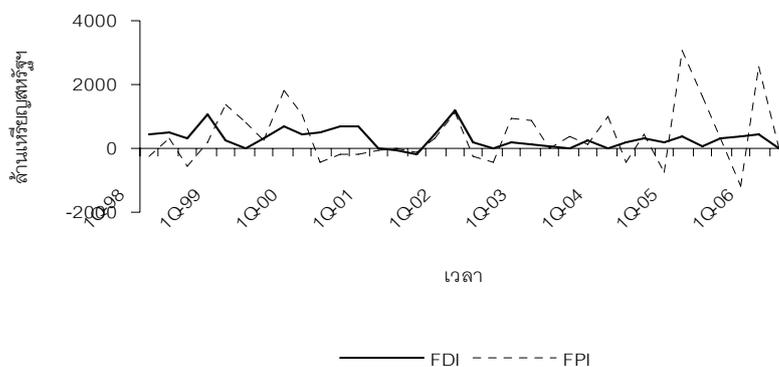
การศึกษามีสาเหตุมาจากความผันผวนของภาวะเศรษฐกิจและการเมืองในประเทศ จนกระทั่งภายหลังปี 2004 เศรษฐกิจทั่วโลกเริ่มมีแนวโน้มที่ดีขึ้นบวกกับสภาวะการเมืองและเศรษฐกิจในประเทศเริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้นส่งผลให้การลงทุนโดยตรงและการลงทุนในหลักทรัพย์ของประเทศไทยกลับมาคึกคักเช่นเดิม

ภาพที่ 4.2
เปรียบเทียบระหว่าง FDI และ FPI ของประเทศอินโดนีเซีย



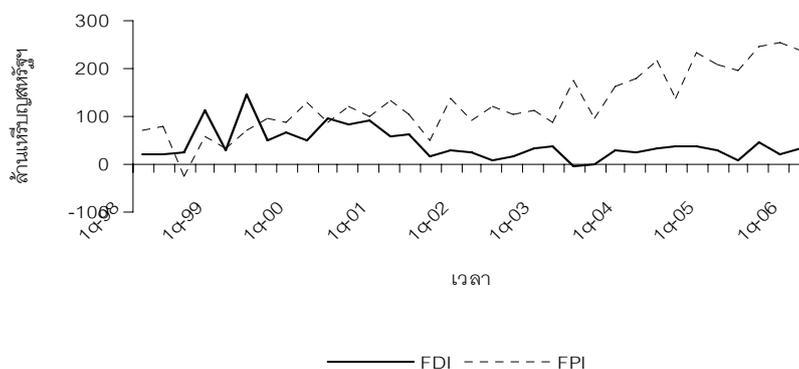
จากภาพที่ 4.2 พบว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนชาวต่างชาติ (FPI) และการลงทุนโดยตรงของนักลงทุนชาวต่างชาติ (FDI) ในประเทศอินโดนีเซียมีความผันผวนตลอดช่วงการศึกษา โดยมีสาเหตุหลักมาจากความผันผวนของภาวะเศรษฐกิจ การเมืองภายใน การทุจริตของเหล่าบรรดาข้าราชการ รวมถึงข้อจำกัดของนักลงทุนชาวต่างชาติในประเทศ ส่งผลให้ทั้งการลงทุนในหลักทรัพย์และการลงทุนโดยตรงในประเทศอินโดนีเซียไม่เป็นที่สนใจมากนักเมื่อเทียบกับประเทศกำลังพัฒนาด้วยกัน เช่น ไทย จนกระทั่งช่วงกลางปี 2003 เป็นต้นมาที่ประเทศอินโดนีเซียเริ่มมีการผ่อนคลายข้อจำกัดการลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติ การเมืองรวมถึงเศรษฐกิจภายในประเทศเริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้นส่งผลให้การลงทุนโดยตรงและการลงทุนในหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศอินโดนีเซียดีขึ้น

ภาพที่ 4.3
เปรียบเทียบระหว่าง FDI และ FPI ของประเทศฟิลิปปินส์



จากภาพที่ 4.3 พบว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนชาวต่างชาติ (FPI) และการลงทุนโดยตรงของนักลงทุนชาวต่างชาติ (FDI) ในประเทศฟิลิปปินส์มีความผันผวนตลอดช่วงการศึกษา โดยมีสาเหตุหลักมาจากความผันผวนของภาวะเศรษฐกิจ การเมืองภายใน การทุจริตของเหล่าบรรดาข้าราชการ รวมถึงข้อจำกัดของนักลงทุนชาวต่างชาติในประเทศ ส่งผลให้ทั้งการลงทุนในหลักทรัพย์และการลงทุนโดยตรงในประเทศฟิลิปปินส์ไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนชาวต่างชาติมากนักเช่นเดียวกับประเทศอินโดนีเซีย จนกระทั่งช่วงหลังปี 2004 เป็นต้นมาที่เศรษฐกิจทั่วโลกโดยเฉพาะประเทศสหรัฐอเมริกาเริ่มดีขึ้นส่งผลให้การลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติในประเทศฟิลิปปินส์เริ่มปรับตัวสูงขึ้น แต่การลงทุนในหลักทรัพย์ยังคงมีความผันผวนเช่นเดิม

ภาพที่ 4.4
เปรียบเทียบระหว่าง FDI และ FPI ของประเทศสหรัฐอเมริกา



จากภาพที่ 4.4 พบว่าการลงทุนโดยตรง (FDI) และการลงทุนในหลักทรัพย์ (FPI) ในประเทศสหรัฐอเมริกามีความผันผวนค่อนข้างต่ำบวกกับระยะเวลาการคงอยู่ของเงินลงทุนที่นานตลอดช่วงเวลาของการศึกษาซึ่งแตกต่างจากการลงทุนของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาอย่างเช่น ไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ โดยเห็นได้ชัดว่าการเข้าออกอย่างรวดเร็วของเงินลงทุนในตลาดทุนกลับไม่พบในประเทศที่พัฒนาแล้วอย่าง สหรัฐอเมริกา ซึ่งจากผลการศึกษาเชิงพรรณานี้ผู้ศึกษาคาดว่าจะได้ผลการศึกษาที่ตรงกันกับการศึกษาเชิงปริมาณ ดังที่จะกล่าวต่อไป

4.2 ผลการศึกษาเชิงปริมาณ

ผลการศึกษาในเชิงปริมาณทั้งหมดที่จะนำเสนอในบทนี้ ในส่วนแรกจะเกี่ยวข้องกับ การศึกษารูปแบบลักษณะของเงินลงทุนที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ทั้ง 3 ประเทศ โดยทำการศึกษาดังแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 2000 (พ.ศ. 2543) ถึง ไตรมาสที่ 4 ปี 2005 (พ.ศ. 2548) โดยมีวิธีการศึกษาในส่วนนี้ทั้งหมด 3 ขั้นตอน ต่อมาในส่วนที่สอง จะเป็นการศึกษาหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนชาวต่างชาติ

4.2.1 การศึกษารูปแบบของเงินลงทุนจากต่างประเทศที่เข้ามาในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ 3 ประเทศ

จากที่กล่าวไว้ในบทที่ 3 แล้วว่าแนวคิดที่นำมาศึกษาถึงลักษณะเงินลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ 3 ประเทศนี้ จะอาศัยแนวคิดของ Claessens, Dooley and Warner (1995) และ บัณฑิต ชัยวิษณุชาติ (2539) มาใช้ในงานศึกษาค้นคว้าครั้งนี้

ผลการศึกษาลักษณะของเงินลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ 3 ประเทศว่าเป็นเงินลงทุนระยะสั้น (Hot Money Flows) หรือเป็นเงินลงทุนระยะยาว (Cool Money Flows) นั้น สามารถสรุปได้ตามขั้นตอนการทดสอบ 3 ขั้นตอน ดังนี้

1. การทดสอบความผันผวนของ FSIF

จากแนวคิดการทดสอบความผันผวนของเงินลงทุน โดยอาศัยการหาค่าสัมประสิทธิ์ของความแปรผัน (Coefficient of Variance; C.V.) ของมูลค่าสุทธิเงินลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ เป็นสิ่งที่บ่งชี้ถึงความผันผวนของเงินลงทุนนั้น ซึ่งหากพบค่าที่ได้อยู่ในระดับที่สูงกว่าค่าที่ได้จากกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วอย่าง ประเทศญี่ปุ่น ไต้หวัน และอินเดีย แสดงว่ามูลค่าสุทธิเงินลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ เป็นเงินลงทุนระยะสั้น (จากตารางที่ 4.2)

ผลของการศึกษาพบว่า เงินลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ มีความผันผวนค่อนข้างสูง โดยที่ประเทศไทยมีค่าความผันผวนของเงินลงทุนสูงที่สุด รองลงมาคือประเทศ อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ซึ่งมีค่าเท่ากับ 8.6255, 4.9958 และ 2.1474 ตามลำดับโดยมีค่าเฉลี่ยของกลุ่มอยู่ที่ 5.2517 เมื่อเทียบกับความผันผวนของกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วในเอเชีย เช่น ญี่ปุ่น และไต้หวัน ที่มีค่าเท่ากับ 1.4755 และ 1.9053 ประเทศที่กำลังพัฒนาในเอเชียอย่างมากในขณะนี้เช่นประเทศอินเดียที่มีค่าความผันผวนของเงินลงทุนเท่ากับ 1.0644 โดยมีค่าเฉลี่ยของกลุ่มอยู่ที่ 1.4811 พบว่าเงินทุนที่เข้ามาในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ทั้ง 3 ประเทศ ได้แก่ไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์มีความผันผวนสูงกว่า แต่ยังไม่สามารถสรุปได้ว่าเป็นเงินลงทุนระยะสั้น ดังนั้นจึงทำการศึกษาในขั้นตอนต่อไป

ตารางที่ 4.2
แสดงค่าสถิติของ FSIF ของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้กับกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วในเอเชีย

ประเทศ	Mean	S.D.	S.D./Mean
Thailand	68.77	593.13	8.63
Indonesia	123.54	617.20	4.99
Philippines	40.18	86.28	2.15
(Average)			5.25
Japan	10.01	14.77	1.48
Taiwan	175.67	334.40	1.90
India	18.95	94.64	1.06
(Average)			1.48

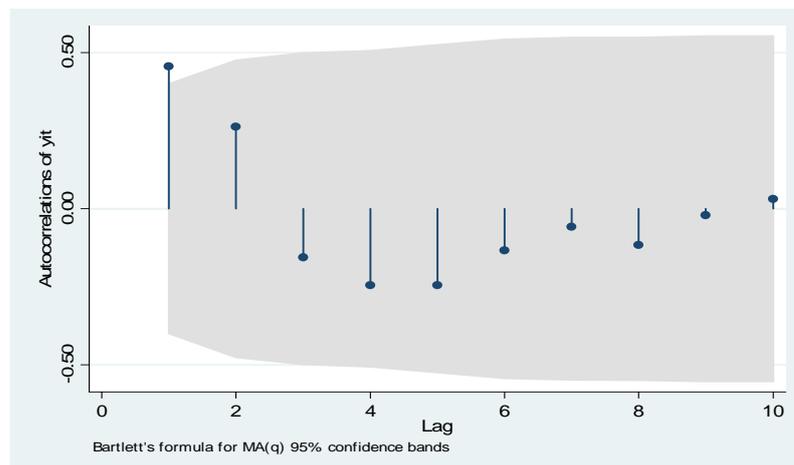
2. การทดสอบระยะเวลาของ FSIF

การทดสอบในขั้นตอนนี้ได้อาศัยแนวคิดเป็นการนำมูลค่าสุทธิของเงินชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 ประเทศ ไปสร้าง Correlogram ซึ่งผลที่ได้จากภาพเป็นค่าของ Autocorrelation Function (ρ_k) ซึ่งเป็นค่าที่อธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างค่าของตัวแปรในอดีตกับค่าของตัวแปรในปัจจุบัน หากพบว่าค่าของ Autocorrelation Function มีค่าเป็นลบหรือศูนย์หลายครั้งในช่วงเวลาการศึกษา จากสมมติฐานที่ตั้งไว้ในบทที่ 3 จะทำให้สรุปได้ว่าเป็นเงินลงทุนมีระยะเวลาของการเข้าออกอย่างรวดเร็ว

ผลที่ได้จากการทดสอบระยะเวลาของมูลค่าสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ทั้ง 3 ประเทศ (FSIF) โดยการคำนวณหาค่า Autocorrelation Function ของมูลค่าเงินลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศทั้ง 3 (ดังรูปที่ 4.5 - 4.7) พบว่า มีค่าสลับเป็นบวกและลบตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่า FSIF ที่ศึกษานั้นมีระยะเวลาที่อยู่ในประเทศที่ศึกษาสั้น

ภาพที่ 4.5

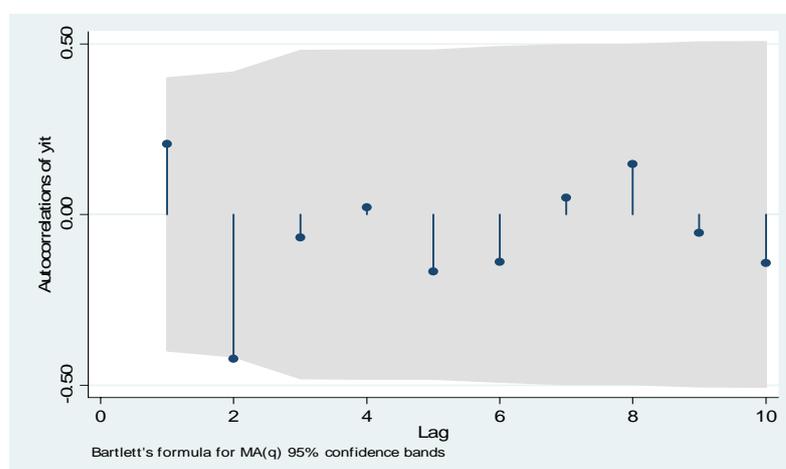
ค่า Autocorrelation Function ของมูลค่าเงินลงทุนสุทธิของนักลงทุนต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ภาพที่ 4.5 พบว่ามูลค่าสุทธิของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีระยะเวลาการคงอยู่ในประเทศไม่นาน สืบได้จากค่า Autocorrelation Function ที่มีค่าเป็นบวกเพียงช่วงสั้น และมีค่าเป็นลบในเวลาถัดมาเพียงไม่นาน ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าเงินลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นเงินลงทุนระยะสั้น

ภาพที่ 4.6

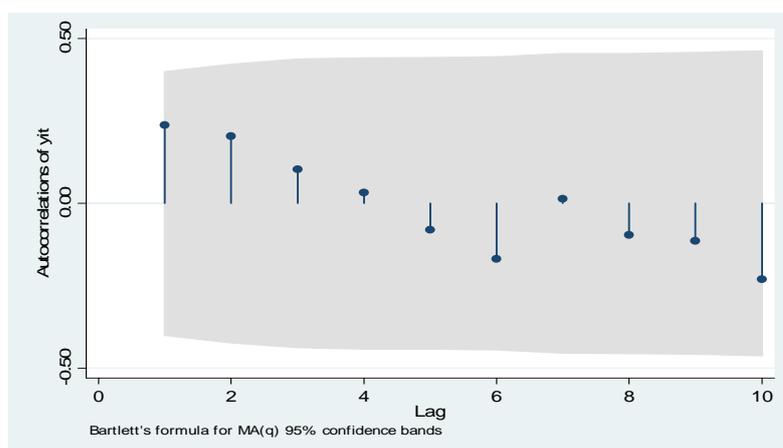
ค่า Autocorrelation Function ของมูลค่าเงินลงทุนสุทธิของนักลงทุนต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยอินโดนีเซีย



ภาพที่ 4.6 พบว่ามูลค่าสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซียมีระยะเวลาการคงอยู่ในประเทศไม่นานเช่นเดียวกับประเทศไทย สังเกตได้จากค่า Autocorrelation Function ที่มีค่าสลับเป็นบวกและลบหลายครั้งในช่วงเวลาที่ศึกษา ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าเงินลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซียเป็นเงินลงทุนระยะสั้นเช่นกัน

ภาพที่ 4.7

ค่า Autocorrelation Function ของมูลค่าเงินลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศฟิลิปปินส์



ภาพที่ 4.7 พบว่ามูลค่าสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในหลักทรัพย์ของประเทศฟิลิปปินส์มีระยะเวลาการคงอยู่ในประเทศไม่นานเช่นเดียวกับประเทศไทย และอินโดนีเซีย สังเกตได้จากค่า Autocorrelation Function ที่มีค่าสลับเป็นบวกเพียงช่วงแรกและกลับเป็นลบในช่วงเวลาต่อมา ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าเงินลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศฟิลิปปินส์เป็นเงินลงทุนระยะสั้นเช่นกัน

3. การทดสอบความสามารถในการทำนายของ FSIF

เป็นการทดสอบความสามารถในการทำนาย โดยการนำข้อมูล FSIF ที่ได้มาทำการประมาณค่าแล้วหาค่า Residual หลังจากนั้นทำการพยากรณ์ค่า Residual อีกครั้ง หลังจากนั้นจะได้ค่า Mean Square Error ที่สามารถบอกถึงความสามารถที่จะทำนายได้ ซึ่งถ้าหากว่าค่า Mean Square Error ที่ได้มีค่าค่อนข้างสูงแสดงว่า FSIF ไม่สามารถที่จะทำนายได้ใกล้เคียงกับความจริง

ผลการศึกษาที่ได้จากการทดสอบความสามารถในการทำนายถึงมูลค่าเงินลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ทั้ง 3 ประเทศ (ตารางที่ 4.3) พบว่า ไม่มีความสามารถในการทำนายได้อย่างแม่นยำถึงมูลค่าเงินลงทุนจากต่างชาติที่จะเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเหล่านี้ในอนาคต ดังจะเห็นได้จากการที่ค่า เมื่อเราทำการพยากรณ์ค่าของ Residual แล้วค่า Mean Square Error (MSE) ที่ได้มีค่าสูงทั้ง 3 ประเทศ โดยที่ประเทศไทยนั้นจะมีค่าสูงที่สุดถึง 83.9650 รองลงมาคือประเทศอินโดนีเซียที่มีค่าเท่ากับ 53.8420 และลำดับสุดท้ายคือประเทศฟิลิปปินส์ที่มีค่าเท่ากับ 12.8392

ตารางที่ 4.3

แสดงค่าสถิติของ MSE ของการพยากรณ์ค่า Residual ของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ 3 ประเทศ

ประเทศ	MSE
Thailand	83.97
Indonesia	53.84
Philippines	12.84

จากผลการทดสอบถึงลักษณะของมูลค่าเงินลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ทั้ง 3 ประเทศ ที่อาศัยแนวความคิดของ Claessens, Dooley and Warner (1995) และ บัณฑิต ชัยวิสุทธิชาติ (2539) โดยใช้วิธีการทดสอบทั้ง 3 ขั้นตอนนั้น อันได้แก่ การทดสอบความผันผวนของเงินลงทุนโดยใช้ค่าสถิติ C.V., การทดสอบระยะเวลาของการคงอยู่ของเงินลงทุนในหลักทรัพย์โดยใช้ค่าสถิติ Autocorrelation Function และสุดท้ายการทดสอบความสามารถในการทำนายของเงินลงทุนโดยใช้ค่าสถิติ MSE พบว่า เงินลงทุนที่เข้ามาในประเทศทั้ง 3 นี้เป็นเงินลงทุนที่มีความผันผวน

ค่อนข้างสูง (C.V. มีค่าสูงเมื่อเทียบกับ C.V. ของกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและกำลังพัฒนาในเอเชีย อย่างเช่น ญี่ปุ่น ไต้หวัน และอินเดีย) และมีระยะเวลาในการเข้าออกของเงินลงทุนไม่สม่ำเสมอ (ค่า Autocorrelation Function มีค่าเป็นลบ ซึ่งเห็นได้จาก Correlogram ที่มีการสลับเป็นลบเป็นบวกตลอดช่วงการศึกษา) นอกจากนี้ยังมีความสามารถในการพยากรณ์ที่ค่อนข้างต่ำ (ค่า MSE ของ Residual ที่พยากรณ์ที่ค่าสูง) และจากผลการทดสอบที่ได้นี้ สอดคล้องกับผลการศึกษาเชิงพรรณนาในช่วงต้น

ดังนั้นงานศึกษานี้จึงสามารถสรุปได้ว่ามูลค่าสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ทั้ง 3 ประเทศได้แก่ ประเทศไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ เป็นเงินลงทุนระยะสั้น (Hot Money) มีสาเหตุมาจากการที่ประเทศเหล่านี้เป็นประเทศที่กำลังพัฒนาที่ส่วนใหญ่เศรษฐกิจมีการพึ่งพาการส่งออกเป็นสำคัญจึงทำให้และเศรษฐกิจของประเทศเหล่านี้ต้องพึ่งพิงกับเศรษฐกิจและเงินลงทุนของประเทศอุตสาหกรรมเป็นหลัก ดังนั้นหากเศรษฐกิจของประเทศที่พัฒนาแล้วอยู่ในภาวะขยายตัว ย่อมส่งผลให้การลงทุนในประเทศกำลังพัฒนาดีขึ้นเช่นกัน อีกทั้งการเปิดเสรีของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาเหล่านี้ส่งผลให้การเคลื่อนย้ายเม็ดเงินลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติมีการเข้าออกโดยสะดวก ดังนั้นเมื่อเศรษฐกิจและการเมืองของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาเหล่านี้มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วย่อมส่งผลต่อการเข้าออกของเม็ดเงินลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศที่เกิดขึ้นใหม่เหล่านี้เช่นกัน

4.2.2 ผลการศึกษาหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเข้ามาลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ 3 ประเทศ

การศึกษหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเข้ามาของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของทั้ง 3 ประเทศ จะทำการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระโดยอาศัยวิธีการทางเศรษฐมิติมาใช้เพื่อการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ได้จากทฤษฎีการลงทุนระหว่างประเทศว่าสามารถอธิบายถึงมูลค่าของเงินลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ทั้ง 3 ประเทศได้หรือไม่ ซึ่งสามารถสรุปผลการศึกษาดังนี้

ตารางที่ 4.4
แสดงผลการประมาณค่าของตัวแปรอิสระในแบบจำลอง

	Multiple Regression			Pooled	Fixed
	TH	IND	PHL	Regressions	Effect
STDEVRGDP	-0.555 (-1.59)	0.252** (2.32)	0.203 (1.58)	0.029 (0.28)	0.085 (0.79)
FP	-34.951 (-0.31)	0.327** (2.39)	5.063 (0.26)	0.223 (0.04)	-0.010 (-0.08)
IFR	-1.652 (-0.01)	-62.349*** (-3.06)	-12.270 (-1.18)	-13.965 (-0.90)	5.782 (0.43)
IRD	291.891 (0.98)	-23.487 (-0.77)	30.545 (1.36)	-14.310 (-0.50)	-12.540 (-0.34)
PRISK	2067.547 (1.23)	-1118.665** (-2.24)	-64.811 (-0.48)	364.198 (-1.33)	144.543 (0.48)
GRRD	-2.216 (-0.34)	-90.796*** (-4.84)	0.907 (0.94)	-2.099 (-0.55)	-2.821 (-0.88)
SIZE	-0.004 (-0.15)	0.027** (2.17)	0.006 (1.76)	0.003 (0.71)	-0.005 (-1.32)
LIQ	20.251* (2.03)	24.806 (1.28)	1.862 (0.12)	1.277 (1.54)	9.209** (2.54)
PE	-187.001 (-1.30)	-6.549 (-0.14)	-9.204 (-1.08)	-28.520 (-0.92)	-60.290* (-1.75)
GB	-157.9413 (-0.94)	-146.200 (-1.46)	23.884 (0.97)	108.385* (1.99)	43.931 (0.89)
Constant	-12614.88 (-0.89)	3496.114 (0.60)	504.141 (0.12)	1508.11 (0.67)	-3703.434 (-1.45)
F-test	2.64	9.57***	4.33***	2.61**	1.79*
R ²	0.525	0.800	0.493	0.142	0.225
Fixed Effect Test					3.34**

หมายเหตุ: - ค่าในวงเล็บคือค่า t-stat

-***, **, * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับร้อยละ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ผลการศึกษาแบบจำลอง Multiple Regressions

จากผลการศึกษาของประเทศไทยพบว่าปัจจัยทางด้านความเสี่ยงได้แก่ **ตัวแปรสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ (LIQ)** เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนชาวต่างชาติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับร้อยละ 0.10 กล่าวคือ การเพิ่มขึ้นของสภาพคล่องตลาดหลักทรัพย์ โดยการเพิ่มขึ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ 1 บริษัท ส่งผลให้การลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยเพิ่มขึ้น 20.251 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

สำหรับประเทศอินโดนีเซียพบว่าปัจจัยด้านความเสี่ยงเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจมากกว่าปัจจัยอัตราผลตอบแทน กล่าวคือ **ตัวแปรค่าความเบี่ยงเบนของผลผลิตมวลรวมภายในประเทศในรูปที่แท้จริง (STDEVGDP)** สะท้อนถึงความเสี่ยงทางเศรษฐกิจ **ตัวแปรค่าประกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (FP)** สะท้อนถึงความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน **ตัวแปรภาวะเงินเฟ้อวัดจากดัชนีราคาผู้บริโภค (IFR)** สะท้อนถึงความเสี่ยงด้านภาวะเงินเฟ้อ และ **ตัวแปรขนาดของตลาดหลักทรัพย์ (SIZE)** สะท้อนถึงความเสี่ยงทางด้านสภาพคล่องของตลาด มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับร้อยละ 0.05, 0.05, 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ กล่าวคือ การเพิ่มขึ้นของค่าความเบี่ยงเบนของผลผลิตมวลรวมภายในประเทศในรูปที่แท้จริง 1 หน่วย ส่งผลให้การลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยอินโดนีเซียเพิ่มขึ้น 0.252 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ขณะที่ค่าประกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าที่เพิ่มขึ้น 1 รูเปี้ยต่อเหรียญสหรัฐ ส่งผลให้การลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยอินโดนีเซียเพิ่มขึ้น 0.327 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งผลการศึกษาที่ได้จากตัวแปรทั้ง 2 ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานของผู้ศึกษา ส่วนการเพิ่มขึ้นของภาวะเงินเฟ้อภายในประเทศโดยแสดงให้เห็นในรูปของดัชนีราคาผู้บริโภคที่เพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์ ส่งผลให้การลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยอินโดนีเซียลดลง 62.349 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และการเพิ่มขึ้นของขนาดตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยอินโดนีเซีย 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ส่งผลให้การลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยอินโดนีเซียเพิ่มขึ้น 0.027 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานของผู้ศึกษา

ส่วนปัจจัยด้านอัตราผลตอบแทนมีเพียง **สัดส่วนความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเทียบกับความเสี่ยงตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา (PRISK)** และ **อัตราการเติบโตของผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเทียบกับอัตราการเติบโตของผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา (GRRD)** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับร้อยละ 0.05 และ 0.01 อธิบายได้ว่าสัดส่วนความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

ประเทศอินโดนีเซียเทียบกับความเสี่ยงตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาที่เพิ่มขึ้น 1 เท่า ส่งผลต่อการลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซียลดลง 1118.665 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานของผู้ศึกษา แต่การเพิ่มขึ้นของอัตราการเติบโตของผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซียเทียบกับอัตราการเติบโตของผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา 1 เปอร์เซ็นต์ กลับส่งผลให้การลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซียลดลง 90.796 ล้านดอลลาร์สหรัฐซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานของผู้ศึกษา

ผลการศึกษาของประเทศฟิลิปปินส์พบว่าไม่มีปัจจัยใดเลยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการศึกษาแบบจำลอง Pool Regression

สรุปผลการศึกษา Pool Regression ของทั้ง 3 ประเทศพบว่ามีเพียงปัจจัยอัตราผลตอบแทนเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนชาวต่างประเทศ กล่าวคือ **ตัวแปรอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (GB)** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับร้อยละ 0.10 นั่นคือ อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลทั้ง 3 ประเทศที่เพิ่มขึ้น 1 % ส่งผลให้การลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของทั้ง 3 ประเทศเพิ่มขึ้น 108.385 ล้านดอลลาร์สหรัฐซึ่งความสัมพันธ์เชิงบวกดังกล่าวอาจอธิบายได้ว่า การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และการลงทุนในตลาดพันธบัตรเป็นความสัมพันธ์ในเชิงประกอบกัน (complementation) มากกว่าเชิงทดแทน (substitution)

ผลการศึกษาแบบจำลอง Fixed Effect

การศึกษานี้หาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเข้ามาลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของทั้ง 3 ประเทศ พบว่าทั้งปัจจัยทางด้านความเสี่ยงได้แก่ **ตัวแปรด้านสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ (LIQ)** และปัจจัยทางด้านอัตราผลตอบแทนได้แก่ **ตัวแปรราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์ (PE)** เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนชาวต่างชาติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับร้อยละ 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ ซึ่งผลการศึกษาที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐานของผู้ศึกษา กล่าวคือการเพิ่มขึ้นของสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์โดยการเพิ่มของบริษัทจดทะเบียนในตลาด 1 บริษัท ส่งผลให้การลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของทั้ง 3 ประเทศเพิ่มขึ้น 9.209 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ขณะที่การ

เพิ่มขึ้นของราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์ 1 เท่า ส่งผลให้การลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของทั้ง 3 ประเทศลดลง 60.290 ล้าน

ผลของการศึกษาหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเข้ามาลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของทั้ง 3 ประเทศ (ตาราง 4.4) พบว่าผลที่ได้ก็ยังไม่ดีมากนัก เนื่องจากมีตัวแปรเพียง 2 ตัวแปรที่สามารถอธิบายถึงการลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 ประเทศได้ ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากการที่ตัวแปรในกลุ่มมีความสัมพันธ์กันเอง ดังนั้นจึงมีการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งหมดอีกครั้ง โดยผลการศึกษาที่ได้มีดังนี้ (ตาราง 4.5)

ตาราง 4.5
แสดงผลของความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งหมดในแบบจำลอง

	FSIF	STDEVRGDP	FP	IFR	IRD	PRISK	GRRD	SIZE	LIQ	PE	GB
FSIF	1.0000										
STDEVRGDP	0.1475	1.0000									
FP	-0.0314	-0.0560	1.0000								
IFR	0.0992	0.0126	0.1103	1.0000							
IRD	0.0597	0.3581	0.2717	0.4965	1.0000						
PRISK	-0.1319	0.2116	-0.0919	-0.6656	-0.3015	1.0000					
GRRD	-0.1482	0.0774	0.0059	-0.1651	-0.1610	0.2519	1.0000				
SIZE	0.1168	-0.2882	-0.0532	0.1951	-0.3264	-0.4784	-0.0670	1.0000			
LIQ	0.1013	0.1365	0.0083	-0.3044	-0.6270	0.1000	0.0762	0.4234	1.0000		
PE	-0.0912	-0.4775	0.0786	0.1649	0.3106	-0.2952	0.0158	0.1816	-0.5957	1.0000	
GB	0.0732	0.1487	0.0601	0.6126	0.7639	-0.1672	-0.0997	-0.3072	-0.7763	0.4417	1.0000

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งหมดพบว่าตัวแปรทั้งหมดที่ได้จากทฤษฎีการลงทุนระหว่างประเทศ (International Portfolio Selection) มีความสัมพันธ์กันค่อนข้างสูง เช่น ตัวแปรภาวะเงินเฟ้อ (IFR) ตัวแปรสัดส่วนความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเทียบกับความเสี่ยงตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา (PRISK) และตัวแปรอัตราผลตอบแทน

ของพันธบัตรรัฐบาล (GB) เป็นต้น ดังนั้นจึงทำการศึกษาหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเข้ามาลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของทั้ง 3 ประเทศอีกครั้ง โดยการคัดเลือกตัวแปรที่ศึกษาใหม่โดยคำนึงถึงตัวแปรที่สะท้อนปัจจัยระยะสั้นที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเข้ามาลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของทั้ง 3 ประเทศ เพื่อให้สอดคล้องกับผลการศึกษาในช่วงแรกพบว่าเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของทั้ง 3 ประเทศนี้เป็นเงินลงทุนระยะสั้น โดยกลุ่มตัวแปรสะท้อนความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่เชื่อว่ามีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุนระยะสั้นของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ 3 ประเทศมีทั้งหมด 5 ตัวแปร ได้แก่

1. ตัวแปรค่าประกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (FP)
2. ตัวแปรส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยประเทศและอัตราดอกเบี้ยสหรัฐอเมริกา (IRD)
3. ตัวแปรสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ (LIQ)
4. ตัวแปรราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์ (PE)
5. ตัวแปรอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (GB)

ในการนำตัวแปรอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเข้ามาทดสอบ เนื่องจากเป็นตัวแปรที่สะท้อนถึงการกระจายการลงทุนตามทฤษฎีได้ดี ที่สามารถสะท้อนถึงการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง นอกจากนั้นเพื่อใช้ในการตรวจสอบผลของความสัมพันธ์ของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และการลงทุนในตลาดพันธบัตรว่าเป็นความสัมพันธ์ในเชิงประกอบกัน (Complementation) หรือความสัมพันธ์เชิงทดแทน (Substitution)

ซึ่งได้ผลการศึกษาที่ได้จากการคัดเลือกตัวแปรใหม่ดังนี้ (ตาราง 4.6)

ตารางที่ 4.6
แสดงผลการประมาณค่าของตัวแปรอิสระในแบบจำลองจากการคัดเลือกตัวแปรใหม่

	Multiple Regression			Pooled Regressions	Fixed Effect
	TH	IND	PHL		
FP	-15.286 (-0.20)	-0.097 (-0.68)	-0.869 (-0.06)	-0.080 (-1.01)	-0.048 (-0.37)
IRD	-0.775 (-0.01)	-0.950 (-0.03)	-14.746 (-1.07)	9.210 (0.62)	8.307 (0.27)
LIQ	9.844*** (3.04)	-7.707 (-0.68)	9.697 (0.64)	1.725 (1.47)	6.727** (2.61)
PE	-197.997** (-2.65)	-68.186 (-1.01)	-7.998 (-1.43)	-2.322 (-0.15)	-73.843** (-2.24)
GB	-41.532 (-0.39)	288.902 (1.55)	26.631 (1.51)	48.329* (1.69)	71.533** (2.06)
Constant	-3066.084 (-2.19)	8.976 (0.01)	-2286.646 (-0.62)	-948.386 (-1.50)	-1965.773 (-2.57)
F-test	5.05***	2.36*	1.48	2.42	2.22*
R ²	0.429	0.229	0.192	0.075	0.195
Fixed Effect Test					4.98**

หมายเหตุ: - ค่าในวงเล็บคือค่า t-stat

- ***, **, * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับร้อยละ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ผลการศึกษาแบบจำลอง Multiple Regressions

สรุปผลการศึกษาของประเทศไทยพบว่าทั้งปัจจัยทางด้านความเสี่ยงได้แก่ **ตัวแปรสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ (LIQ)** และปัจจัยทางด้านอัตราผลตอบแทนได้แก่ **ตัวแปรราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์ (PE)** เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนชาวต่างชาติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับร้อยละ 0.01 และ 0.05 กล่าวคือ การเพิ่มขึ้นของสภาพคล่องตลาดหลักทรัพย์โดยการเพิ่มของบริษัทจดทะเบียน 1 บริษัท ส่งผลให้การลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยเพิ่มขึ้น 9.844 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ขณะที่ราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น 1 เท่า ส่งผลให้การลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยลดลง 197.997 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

สำหรับประเทศอินโดนีเซียและฟิลิปปินส์พบว่าไม่มีปัจจัยใดเลยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการศึกษาแบบจำลอง Pool Regression

สรุปผลการศึกษา Pool Regression ของทั้ง 3 ประเทศพบว่ามีเพียงปัจจัยอัตราผลตอบแทนเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนชาวต่างประเทศ กล่าวคือ **ตัวแปรอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (GB)** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับร้อยละ 0.01 นั่นคือ ราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 ประเทศที่เพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์ ส่งผลให้การลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของทั้ง 3 ประเทศเพิ่มขึ้น 48.329 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

ผลการศึกษาแบบจำลอง Fixed Effect

การศึกษานหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเข้ามาลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของทั้ง 3 ประเทศ พบว่าปัจจัยด้านอัตราผลตอบแทนเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจมากกว่าปัจจัยความเสี่ยง กล่าวคือ **ตัวแปรราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์ (PE) และตัวแปรอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (GB)** ต่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับร้อยละ 0.05 ซึ่งผลการศึกษาที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐานของศึกษา กล่าวคือ การเพิ่มขึ้นของราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์ 1 เท่า ส่งผลให้การลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของทั้ง 3 ประเทศลดลง 73.843 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ขณะที่อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการลงทุนสุทธิ คืออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่เพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์ ส่งผลให้การลงทุนสุทธิของนักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของทั้ง 3 ประเทศเพิ่มขึ้น 71.533 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งความสัมพันธ์เชิงบวกดังกล่าวอาจอธิบายได้ว่า การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และการลงทุนในตลาดพันธบัตรเป็นความสัมพันธ์ในเชิงประกอบกัน (complementation) มากกว่าเชิงทดแทน (substitution)

ส่วนปัจจัยความเสี่ยงมีเพียง **ตัวแปรสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ (LIQ)** ที่สะท้อนถึงปัจจัยความเสี่ยงทางด้านสภาพคล่อง (Liquidity Risk) ของตลาด มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับร้อยละ 0.05 อธิบายได้ว่า การเพิ่มของสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์โดยการเพิ่มขึ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของทั้ง 3 ประเทศ 1 บริษัท ส่งผลต่อการลงทุนสุทธิของ

นักลงทุนชาวต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของ 3 ประเทศเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น 6.272 ล้านเหรียญสหรัฐ

จากผลการศึกษาที่ได้มีความสอดคล้องกับสถานการณ์ในปัจจุบันเนื่องจากประเทศในกลุ่มเอเชียตะวันออกเฉียงใต้มีลักษณะเป็นตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) ที่มีขนาดเล็ก แต่ให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศที่พัฒนาแล้ว ดังนั้นการตัดสินใจเข้ามาลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศจึงพิจารณาถึงปัจจัยของผลตอบแทนจากการลงทุนมากกว่าการพิจารณาปัจจัยทางด้านของความเสี่ยง