Scan

ปัจจัยที่กำหนดการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นาย สถาพร จันต๊ะสุข

การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต
แขนงวิชาเศรษฐศาสตร์ สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช
พ.ศ. 2550

Factors Affecting Foreign Investment in the Stock Exchange of Thailand

Mr. Sathaporn Jantasuk

An Independent Study Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for

the Degree of Master of Master of Economics

School of Economics

Sukhothai Thammathirat Open University

2007

หัวข้อการศึกษาค้นคว้าอิสระ	ปัจจัยที่กำหนดการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อและนามสกุล	นายสถาพร จันต๊ะสุข
แขนงวิชา	เศรษฐศาสตร์
สาขาวิชา	เศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช
อาจารย์ที่ปรึกษา	รองศาสตราจารย์ ดร.กาญจนี กังวานพรศิริ

คณะกรรมการสอบการศึกษาค้นคว้าอิสระได้ให้ความเห็นชอบการศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้แล้ว

..... ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร.กาญจนี กังวานพรศิริ)

..... กรรมการ
(รองศาสตราจารย์อัจฉรา ชีวะตระกูลกิจ)

คณะกรรมการบัณฑิตศึกษา ประจำสาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ อนุมัติให้รับการศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้ เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต แขนงวิชาเศรษฐศาสตร์ สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

.....
(รองศาสตราจารย์สุนีย์ ศีลพิพัฒน์)
ประธานกรรมการประจำสาขาวิชาเศรษฐศาสตร์
วันที่ 15 เดือน ตุลาคม พ.ศ. 2551

ชื่อการศึกษาค้นคว้าอิสระ ปัจจัยที่กำหนดการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้ศึกษา นายสถาพร จันต๊ะสุข **ปริญญา** เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

อาจารย์ที่ปรึกษา รองศาสตราจารย์ ดร.กาญจนี กังวานพรศิริ **ปีการศึกษา** 2550

บทคัดย่อ

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการลงทุนในหลักทรัพย์จากนักลงทุนต่างประเทศกับปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยตลาดหลักทรัพย์ไทย อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา อัตราเงินเฟ้อ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง อัตราผลตอบแทนการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี และดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และมาตรการสำรองร้อยละ 30

แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิแบบอนุกรมเวลาที่รวบรวมจากธนาคารแห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2544 – 2550 และประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลอง โดยการวิเคราะห์ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด

ผลการศึกษาแบบจำลองพบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทยมีผลกระทบต่อมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 ทั้งนี้เป็นไปตามสมมติฐาน ส่วนอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาห์สหรัฐฯและอัตราเงินเฟ้อที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 แต่มีทิศทางความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับสมมติฐาน ส่วนปัจจัยอื่น ๆ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 95 และมาตรการสำรองร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทยนั้น พบว่าไม่มีผลกระทบต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ

คำสำคัญ การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้เสร็จได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์อย่างดียิ่งจากรองศาสตราจารย์ ดร. กาญจนี กังวานพรศิริ อาจารย์ที่ปรึกษาและประธานกรรมการการศึกษาค้นคว้าอิสระ ซึ่งได้ให้คำปรึกษา ชี้แนะแนวทาง และตรวจข้อบกพร่องต่าง ๆ เสมอมานับตั้งแต่เริ่มต้นจนสำเร็จเรียบร้อยสมบูรณ์ ผู้เขียนรู้สึกซาบซึ้งในความกรุณาของท่านและขอขอบพระคุณอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอขอบพระคุณรองศาสตราจารย์รองศาสตราจารย์ อัจฉรา ชีวะตระกูลกิจ ที่กรุณาสละเวลาร่วมเป็นกรรมการสอบการศึกษาค้นคว้าอิสระและให้คำแนะนำ ทำให้การศึกษาค้าคว้าอิสระฉบับบนี้มีคุณค่าและสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

ประโยชน์ที่จะได้รับจากการศึกษานี้ ผู้เขียนขอมอบให้ผู้สนใจการศึกษาทั้งมวล

สถาพร จันต๊ะสุข

กันยายน 2551

บทที่ 1
บทนำ

1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การลงทุนเป็นปัจจัยสำคัญอย่างยิ่งในการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศไทย ทั้งนี้เงินลงทุนนั้นมาจากเงินออมภายในประเทศและการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศ เมื่อใดที่เศรษฐกิจเจริญเติบโตในระดับสูง และภาวะเงินออมภายในประเทศอยู่ในระดับต่ำ ก็จะมีความต้องการเงินทุนจากต่างประเทศสูง ดังนั้นรัฐบาลได้ตระหนักถึงปัญหานี้จึงได้บรรจุแผนพัฒนาตลาดทุนไว้ในแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 2 (2510-2514) โดยเน้นให้มีบทบาทสำคัญในการเป็นแหล่งระดมเงินทุน เพื่อสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมของประเทศ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นสถาบันสำคัญแห่งหนึ่งในการระดมเงินทุนเพื่อให้บริษัทได้มีการขยายกิจการโดยการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนเป็นบริษัทมหาชนเพื่อเปิดโอกาสให้นักลงทุนทั่วไปได้เข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของผู้ร่วมลงทุน ในปี พ.ศ. 2518 มีบริษัทเข้ามาจดทะเบียนซื้อขายหลักทรัพย์เพียง 21 หลักทรัพย์ โดยมีมูลค่าซื้อขายทั้งปีเพียง 559.54 ล้านบาท ในปี พ.ศ. 2548 มีบริษัทจดทะเบียนทั้งสิ้น 504 หลักทรัพย์ โดยมีมูลค่าซื้อขายทั้งปี 550,423.60 ล้านบาท จะเห็นว่า ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสำคัญอย่างมากในการระดมทุนในระบบเศรษฐกิจไทย การเติบโตของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสะท้อนให้เห็นถึงพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศที่มีอัตราการขยายตัวในระดับสูงเมื่อเทียบกับประเทศที่พัฒนาแล้ว อัตราผลตอบแทนการลงทุนในประเทศไทยจึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่ดึงดูดเงินลงทุนจากต่างประเทศ กลุ่มผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถแบ่งได้เป็น นักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนประเภทสถาบัน และ นักลงทุนทั่วไปในประเทศ ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้ จะศึกษาเฉพาะนักลงทุนต่างประเทศเท่านั้น เนื่องจากเป็นนักลงทุนภายนอกประเทศที่มีบทบาทอย่างยิ่งต่อความเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทย ดังจะเห็นได้จากมูลค่าซื้อขายสุทธิ 118,541 ล้านบาท ในปี พ.ศ. 2548 มูลค่าซื้อขายสุทธิ 83,445.97 ล้านบาท ในปี พ.ศ. 2549 และ 55,018.45 ล้านบาท ในปี พ.ศ. 2550 ถึงแม้ว่าจะมีแนวโน้มลดลงของยอดซื้อสุทธิ แต่นักลงทุนต่างประเทศก็ยังมีสัดส่วนของการซื้อขายมากถึง 30 เปอร์เซ็นต์ของการซื้อขายทั้งตลาด อย่างไรก็ตามการเปิดสรีทางการเงินตาม

ข้อตกลงทั่วไปว่าด้วยภาษีศุลกากรและการค้า (GATT) และความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีคอมพิวเตอร์และโทรคมนาคม ส่งผลให้การสื่อสารทั่วโลกตลอดจนกิจกรรมทางการเงินต่าง ๆ สามารถทำได้อย่างสะดวกรวดเร็ว ก็ยิ่งทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศเพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่สูงกว่า แต่ในขณะเดียวกันการเคลื่อนย้ายเงินทุนดังกล่าวนี้ก็อาจก่อให้เกิดความผันผวนในตลาดเงินและส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศได้เช่นเดียวกัน

การเคลื่อนย้ายเงินทุนของนักลงทุนต่างประเทศเข้ามาในประเทศไทยในส่วนของภาคเอกชนประกอบด้วยเงินทุนนำเข้า 2 ประเภทใหญ่ ๆ คือ เงินทุนนำเข้าในส่วนของธุรกิจธนาคารพาณิชย์และส่วนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ สำหรับส่วนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ประกอบด้วยเงินลงทุนโดยตรง(Direct investment) เงินกู้ (Loan) เงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio investment) และบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (Non-resident Baht Account) โดยในปี พ.ศ. 2544 มีมูลค่าเงินลงทุนในหลักทรัพย์ที่เป็นตราสารทุนที่ 82 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และมีอัตราเพิ่มขึ้นจนถึงในปี 2550 มีมูลค่าถึง 1,695 ล้านดอลลาห์สหรัฐฯ

การนำเงินเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์นั้นนักลงทุนต่างประเทศจำเป็นจะต้องวิเคราะห์และวางแผนการลงทุนอย่างรอบคอบ ซึ่งรวมถึงการเปรียบเทียบผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์กับการลงทุนในประเทศอื่น สิ่งสำคัญที่จูงใจผู้ลงทุนในหลักทรัพย์คือผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ (Stock Return) ซึ่งเป็นผลตอบแทนที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนจากเงินปันผล

ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนให้ตลาดหลักทรัพย์เจริญเติบโตต่อไป ก็คือผู้ลงทุนจะต้องมีความรู้ความเข้าใจปัจจัยต่าง ๆ ที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ และมีข้อมูลข่าวสารอย่างเพียงพอเพื่อทำให้การลงทุนทำไปอย่างมีหลักเกณฑ์โดยวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของบริษัท วิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจการเมือง ที่อาจมีผลกระทบต่อการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ การที่ประเทศไทยยังมีความจำเป็นในการพึ่งพาเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศในการพัฒนาเศรษฐกิจอีกมาก ในขณะที่เงินลงทุนระหว่างประเทศสามารถเคลื่อนย้ายจากแหล่งลงทุนที่ทำให้ผลตอบแทนแตกต่างกันได้อย่างรวดเร็ว ทำให้ผู้ศึกษาสนใจที่จะวิเคราะห์ถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจนำเงินเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ไทย

2. วัตถุประสงค์ของการศึกษา

2.1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากนักลงทุนต่างชาติกับปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์มหภาคและปัจจัยอื่น ๆ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลาร์สหรัฐอเมริกา อัตราเงินเฟ้อ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง อัตราผลตอบแทนการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี และดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และตัวแปรแทนมาตรการสำรอง 30 เปอร์เซ็นต์

3. ขอบเขตของการศึกษา

การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาเชิงปริมาณในการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระโดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ.2544 ซึ่งเป็นจนถึงปี พ.ศ.2550 ทั้งนี้การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (Portfolio Investment) นั้นจะพิจารณาเฉพาะส่วนที่เป็นการลงทุนในหุ้นทุน (Equity securities) เท่านั้น

4. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

4.1 เพื่อศึกษาปัจจัยที่กำหนดมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติกับตัวแปรอิสระที่นำมาศึกษา ได้แก่ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย,อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา อัตราเงินเฟ้อภายในประเทศ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และตัวแปรแทนมาตรการสำรอง 30 เปอร์เซ็นต์

บทที่ 2
แนวคิด ทฤษฎี และ ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิด ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎีเกี่ยวกับการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์

ทฤษฎีที่เกี่ยวกับการเลือกถือหลักทรัพย์ที่ได้รับความนิยมอย่างมาก คือ ทฤษฎีของ James Tobin[1]ที่เรียกกันว่า "Portfolio Adjustment Theory" จากทฤษฎีจะเป็นการหาชุดของการถือหลักทรัพย์ที่จะทำให้นักลงทุนเกิดความพอใจสูงสุด และได้กล่าวว่า การกระจายการถือหลักทรัพย์จะเป็นการลดค่าความเสี่ยงจากการลงทุน โดยพิจารณาจาก ผลตอบแทนที่ได้รับและค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ (อาจจะเรียกได้ว่าเป็น ความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นจากการลงทุน) พื้นฐานการวิเคราะห์ของทฤษฎีนี้ จะเริ่มต้นจากการสร้างเส้นความพอใจเท่ากัน (Indifference Curve) ของนักลงทุน เนื่องจากลักษณะของเส้นความพอใจเท่ากันจะมีผลต่อพฤติกรรมในการเลือกลงทุน แต่ในการที่จะสร้างเส้นความพอใจเท่ากันของนักลงทุน จะต้องพิจารณาลักษณะของฟังก์ชั่นอรรถประโยชน์ (Utility Function) ประกอบกันในการวิเคราะห์ ซึ่งปัจจัยที่มีผลทำให้ลักษณะเส้นความพอใจเท่ากันและฟังก์ชั่นอรรถประโยชน์ของนักลงทุนแต่ละคนต่างกันไป คือ พฤติกรรมที่มีต่อความเสี่ยง (Risk Aversion :λ) โดยในการสร้างเส้นความพอใจเท่ากันและฟังก์ชั่นอรรถประโยชน์นี้ สามารถที่จะพิสูจน์ทางคณิตศาสตร์ภายใต้ข้อสมมติต่าง ๆ ดังนี้

1. นักลงทุนแต่ละคน จะพยายามที่จะจัดการถือหลักทรัพย์ของตนเองเพื่อที่จะได้รับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังที่สูงสุด (Maximize Expected Rate of Return) จากฟังก์ชั่นอรรถประโยชน์ของตน ซึ่งแสดงให้เห็นว่านักลงทุนเป็นบุคคลที่มีการตัดสินใจอย่างมีเหตุผล โดยนักลงทุนจะไม่ชอบความเสี่ยง ในขณะที่ต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูง

---

[1] James Tobin, "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk," The Review of Economics Studies 25 (Febuary,1958) :65-68.

2. ฟังก์ชั่นอรรถประโยชน์ จะเป็นฟังก์ชั่นของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ (Expected Rate of Return)

$$U=f(R) \tag{2.1}$$

โดยที่ U คือ อรรถประโยชน์ที่นักลงทุนจะได้รับ
R คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ

โดยลักษณะของฟังก์ชั่นอรรถประโยชน์ของนักลงทุนจะอยู่ในรูปของสมการกำลังสอง (Quadratic) ตามลักษณะดังนี้

$$U(R) = \alpha R - \lambda R^2 \tag{2.2}$$

โดยที่ α คือ สัมประสิทธิ์ของอัตราตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ
λ คือ สัมประสิทธิ์ของ R^2

ซึ่งจากสมการ 2.2 ค่าของ λ จะเป็นค่าที่แสดงถึงระดับของพฤติกรรมของนักลงทุนที่มีต่อความเสี่ยง (Degree of Risk-aversion) และการที่เครื่องหมายหน้า λ มีค่าเป็นลบ เป็นการแสดงให้เห็นว่าฟังก์ชั่นอรรถประโยชน์ของนักลงทุนสามารถที่จะหาค่าสูงสุดได้

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

$$R = \sum_{i=1}^{n} W_i R_i \tag{2.3}$$

$$Var(R) = \sigma^2 = \sum_{i=1}^{n} W_i^2 Var(R_i) + \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} W_i W_j Cov_{ij} \tag{2.4}$$

โดยที่ W_i คือ สัดส่วนของหลักทรัพย์ที่ i
R_i คือ อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากหลักทรัพย์ที่ i
$Var(R_i)$ คือ ความแปรปรวนของหลักทรัพย์ที่ i

Cov_{ij} คือ ความแปรปรวนร่วมระหว่างหลักทรัพย์ i กับ j

n คือ จำนวนหลักทรัพย์

i = 1,__, n

นอกจากนี้ยังได้มีการสมมติให้ R มีการแจกแจงปกติ โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ μ และ ค่าความแปรปรวน เท่ากับ σ^2

จากข้อสมมติฐานทั้งหมด ทำให้สามารถที่จะคำนวณค่าอรรถประโยชน์ที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับ (Expected Utility :E[U(R)] โดยจากสมการที่ 2.2 สามารถคำนวณค่าอรรถประโยชน์ที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับ ได้ดังนี้

$$E[U(R)] = \alpha E(R) - \lambda E(R^2) \tag{2.5}$$

เนื่องจาก R มีการกระจายแบบปกติ ทำให้

$$E(R) = \mu \tag{2.6}$$
$$E(R^2) = \sigma^2 + \mu^2 \tag{2.7}$$

นำค่าสมการที่ 2.6 และ 2.7 แทนค่าในสมการที่ 2.5 จะได้

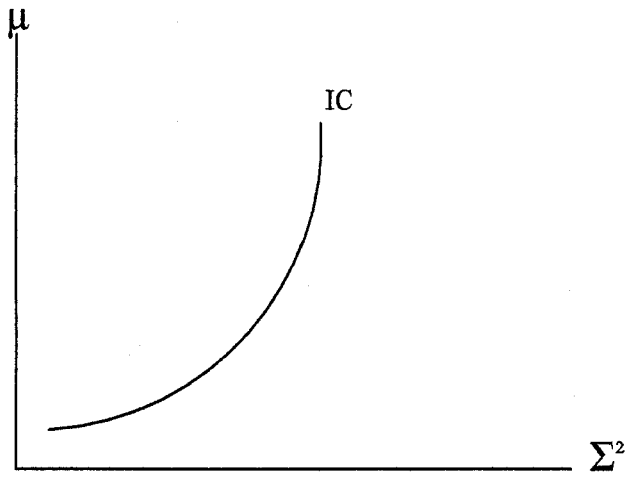
$$\begin{aligned} E[U(R)] &= \alpha\mu - \lambda(\sigma^2 + \mu^2) \\ &= \alpha\mu - \lambda\sigma^2 - \lambda\mu^2 \end{aligned} \tag{2.8}$$

จากสมการที่ 2.8 จะเห็นได้ว่าอรรถประโยชน์ของนักลงทุนที่คาดว่าจะได้รับ จะขึ้นอยู่กับปัจจัย 2 ตัว คือ ค่าเฉลี่ยและความแปรปรวนของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ดังนั้นการนักลงทุนจะเลือกชุดของการถือหลักทรัพย์โดยพิจารณาจาก ค่าเฉลี่ยและความแปรปรวนของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ

นอกจากนี้ จากข้อสมมติฐานที่นักลงทุนเป็นผู้ที่มีเหตุมีผล จึงทำให้นักลงทุนเป็นผู้ที่ชอบความเสี่ยง (Risk-avertor) จะทำให้ค่าของ λ ในสมการที่ 2.8 ที่เป็นตัวที่บอกถึงระดับพฤติกรรมที่มีต่อความเสี่ยง ควรจะมีค่ามากกว่าศูนย์ ($\lambda>0$) จะทำให้เส้นความพอใจเท่ากันของนักลงทุนมีลักษณะดังรูป 2.10

รูป 2.10 ลักษณะของเส้นความพอใจเท่ากันของนักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยง

(Risk-avertion : ($\lambda>0$)

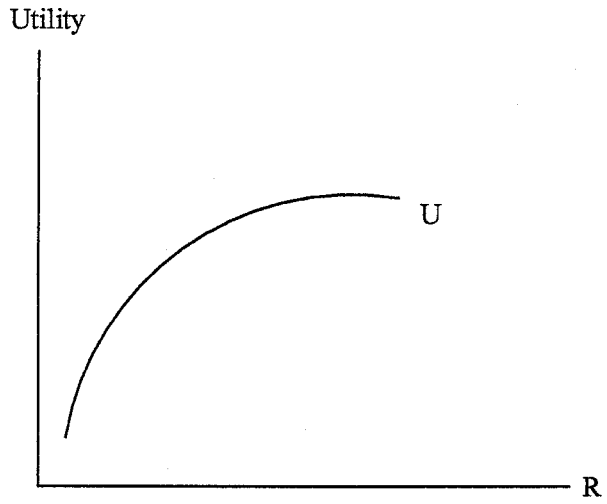


สาเหตุที่เส้นความพอใจเท่ากันของนักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยงมีลักษณะดังรูป 2.10 เพราะเมื่อมีความแปรปรวนเพิ่มขึ้นนักลงทุนจะต้องได้รับการชดเชยด้วยค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่มากกว่าความแปรปรวนที่เพิ่มขึ้น โดยจะเห็นได้ชัดเจนจากการหาค่าอนุพันธ์ของสมการ 2.2 เทียบกับอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ซึ่งจะได้ค่าของ อรรถประโยชน์ส่วนเพิ่มของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Marginal Utility of Expected Rate of Return :MU_R)

$$MU_R = dU(R)/dR = \alpha - 2\lambda R \qquad (2.9)$$

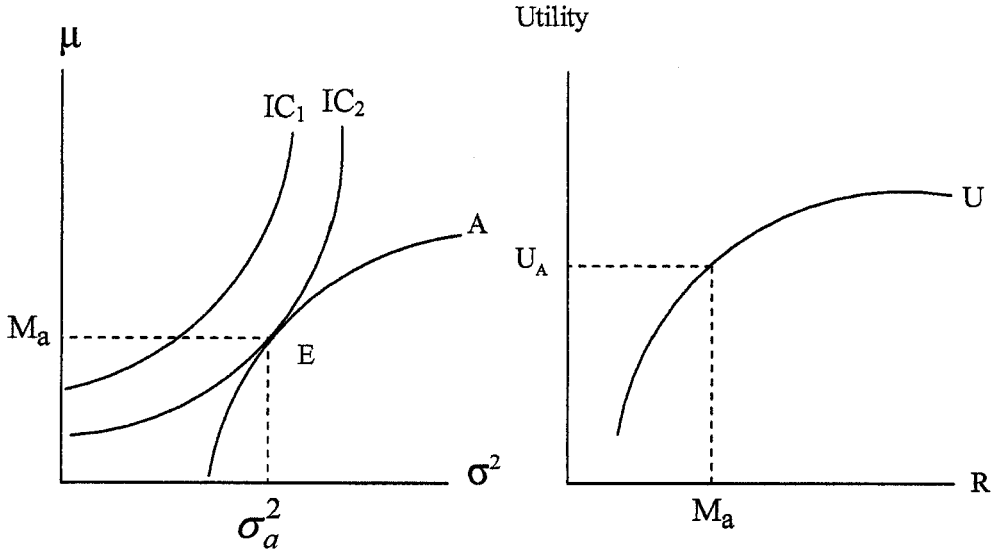
จากสมการที่ 2.9 จะเห็นได้ว่า เมื่ออัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับยิ่งสูงขึ้น อรรถประโยชน์ส่วนเพิ่มของนักลงทุนก็ยิ่งจะลดลง (Diminishing Marginal Utility of Expected Rate of Return) เนื่องจากในการศึกษาได้สมมติให้ค่าของ $\lambda > 0$ ซึ่งจะมีผลทำให้ฟังก์ชั่นอรรถประโยชน์ของนักลงทุนมีลักษณะดังรูปที่ 2.11

รูปที่ 2.11 ลักษณะของฟังก์ชั่นอรรถประโยชน์ของนักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยง (Risk-avertor : $\lambda > 0$)



เมื่อทราบถึงลักษณะเส้นความพอใจเท่ากัน และ ฟังก์ชั่นอรรถประโยชน์ของนักลงทุนแล้ว การเลือกถือหลักทรัพย์ที่ทำให้นักลงทุนได้รับความพอใจสูงสุดจะเกิดขึ้นจากจุดสัมผัสระหว่างเส้นอรรถประโยชน์ของนักลงทุนกับ Efficient Frontier โดย Efficient Frontier คือ เส้นที่แส่ดงค่าของค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง และความแปรปรวนที่ทำให้ชุดการเลือกถือหลักทรัพย์ของนักลงทุนเป็นชุดของการถือหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ (เส้น A ในรูป 2.12) โดยจุดที่นักลงทุนจะได้รับความพอใจสูงสุด คือ จุด E ในรูปที่ 2.12 จะทำให้นักลงทุนเลือกชุดการถือหลักทรัพย์ที่ให้ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่คาดหวังเท่ากับ μ_a และค่าความแปรปรวนเท่ากับ σ_a^2 โดยจากค่าที่ได้นี้ทำให้นักลงทุนได้รับอรรถประโยชน์เท่ากับ U_a

รูปที่ 2.12 แสดงค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ค่าความแปรปรวนและอรรถประโยชน์ที่นักลงทุนได้รับความพอใจสูงสุด



จากที่กล่าวมาจะเป็นการเลือกชุดของการถือหลักทรัพย์ที่เหมาะสมภายในประเทศ ส่วนในการวิเคราะห์การเลือกถือหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International of Investment Portfolio) ก็จะมีลักษณะใกล้เคียงกัน โดยอาศัยหลักการเดียวกัน คือ พยายามกระจายการถือหลักทรัพย์ไปในหลายประเทศ เพื่อลดความเสี่ยงจากการเลือกถือหลักทรัพย์ลง ซึ่งจากผลการศึกษาของ Markowitz[2] ได้แสดงให้เห็นว่า การกระจายการถือหลักทรัพย์ระหว่างประเทศสามารถเพิ่มอัตราผลตอบแทนและลดความเสี่ยงจากการลงทุนได้จริง โดยในการคำนวณหาค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ (Mean of Rate of Return) และค่าความแปรปรวน (Variance) สามารถที่จะคำนวณได้ดังนี้

$$r_i(t) = \left[P_i(t) - P_i(t-1)\right] / P_i(t-1) \qquad (2.10)$$

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

$r_i(t)$ คือ อัตราผลตอบแทนในประเทศที่ i ในปีที่ t

โดยการคำนวณค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ จะคำนวณจากค่าเฉลี่ยเลขคณิต ดังนี้

$$R_i = 1/N\left[\sum_{i=1}^{N} r_i(t)\right] \qquad (2.11)$$

---

[2] H.M.Markowitz, Portfolio Selection (New York:1959).

โดยที่ N คือ จำนวนปีที่ลงทุน

R_i คือ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนในปีที่ i

และค่าความแปรปรวนของประเทศ i สามารถคำนวณได้จาก

$$Var(R_i) = \sigma_i^2 = 1/\left\{\sum_{i=1}^{N}\left[r_i(t) - R_i\right]^2\right\} \qquad (2.12)$$

โดยที่ $Var(R_i), \sigma_i^2$ คือ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในประเทศที่ i

โดยในการวิเคราะห์หาผลประโยชน์ที่จะได้รับจากการกระจายการถือหลักทรัพย์ จะเริ่มจากการคำนวณหาชุดของการถือหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ (Set of Efficient Portfolios) ซึ่งจะเป็นการพยายามหาชุดของการถือหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ เพื่อให้ได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงสุดภายใต้ค่าความแปรปรวนค่าหนึ่ง (Maximize Rate of Return given the Variance) หรือพยายามที่จะเลือกถือหลักทรัพย์เพื่อที่จะได้รับค่าความแปรปรวนที่ต่ำสุดภายใต้อัตราผลตอบแทนที่จะได้รับค่าหนึ่ง (Minimize Variance given the Rate of Return) โดยเส้นที่แสดงถึงชุดของการถือหลักทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพที่เรียกว่า Efficient Frontier สามารถหาโดย สมมติให้ X_i แทนชุดของการเลือกถือหลักทรัพย์ที่ให้ค่าความแปรปรวนต่ำที่สุด ภายใต้อัตราผลตอบแทนที่คงที่ค่าหนึ่ง ในการคำนวณจะเริ่มจากการหาค่าต่ำสุดของสมการดังนี้

$$C = \underline{X}' \sum X \qquad (2.13)$$

ภายใต้เงื่อนไข $X_i \geq 0$ (2.14)

$$\underline{X}' R = E \qquad (2.15)$$

$$\underline{X}' 1 = 100 \qquad (2.16)$$

โดยที่ C คือ ค่าความแปรปรวน

X_i คือ สัดส่วนของการเลือกถือหลักทรัพย์ที่ลงทุนในประเทศที่ i

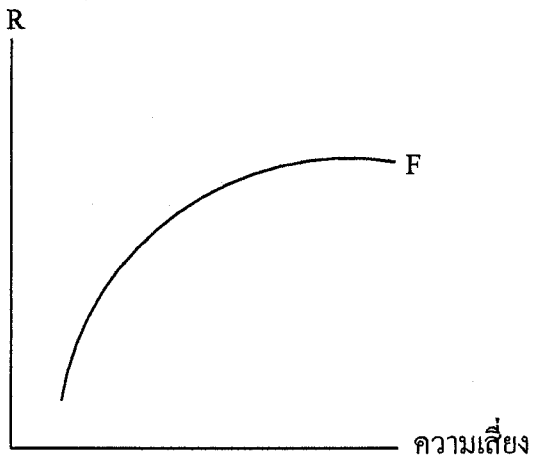
Σ คือ Variance-Covariance Matrix ของอัตราผลตอบแทน

R_i คือ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในประเทศที่ i

i คือ ประเทศต่าง ๆ ที่เลือกลงทุน (i=1,__, n)

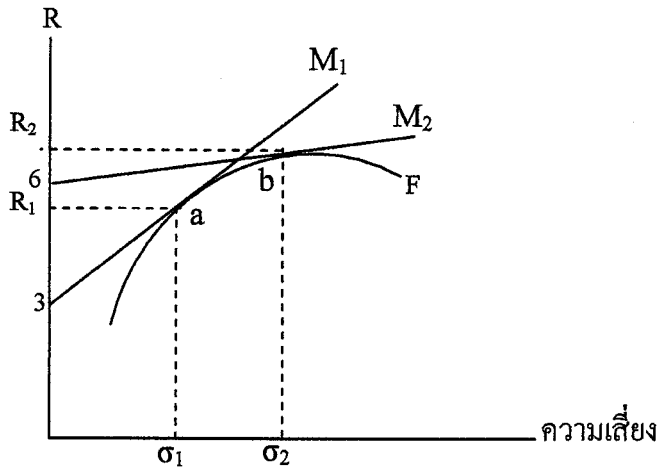
จากสมการที่ 2.15 เป็นสมการที่แสดงถึงผลตอบแทนที่ได้รับจากการเลือกถือหลักทรัพย์ตาม X_i และสมการที่ 2.16 เป็นเงื่อนไขที่แสดงให้เห็นว่า สัดส่วนของการเลือกถือหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศรวมแล้วมีค่าเท่ากับ 100 โดย Efficient Frontier (F) ที่คำนวณได้จะมีลักษณะดังรูปที่ 2.4

รูปที่ 2.13 แสดงลักษณะของ Efficient Frontier



เนื่องจาก Efficient Frontier เพียงลำพังยังไม่สามารถที่จะระบุได้ว่าจะเลือกจุดใดในการลงทุน ดังนั้นในการเลือกชุดของการถือหลักทรัพย์จึงต้องอาศัย Market Opportunity Line ประกอบ จึงจะสามารถหาชุดของการถือหลักทรัพย์ที่เหมาะสม ซึ่งแสดงโดยเส้น M_1 และ M_2 ในรูปที่ 2.14 จาก M_1 เป็น Market Opportunity Line ณ ระดับผลตอบแทนเท่ากับ 3 เปอร์เซ็นต์ หมายความว่า ถ้านักลงทุนไม่นำเงินที่มีอยู่ไปลงทุนในลักษณะที่ไม่มีความเสี่ยง จะได้รับผลตอบแทนเท่ากับ 3 เปอร์เซ็นต์ เช่น การนำเงินไปฝากธนาคาร หรือ การซื้อพันธบัตรรัฐบาล เป็นต้น แสดงว่า Market Opportunity Line จะเป็นเส้นที่แสดงให้เห็นถึงการชดเชยระหว่างผลตอบแทนที่สูงขึ้น กับ ความเสี่ยงจากการลงทุนที่สูงขึ้น ซึ่งเป็นการแสดงความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับกับความเสี่ยง เป็นผลทำให้ Market Opportunity Line มีค่าความชันเป็นบวก โดยค่าความชันจะขึ้นอยู่กับพฤติกรรมของนักลงทุนที่มีต่อความเสี่ยง ในขณะที่ M_2 เป็น Market Opportunity Line ณ ระดับอัตราผลตอบแทนเท่ากับ 6 เปอร์เซ็นต์

รูปที่ 2.14 แสดงการเลือกการกระจายการถือหลักทรัพย์อย่างเหมาะสม



ในการหาชุดของการเลือกถือหลักทรัพย์ที่เหมาะสมในรูปที่ 2.14 จุดที่มีการเลือกถือหลักทรัพย์อย่างเหมาะสม คือ จุดสัมผัสระหว่าง Efficient Frontier กับ Market Opportunity Line เช่น ณ ระดับผลตอบแทนเท่ากับ 3 เปอร์เซ็นต์ ชีดการถือหลักทรัพย์ที่เหมาะสมคือจุด a โดยที่นักลงทุนจะได้รับค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเท่ากับ R_1 และมีความเสี่ยง (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) เท่ากับ σ_1 หรือ ณ ระดับผลตอบแทนเท่ากับ 6 เปอร์เซ็นต์ ชุดการถือหลักทรัพย์ที่เหมาะสม คือ จุด b โดยที่นักลงทุนจะได้รับค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเท่ากับ R_2 และมีความเสี่ยง (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) เท่ากับ σ_2

จากวิธีการหาชุดของการถือหลักทรัพย์ที่เหมาะสม ทั้งการเลือกถือหลักทรัพย์ภายในประเทศ และ การเลือกถือหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ จะเห็นได้ว่าปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการเลือกชุดของการถือหลักทรัพย์ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ และ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ที่เป็นค่าที่บอกถึงความเสี่ยงในการลงทุน นอกจากนี้ปัจจัยที่สำคัญอีกตัวหนึ่ง คือ พฤติกรรมของนักลงทุนที่มีต่อความเสี่ยง เพราะการเปลี่ยนแปลงของนักลงทุนที่มีต่อความเสี่ยง จะทำให้ลักษณะของเส้นความพอใจเท่ากัน และ ฟังก์ชั่นอรรถประโยชน์ของนักลงทุนเปลี่ยนแปลงไป รวมถึง ค่าความชัน Market Opportunity Line ก็จะมีการเปลี่ยนแปลงด้วยเช่นกัน ซึ่งผลการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยเหล่านี้จะมีผลทำให้ชุดของการเลือกถือหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นในการวิเคราะห์จึงควรที่จะพิจารณาถึงตัวแปรเหล่านี้อย่างดี

2.1.2 แนวคิดเกี่ยวกับภาวะเงินเฟ้อ

ภาวะเงินเฟ้อ หมายถึง ภาวะที่ระดับราคาสินค้าโดยทั่วไปสูงขึ้นเรื่อย ๆ อย่างต่อเนื่อง การที่ระดับราคาสินค้าโดยทั่วไปสูงขึ้นเรื่อย ๆ ไม่ได้หมายความว่าราคาสินค้าทุกชนิดต้องสูงขึ้น สินค้าบางชนิดอาจจะมีราคาสูงขึ้น สินค้าบางชนิดอาจมีราคาคงที่ และสินค้าบางชนิดอาจจะมีราคาลดลงตามสภาพอุปสงค์อุปทานของสินค้าแต่ละชนิด แต่ระดับสินค้าโดยทั่วไปหรืออาจเรียกได้ว่าราคาสินค้าโดยเฉลี่ยจะต้องสูงขึ้น นอกจากนี้การที่ระดับราคาสินค้าโดยทั่วไปสูงขึ้นมิใช่เป็นการสูงขึ้นเพียงระยะสั้นแล้วหมดไป แต่เป็นภาวะที่ระดับราคาสินค้าโดยทั่วไปสูงขึ้นเรื่อย ๆ อย่างต่อเนื่องเป็นระยะเวลานาน การที่ระดับราคาสินค้าสูงขึ้นเพียงครั้งเดียวแล้วไม่สูงขึ้นต่อไปอีก ไม่เรียกว่าเป็นภาวะเงินเฟ้อ

การวัดเงินเฟ้อของปีใดนั้น ทำได้โดยการหาสัดส่วนเป็นร้อยละการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาผู้บริโภคของปีใดปีหนึ่งเมื่อเปรียบเทียบปีฐานหรือปีก่อนหน้า

ตามแนวความคิดของนักเศรษฐศาสตร์ สาเหตุของการเกิดภาวะเงินเฟ้อมีด้วยกันหลายสาเหตุสามารถจำแนกได้เป็นประเภทต่างๆ ดังนี้ คือ

2.1.1.1 ภาวะเงินเฟ้อที่เกิดจากแรงดึงของอุปสงค์ (Demand-Pull Inflation)

ภาวะเงินเฟ้อที่เกิดจากแรงดึงของอุปสงค์ หมายถึง เงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจากอุปสงค์มวลรวมสำหรับสินค้าของประเทศเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่อุปทานมวลรวมของสินค้าเพิ่มขึ้นได้อย่างจำกัด ทำให้เกิ ดภาวะสินค้าขาดแคลน เป็นผลให้ระดับราคาสินค้าเพิ่มสูงขึ้นเรื่อย ๆ และจากการที่อุปทานมวลรวมของสินค้าเพิ่มขึ้นได้อย่างจำกัดอาจเนื่องมาจากสาเหตุที่ปัจจัยการผลิตถูกนำมาใช้งานอย่างเต็มที่แล้ว การขยายการผลิตจึงไม่สามารถทำได้อีก ทำให้เกิดความไม่สมดุลระหว่างอุปสงค์มวลรวมและอุปทานมาวลรวม และเป็นตัวผลักดันให้ระดับราคาสินค้าสูงขึ้น

2.1.1.2 ภาวะเงินเฟ้อที่เกิดจากแรงผลักของต้นทุน (Cost-Push Inflation)

ภาวะเงินเฟ้อประเภทนี้เกิดจากแรงดันของต้นทุน ส่งผลให้ระดับราคาสินค้าเพิ่มสูงขึ้นเนื่องจากต้นทุนในการผลิตสินค้าเพิ่มสูงขึ้น และการที่ต้นทุนในการผลิตสินค้าเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้

ผู้ผลิตลดปริมาณการผลิตสินค้าลง ซึ่งมีผลทำให้อุปทานมวลรวมของสินค้าลดลง และระดับราคาสินค้าสูงขึ้น

2.1.2 ผลตอบแทน (Return)

อัตราผลตอบแทน คือ ผลประโยชน์ที่ผู้ลงทุนได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ๆ ผลประโยชน์ดังกล่าวนี้อาจเป็นดอกเบี้ย เงินปันผล และกำไรจากการขายหลักทรัพย์ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับประเภทของหลักทรัพย์ที่ถืออยู่

การวัดอัตราผลตอบแทน

อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ลงทุนเป็นระยะเวลา 1 ปี (Holding Period Return) ในปีที่ t อาจเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$R_t = \frac{C_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

อาจเขียนเป็นสมการใหม่ดังนี้

$$R_t = \frac{C_t}{P_{t-1}} + \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

จากสมการข้างต้น จะเห็นว่าอัตราผลตอบแทนประกอบด้วย 2 ส่วน คือ 1) อัตราดอกเบี้ยปัจจุบัน และ 2) ส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์หรือ Capital Gain (Loss)

โดยที่ R_t = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ระยะเวลา 1 ปีในปีที่ t

C_t = ดอกเบี้ยจ่ายในช่วงระยะเวลา 1 ปีของปีที่ t

P_t = ราคาขายหลักทรัพย์ ณ ปลายปีที่ t

P_{t-1} = ราคาซื้อหลักทรัพย์ ณ ปีที่ t

$\frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$ = อัตราส่วนต่างราคา

$\frac{C_t}{P_{t-1}}$ = อัตราดอกเบี้ยปัจจุบัน (Current Yield)

อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ $r_{it} = \frac{SD_t + P_{t+1} - P_t}{P_t}$

อัตราผลตอบแทนของตลาด $r_{mt} = \frac{SP_{t+1} - SP_t}{SP_t}$

SD_t = Cash Dividend for Period t

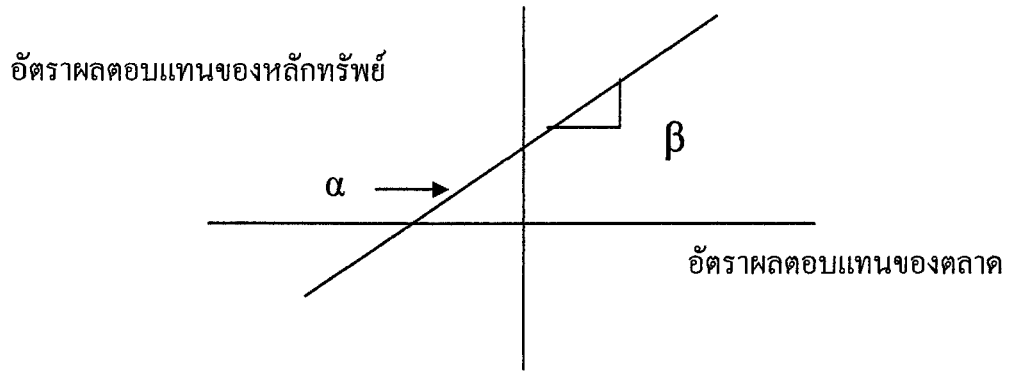
P_t = market price t beginning of period

P_{t+1} = end of period price

SP_t = the value of the index at the beginning of period t

SP_{t+1} = the amount of SP index at the end of period t

จากค่าของอัตราผลตอบแทนของแต่ละหุ้น (r_{it}) และอัตราผลตอบแทนตลาด (r_{mt}) ทำให้สามารถหาค่าของความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนทั้งสองได้ (Correlation coefficient) และหาค่า beta coefficient (b_i) หาค่า standard Deviation และหาค่า Variance ของแต่ละหุ้นได้ และสามารถเขียนกราฟแสดงความสัมพันธ์ได้ดังนี้



เส้นลักษณะ (Characteristic line)

ดังรูป ค่าความชันของ characteristic line เท่ากับค่า เบต้า แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดเปลี่ยนไป 1 หน่วย ความชัน ของ characteristic line จึงเป็นดัชนีชี้ความเสี่ยงอันเนื่องมาจากตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบนั่นเอง

หากหลักทรัพย์มีค่าเบต้า น้อยกว่า 1 หมายถึง หลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด

หากหลักทรัพย์มีค่าเบต้ามากกว่า 1 แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด

2.1.3 แนวคิดผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศ

นักลงทุนทั่วไปมักมีการคาดการณ์ถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนและความเสี่ยงที่จะได้รับเป็นเป้าหมายหลักอยู่เสมอ ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนท้องถิ่นหรือนักลงทุนชาวต่างประเทศก็ตาม ในความเป็นจริงผลตอบแทนและความเสี่ยงมักจะแปรผันตามกัน ผลตอบแทนสูง ความเสี่ยงก็จะสูงตาม (high risk, high return) ซึ่งแล้วแต่สถานที่ลงทุนและสิ่งแวดล้อม ทั้งนี้เพราะบางตลาดอาจจะมีความเสี่ยงแต่ผลตอบแทนสูง ในขณะที่บางตลาดมีทั้งความเสี่ยงสูงและผลตอบแทนสูงเช่นกัน ซึ่งอาจเป็นเพราะปัจจัยภายนอกที่มากระทบตลาด ดังนั้นการศึกษาแนวความคิดและทฤษฎีที่คาดว่าจะเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ไทยสามารถกำหนดขอบเขตภายใต้การประยุกต์แนวคิดและทฤษฎีพื้นฐานของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ โดยการแบ่งการตัดสินใจเลือกที่จะลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศออกเป็น 2 ประเด็น คือ แนวคิดด้านผลตอบแทนและแนวคิดทางด้านความเสี่ยง (William,1968)

2.1.4 แนวคิดทางด้านผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศ

แบ่งออกเป็น 2 ลักษณะ คือ

2.1.4.1 ผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินจากลงทุนในต่างประเทศ ได้แก่ ผลตอบแทนที่ได้รับในลักษณะของตัวเงิน เช่น กำไร เงินปันผล กำไรส่วนทุน(capital gain) ดอกเบี้ย หรือในรูปของทรัพย์สินที่กำหนดมูลค่าเป็นตัวเงินได้ซึ่งหมายความว่า ผู้ลงทุนอาจแปลงสภาพสินทรัพย์นั้นเป็นตัวเงินได้ด้วยการจำหน่ายในตลาด สุดท้ายผลตอบแทนที่ได้จากอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อสินทรัพย์นั้นจะกลับคืนในรูปเงินตราของประเทศตน เป็นต้น

2.1.4.2 ผลตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงินจากการลงทุนในต่างประเทศ ได้แก่ ความพอใจหรือความสุขของผู้ออมหรือผู้ลงทุนที่พึงได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ อาจเป็นเป้าหมายรองที่ผู้ออมคาดหวังหรือกำหนดไว้ในการลงทุน เช่น ความปลอดภัยของเงินลงทุน อาจได้จากการกระจายความเสี่ยงในการลงทุนออกไปยังแหล่งหรือประเทศต่าง ๆ ความสามารถสร้างผลตอบแทนที่เติบโตพอที่จะป้องกันการลดค่าในอำนาจซื้อของทุน การเติบโตของมูลค่าของกลุ่มหรือของ

หลักทรัพย์ที่ลงทุน ความคล่องตัวที่จะจำหน่ายจ่ายโอนหรือแปลงสภาพหลักทรัพย์ที่ถือนั้น เสถียรภาพของผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนเป็นต้น

องค์ประกอบของผลตอบแทนที่ต้องการ สำหรับผู้ลงทุนต่างประเทศอาจจะมีการกำหนดผลตอบแทนที่ต้องการจากการลงทุนในหลักทรัพย์ หรือการลงทุนในกิจการใดกิจการหนึ่งในแต่ละประเทศแตกต่างกันไป ตามดุลยพินิจของลักษณะการลงทุนที่คาดการณ์ถึงศักยภาพในการเติบโตของแต่ละประเทศ หรือความต้องการสาธารณูปโภคพื้นฐานที่เหมาะสมกับประเทศนั้น ๆ อันจะนำมาซึ่งผลตอบแทนที่คาดการณ์ไว้ แต่ทั้งนี้เหตุผลการตัดสินใจลงทุนอาจจะเปลี่ยนแปลงไปตามสภาวะของเหตุการณ์แวดล้อมและกาลเวลาได้ขึ้นอยู่กับคุณภาพของหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน ระดับของผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ อย่างไรก็ตามสำหรับผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการดังกล่าวโดยทั่วไปมักถูกกำหนดจากผลตอบแทนที่แท้จริง (real returns) ผลตอบแทนที่เป็นตัวเงิน (nominal returns) และความเสี่ยงที่คิดจากอัตราเงินเฟ้อ เป็นอีกปัจจัยที่นักลงทุนส่วนใหญ่ให้ความสำคัญในการพิจารณาก่อนการตัดสินใจลงทุนในตลาด ใด ซึ่งสามารถอธิบายได้จากแนวคิดทางด้านความเสี่ยงต่อไป

2.1.5 ทฤษฎีการกระจายความเสี่ยงการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศ

การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศนั้นเป็นอีกวิธีการหนึ่งในการลงทุน เพื่อกระจายความเสี่ยง (diversification) และเป็นการปรับปรุงผลตอบแทนให้ดีขึ้น โดยการนำทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์(basic portfolio model) Markowitz เป็นพื้นฐานนำไปสู่ทฤษฎีการการกระจายความเสี่ยงไปต่างประเทศ โดยมีแนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดผลตอบแทนที่คาดหวังของสินทรัพย์ในกลุ่มหลักทรัพย์และการวัดระดับความเสี่ยงที่คาดหมายที่ได้จากการลงทุนทั้งในและต่างประเทศ เพื่อหาจุดที่เหมาะสมในการลงทุนและช่วยลดระดับความเสี่ยงในการลงทุน การกระจายความเสี่ยงไปยังหลักทรัพย์ต่างประเทศนั้น มีข้อสมมติอย่างง่ายว่า ระบบอัตราแลกเปลี่ยนถูกกำหนดให้คงที่ภายใต้เงื่อนไขจุดดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยนต่างประเทศ ไม่มีข้อจำกัดในการซื้อขายหลักทรัพย์ข้ามประเทศ ตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศมีประสิทธิภาพทางด้านการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร หลักทรัพย์ที่ลงทุนมีความคล้ายคลึงกันทั้งสองประเทศ ตัวอย่าง การกระจายความเสี่ยงลงทุนในหลักทรัพย์สองประเทศคือ ประเทศ A และประเทศ B ในกลุ่มหลักทรัพย์ของนักลงทุน โดยทำการลงทุนในหลักทรัพย์ประเทศ A ในหลักทรัพย์ที่ 1 และ 2 และลงทุนในประเทศ B ในหลักทรัพย์ 3 และ 4 จากตารางที่ 2.10 โดยมี อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง ความสัมพันธ์ (correlations) ราคา

หลักทรัพย์ ราคาปิดต่ออัตราผลตอบแทน (Price/Earning ratio) เป็นต้น ตารางที่ 2.10 เป็นการแสดงถึงแบบจำลองมูลค่าหลักทรัพย์และความเสี่ยงจากการผสมผสานการลงทุนกลุ่มหลักทรัพย์แบบต่าง ๆ โดยมีน้ำหนักการลงทุนในประเทศทั้งสอง 50-50 (Edwin, 1994)

การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศส่วนใหญ่มีแนวคิดจากทฤษฎี Capital Asset Price ในการชี้วัด ความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ตารางที่ 2.11 แสดงถึง ราคาปิดต่ออัตราผลตอบแทน (Price/Earning ratio) ของประเทศ A และประเทศ B เท่ากับ 10 และ 5 ตามลำดับ ในการผสมผสานการถือหลักทรัพย์ทั้งสองประเทศ กลุ่มหลักทรัพย์ ค และแบบ ข จะให้ผลตอบแทนค่อนข้างสูงและมีความเสี่ยงที่ต่ำ โดยการถือกลุ่มหลักทรัพย์แบบ ค ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าแบบอื่นที่สำคัญเป็นการถือหลักทรัพย์ทั้งในและต่างประเทศ สังเกตุว่าหลักทรัพย์แบบที่ 3 ให้ผลตอบแทนและความเสี่ยงที่ดีกว่าแบบอื่น ดังนั้นจึงมีความต้องการที่จะลงทุนในแบบ ค สูงกว่าแบบอื่น ๆ ตัวอย่างแสดงได้จากแบบจำลองการกระจายความเสี่ยงแบบหลายประเทศ โดยใช้แนวคิดแบบจำลอง (Capital Pricing Model :CAPM) ซึ่งการอธิบายแบบจำลองการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ในหลายประเทศ (the multi-country model) โดย Solnik (1993) ได้อธิบายว่าหลักทรัพย์แต่ละตัวถูกกระทบจากปัจจัยในประเทศ และในขณะเดียวกันก็ถูกกระทบจากปัจจัยในตลาดโลก เนื่องจากมีการเชื่อมโยงกันระหว่างการนำเข้า-ส่งออก นโยบายทางการเงิน กฎระเบียบทางเศรษฐกิจของแต่ละประเทศ และการไหลของเงินทุนข้ามประเทศ ปัจจัยเหล่านี้ล้วนมีผลกระทบ

ตารางที่ 2.10 อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง ความสัมพันธ์ A-TWO-COUNTRY-FOUR-SECURITY MODEL

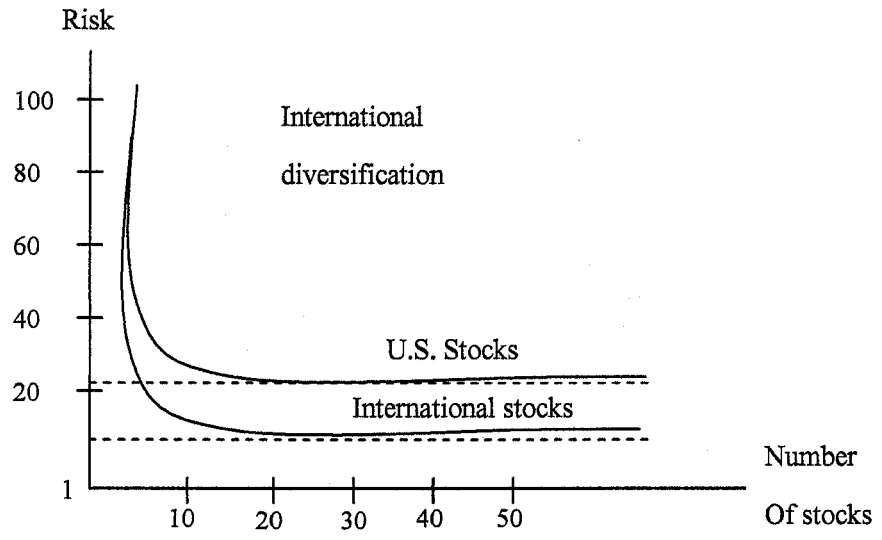
ประเทศและหลักทรัพย์	Portfolio Data Return	Risk	Capital Asset Pricing Data P/E Ratio	Price	EPS
ประเทศ A					
หลักทรัพย์ 1	20	6	10	$200	$20
หลักทรัพย์ 2	10	4	10	$100	$10
ประเทศ B					
หลักทรัพย์ 3	20	6	5	฿200	฿40
หลักทรัพย์ 4	10	5	5	฿50	฿10
Correlation-Covariance Matrix	1	2	3	4	
1	-	0.70	0.60	0.20	
2	16.80	-	0.30	0.80	
3	21.60	7.20	-	0	
4	6.00	16.00	0	-	

ที่มา : Global Finance, 1994. p.606

ตารางที่ 2.11 อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนแบบกลุ่มหลักทรัพย์ (Security Portfolio)

กลุ่มหลักทรัพย์	สัดส่วนหลักทรัพย์	อัตราผลตอบแทน	ความเสี่ยง	P-E
ก	1&2	15	4.62	10
ข	3&4	15	3.90	5
ค	1&3	20	5.37	7.5
ง	1&4	15	4.27	7.5
จ	2&3	15	4.10	7.5
ช	2&4	10	4.27	7.5

ถึงกันหมด จากการศึกษาของ Edwin (1994) ได้อธิบายถึงการหาค่าของสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (coeffient of correlation) ในแต่ละ ตลาดหลัก ๆ นั้นพบว่าถ้าค่าตรงกันข้าม เมื่อนักลงทุนกระจายความเสี่ยงโดยการลงทุนแล้วจะช่วยลดความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ ซึ่งเห็นได้ดังภาพที่ 2 จะเห็นได้ว่าถ้าหากมีการกระจายการลงทุนไปยังตลาดต่าง ๆ ที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์น้อย ๆ หรือทางตรงกันข้ามแล้วความเสี่ยงจะลดลงมากกว่าเดิม โดยการลงทุนเพื่อลดความเสี่ยงนี้ในแต่ละประเทศและในแต่ละอุตสาหกรรมหรือลงทุนในหลักทรัพย์มากกว่า 30 หลักทรัพย์ จะทำให้ความเสี่ยงลดลงครึ่งหนึ่งของความเสี่ยงที่คาดว่าจะเกิดขึ้น โดยสมมติให้ไม่มีข้อจำกัดทางการเคลื่อนย้ายทุนและการแบ่งย่อยตลาดทุน

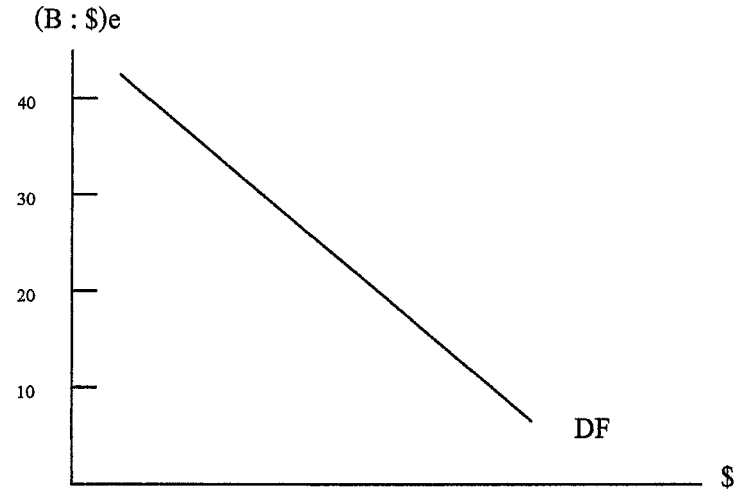


ที่มา : Modern Portfolio Theory and investment Analysis. 1994. p453

ภาพที่ 2.15 การกระจายความเสี่ยงระหว่างการลงทุนหลักทรัพย์ในประเทศและต่างประเทศ

2.1.6 แนวคิดอุปสงค์เงินตราต่างประเทศ

อุปสงค์เงินตราต่างประเทศ[3] หมายถึง ความต้องการของคนในประเทศที่มีต่อเงินตราต่างประเทศ เพื่อที่จะนำเงินตราต่างประเทศนั้นไปซื้อสินค้าเข้า ซื้อหลักทรัพย์ต่างประเทศ ลงทุนในต่างประเทศ หรือจ่ายเป็นเงินปันผล ดอกเบี้ย หรือเป็นเงินโอนให้แก่ต่างประเทศ หรือนำไปใช้จ่ายท่องเที่ยวในต่างประเทศ เป็นต้น อุปสงค์ต่อเงินตราต่างประเทศมีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยน กล่าวคือ ถ้าราคาของเงินตราต่างประเทศลดลง อุปสงค์ต่อเงินตราต่างประเทศจะสูงขึ้น ดังนั้น ในกรณีประเทศไทย อุปสงค์ต่อเงินดอลล่าห์สหรัฐอเมริกาก็จะมีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินดอลล่าห์ต่อเงินบาท ถ้าเงิน 1 ดอลลาห์สหรัฐอเมริกาเท่ากับ 20 บาท อุปสงค์ที่คนไทยมีต่อเงินดอลลาห์จะค่อนข้างมาก แต่ถ้าราคาของเงิน 1 ดอลลาห์สหรัฐอเมริกาเท่ากับ 30 บาท อุปสงค์ที่คนไทยมีต่อเงินดอลลาห์จะค่อนข้างน้อย เส้นอุปสงค์ต่อเงินดอลลาห์สหรัฐอเมริกา จึงเป็นเส้นที่เอียงจากซ้ายมือลงไปทางขวามือ ดังเส้น DF ในรูปที่ 2.16



ภาพที่ 2.16 อุปสงค์ต่อเงินดอลลาห์สหรัฐอเมริกา

2.1.7 แนวคิดเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ ส่วนใหญ่เป็นการคาดคะเนหรือหวังถึงอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ดังนั้นแนวคิดเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการ

---

[3] รัตนา สายคณิต, ,มหเศรษฐศาสตร์วิเคราะห์ : จากทฤฎีสู่นโยบาย. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2544

ตัดสินใจนักลงทุนต่างชาติเพื่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศโดยส่วนใหญ่ ประกอบไปด้วยแนวความคิดทางด้านอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดต่างประเทศ แนวความคิดทางด้านความเสี่ยงที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในตลาด ที่ไปลงทุนและการกระจายความเสี่ยงไปยังตลาดต่าง ๆ สามารถรวบรวมได้ดังนี้

เกสร หอมขจร (237 : 213-231) ได้อธิบายว่า แรงจูงใจพื้นฐานของการลงทุนต่างประเทศทางอ้อมจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อได้รับผลตอบแทนในต่างประเทศสูงกว่า ตามทฤษฎี Heckcher-Ohlin ผลตอบแทนของการลงทุนในต่างประเทศที่มีอัตราส่วนของทุนต่อแรงงานต่ำนั้นจะสูงกว่าประเทศที่มีอัตราส่วนของทุนต่อแรงงานต่ำ ผู้พำนักอาศัยของประเทศหนึ่งอาจจะซื้อหุ้นของบริษัทในประเทศอื่น ถ้าเขาคาดว่ากำไรของบริษัทนั้นในอนาคตจะมากกว่าบริษัทภายในประเทศ ดังนั้นการลงทุนในต่างประเทศทางอ้อมนั้นนักลงทุนหวังที่จะได้รับผลตอบแทนที่คาดหวังสูงกว่าในประเทศของตนภายใต้ความเสี่ยงที่ยอมรับได้ และการลงทุนที่ถึงแม้ว่าจะให้ผลตอบแทนสูงขึ้น ถ้ามีความเสี่ยงสูงมากนักลงทุนก็จะไม่ลงทุน แรงจูงใจสำหรับการเคลื่อนย้ายการลงทุนระหว่างประเทศ (motives for international investments) นั้น นักลงทุนที่จะนำเงินมาลงทุนทำการตัดสินใจโดยพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับและความเสี่ยงหรือการกระจายความเสี่ยงโดยคำนึงถึงสภาวะสิ่งแวดล้อมทางเศรษฐกิจ การเมืองและสังคม เป็นต้น

2.1.8 แนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานและเทคนิค

นักลงทุนต่างประเทศส่วนใหญ่ก่อนจะตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์หรือตลาดหลักทรัพย์ใดจะทำการประเมินหลักทรัพย์ในแต่ละตลาด นั้นก่อน เพื่อหาข้อเท็จจริงเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้น ๆ ที่จะลงทุนว่าเป็นหลักทรัพย์ที่น่าให้ความสนใจต่อการลงทุนหรือไม่ หากน่าสนใจแล้ววิเคราะห์ว่าควรจะซื้อในราคาเท่าใด ณ จุดนี้การวิเคราะห์หลักทรัพย์มีส่วนช่วยในการตัดสินใจ เพื่อประเมินผลตอบแทนที่คาดว่าได้รับและความเสี่ยงที่เกิดขึ้นทางด้านเศรษฐศาสตร์การเมืองในประเทศที่เข้าไปลงทุน การวิเคราะห์หลักทรัพย์จึงเป็นเรื่องเกี่ยวกับการจัดเก็บข้อมูลที่ได้มาวิเคราะห์และแปลความ ตลอดจนสรุปเป็นข้อคิดเห็นของผู้วิเคราะห์ที่มีต่ออนาคตของหลักทรัพย์นั้น เพื่อประโยชน์ในการกำหนดมูลค่าตลอดจนการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์เพื่อการลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ

การวิเคราะห์หลักทรัพย์ทำได้ 2 วิธี คือ วิธีแรกคือการวิเคราะห์ทางด้านเทคนิค (Technique analysis) และการวิเคราะห์หลักทรัพย์แบบพื้นฐาน (Fundamental analysis)

2.1.8.1 การวิเคราะห์ทางด้านเทคนิค (Technical analysis)

การวิเคราะห์ทางเทคนิคเป็นศึกษาถึงปฏิกิริยาจากตลาดที่มีผลต่อหลักทรัพย์ การศึกษาได้ใช้ข้อมูลราคา การเปลี่ยนแปลงราคา ตลอดจนปริมาณหุ้นที่เกิดจากการซื้อขายที่ได้บันทึกไว้ ระยะเวลาที่ศึกษาอาจเป็น รายวัน รายสัปดาห์ รายไตรมาส ตลอดจนรายปี โดยนำข้อมูลเหล่านี้มาจัดทำเป็นกราฟ ซึ่งจะแสดงความสัมพันธ์ระหว่างราคากับเวลา ปริมาณกับเวลา สำหรับการวิเคราะห์เทคนิคซึ่งเป็นการศึกษาจังหวะในการลงทุนที่เหมาะสม เรียกการวิเคราะห์โดยใช้ปริมาณการไหลของเงินทุนต่างประเทศว่า fund flow analysis การวิเคราะห์แบบเทคนิคต้องอาศัยเครื่องมือเพื่อศึกษารูปแบบการเคลื่อนไหวของราคาและใช้รูปแบบดังกล่าวเพื่อคาดคะเนราคาหลักทรัพย์ในอนาคต

2.1.8.2 การวิเคราะห์แบบพื้นฐาน (Fundamental analysis)

เป็นการศึกษาและวิเคราะห์จากข้อมูลต่าง ๆ ที่จะนำมาใช้ประเมินราคาหลักทรัพย์ลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการประเมินราคาหุ้นสามัญของบริษัทต่าง ๆ ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์และตามวิธีนี้มูลค่าของหลักทรัพย์ถูกกำหนดจากมูลค่าปัจจุบันของเงินสดที่บริษัทคาดว่าจะได้รับในอนาคต หรือกำไร และเงินสดที่ผู้ถือหุ้นคาดว่าจะได้รับในอนาคตหรือเงินสดปันผล การประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์วิธีนี้เป็นที่นิยมใช้กันอย่างแพร่หลาย การที่จะคาดคะเนผลกำไรที่คาดหวัง (expected profit) ในแต่ละปีตลอดช่วงที่ลงทุนกับอัตราลด (discount rate) ซึ่งแสดงถึงความเสี่ยงจากการลงทุน ถ้าจากการวิเคราะห์แล้วคาดว่าความเสี่ยงสูงแน่นอนที่สุดผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการจะต้องมีมูลค่าหรือกำไรที่คาดหวังลดลงตามไปด้วย สำหรับการวิเคราะห์พื้นฐานจะต้องใช้ข้อมูลดังต่อไปนี้

- ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ
  - การผลิต/ภาวะธุรกิจ/อุตสาหกรรม
  - การจ้างงานและอัตราค่าจ้าง
  - การกระจายรายได้
  - การใช้จ่ายและการออมทรัพย์
- การค้าระหว่างประเทศและดุลการชำระเงิน
  - ฐานะการคลัง
  - ภาวะการเงิน/อัตราดอกเบี้ย
  - นโยบายและมาตรการของทางการ
  - ภาวะแวดล้อมทั้งในและนอกประเทศ

- ระดับราคา
- อื่น ๆ

สำหรับขั้นตอนการวิเคราะห์พื้นฐานแต่ละประเทศ ตัวอย่าง เช่น การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจและการเมืองของแต่ละประเทศ เป็นการวิเคราะห์ลักษณะภาวะเศรษฐกิจและการเมือง แนวโน้มเศรษฐกิจในอนาคต เพื่อกำหนดประเภทสินทรัพย์ที่จะลงทุนว่าควรจะลงทุนในหุ้นกู้ หุ้นทุนหรือสินทรัพย์อื่น ๆ ฯลฯ นอกจากนี้ยังให้ผู้ลงทุนสามารถคาดการณ์เกี่ยวกับภาวะทางการเงินของประเทศ ภาวะตลาดหุ้น รวมทั้งการคาดคะเนถึงอัตราดอกเบี้ย ภาวะเงินเฟ้อ ราคาหุ้น ตลอดจนอุตสาหกรรมที่น่าลงทุน กล่าวโดยสรุป ผู้ลงทุนวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจเพื่อพยากรณ์ทิศทางการขยายตัวทางเศรษฐกิจ และชี้ให้เห็นถึงหลักทรัพย์ที่ควรลงทุน

การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจมีด้วยกันหลายวิธี การใช้ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (GNP) เป็นวิธีหนึ่งที่ถือว่าเป็นการวัดการเคลื่อนไหวของเศรษฐกิจอย่างกว้าง ๆ ได้ดีที่สุด GNP เป็นเครื่องวัดมูลค่าของผลิตผลและบริการทั้งหมดของประเทศที่ผลิตได้ในช่วงเวลาหนึ่งหรือ 1 ปี รายได้ประชาชาตินี้วัดได้ 2 ทางด้วยกัน คือ วัดจากด้านรายได้ของประเทศและวัดจากด้านรายจ่ายของประเทศ ซึ่งสามารถเปรียบเทียบสมการได้ดังนี้

ทางด้านรายจ่ายของประเทศ

$Y = C+G+(X-M)$

ทางด้านรายได้ของประเทศ

$Y = C+S+T+R_f$

โดยกำหนดให้

Y = รายได้ประชาชาติ

C = รายจ่ายเพื่อการบริโภคของประชาชน

I = เงินลงทุนของธุรกิจ

G = รายจ่ายของภาครัฐบาล

X = มูลค่าของสินทรัพย์ที่ส่งออก

M = มูลค่าของสินค้าขาเข้า

C =รายจ่ายเพื่อการบริโภคของประชาชน

S = เงินออมของประชาชน

T = ภาษีที่จ่ายให้รัฐบาล

R_f = เงินโอนสุทธิไปยังชาวต่างประเทศ

จากสมการข้างต้นแสดงให้เห็นถึง ความต้องการในสินค้าและบริการของภูมิภาคต่าง ๆ ของสังคม ซึ่งประกอบไปด้วยภาคครัวเรือน ภาคธุรกิจภาครัฐบาลและภาคอื่น ๆ เห็นได้ว่ารายได้ประชาชาตินั้นเกิดจากผลผลิตและการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ เมื่อธุรกิจผลิตสินค้าและบริการได้ก็จะนำผลผลิตมาจำหน่ายให้แก่ประชาชนรัฐบาลอื่น และผู้บริโภคประเทศอื่น หรือมองอีกแง่หนึ่งว่า

รายได้ประชาชาติเกิดจากรายได้ของเอกชน คือรายจ่ายเพื่อการบริโภคกับการออมและภาษีที่จ่ายให้กับรัฐบาลหากเราแยกรายจ่ายเพื่อการบริโภคของประชาชนออกตามประเภทสินค้าแล้วจะได้ 3 ลักษณะ คือ สินค้าประเภทคงทนถาวร (durable goods) สินค้าประเภทไม่คงทนถาวร (non-durable goods) และบริการ (services)ซึ่งประเภทสินค้าทั้ง 3 ประเภทจะมีความสัมพันธ์กับรายได้ประชาชาติ โดยขณะที่รายได้ประชาชาติที่แท้จริงสูงขึ้น สินค้าประเภทคงทนถาวรและบริการจะมีแนวโน้มจำหน่ายได้สูงขึ้นตามรายได้ประชาชาติ ในทางตรงกันข้ามสินค้าประเภทจำเป็นต่อการดำรงชีวิตกลับไม่เป็นเช่นนั้น จึงสรุปได้ว่า โอกาสในการลงทุนโดยเฉพาะอย่างยิ่งสินค้าประเภทคงทนถาวรและบริการนั้นผันแปรตามการเปลี่ยนแปลงของรายได้ประชาชาติ นอกจากการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจจาก GNP โดยตรงแล้ว ผู้ลงทุนสามารถวิเคราะห์จาก "ดัชนีชี้นำทางเศรษฐกิจ" (leading economic indicator) ได้อีกทางหนึ่ง การอธิบายตัวชี้นำทางเศรษฐกิจนั้นในสมัยก่อนนักลงทุนหรือหน่วยงานราชการไม่ค่อยให้ความสำคัญกับตัวเลขทางเศรษฐกิจเท่าใดนัก แต่หลังจากที่นักลงทุนจากต่างประเทศเข้ามามีบทบาทต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้นักลงทุนเริ่มมีความสนใจในตัวเลขเศรษฐกิจต่าง ๆ และนำตัวเลขเหล่านั้นมาวิเคราะห์คาดการณ์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนมากขึ้น การวิเคราะห์ดังกล่าวจำเป็นต้องอาศัยการอ้างอิงการใช้ตัวเลขทางเศรษฐกิจจากประเทศที่พัฒนาแล้วเป็นสำคัญ เช่น ที่ตลาดฯสหรัฐ เพราะนักลงทุนให้ความเชื่อมั่นในการประกาศตัวเลขชี้นำทางเศรษฐกิจ และที่สำคัญ

ดัชนีการลงทุน (Investment Index)

ตามทฤษฎีของเคนส์รายได้ประชาชาติถูกกำหนดโดยอุปสงค์มวลรวม ซึ่งประกอบด้วยค่าใช้จ่ายเพื่อการบริโภค การลงทุน ค่าใช้จ่ายภาครัฐบาล และการส่งสินค้าออกสุทธิ กล่าวคือ ถ้าค่าใช้จ่ายเหล่านี้มีมาก รายได้ประชาชาติจะสูงขึ้นตาม แต่ในทางตรงกันข้ามถ้าค่าใช้จ่ายเหล่านี้มีน้อย รายได้ประชาชาติก็จะต่ำ

การลงทุนถือเป็นค่าใช้จ่ายที่ฉีด (Injection) เข้ามาในกระแสรายได้ประชาชาติเพื่อทดแทนเงินออม ซึ่งทุกครัวเรือนเก็บไว้ (Withdrawal) ไม่นำออกใช้จ่าย ดังนั้น การลงทุนจึงมีความสำคัญในการกำหนดการเปลี่ยนแปลงรายได้ประชาชาติในระยะสั้น กล่าวคือ ถ้างวดเวลาใดที่การลงทุนมีไม่มากพอที่จะทำให้อุปสงค์รวมเท่ากับมูลค่าสินค้าและบริการเดียวกันจะทำให้ระดับรายได้ประชาชาติลดลง นอกจากนั้นยังมีความสำคัญต่อการเจริญเติบโตทางระบบเศรษฐกิจเพราะการลงทุนสุทธิ (Net investment) มีผลทำให้สินทรัพย์ประเภททุนในเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น ประเทศ

สามารถผลิตสินค้าและบริการได้มากขึ้นในอนาคต ทำให้ประชาชนมีมาตรฐานการครองชีพเพิ่มมากขึ้น

เคนส์ กล่าวไว้ว่า การเพิ่มขึ้นในการใช้จ่ายในการลงทุนจะทำให้อุปสงค์รวมเพิ่มขึ้นเป็นจำนวนเท่ากับตัวทวีคูณด้วยปริมาณการเพิ่มขึ้นในการใช้จ่ายในการลงทุนนั้น โดยสมมติว่าอัตราดอกเบี้ยถูกกำหนดให้ กล่าวคือ ที่ระดับรายได้ดุลยภาพระดับหนึ่ง เมื่อมีการลงทุนเพิ่มขึ้นจะทำให้อุปสงค์รวมเพิ่มขึ้น นั่นคือ ความต้องการในสินค้าอุปโภคและบริโภคเพิ่มขึ้น การเปลี่ยนระดับรายได้ประชาชาตินี้จะมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของการลงทุน เพราะการเพิ่มขึ้นของการลงทุนจะจูงใจให้ผู้บริโภคใช้จ่ายเพิ่มขึ้นซึ่งจำเป็นต้องมีการผลิตเพิ่มขึ้น การขยายตัวของรายได้นี้จะดำเนินเรื่อยไปจนกระทั่งค่าเงินออมซึ่งก็คือ ส่วนรั่วไหลออกจากระบบเศรษฐกิจมีค่าเท่ากับการเพิ่มขึ้นในการลงทุนพอดี

การลงทุนตามโครงสร้างจะแสดงพฤติกรรมทางเศรษฐกิจระดับมหภาคของชาติและเป็นตัวกระตุ้นรายได้ประชาชาติและรายได้ของบริษัททั้งหมด กล่าวคือ การลงทุนจะทำให้เกิดการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ เมื่อการลงทุนสูงขึ้น รายได้และการจับจ่ายใช้สอยของประเทศก็สูงขึ้น คนมีงานทำมากขึ้น เมื่อเศรษฐกิจระดับมหภาคมีการขยายตัวจะส่งผลถึงรายได้ของบริษัท เมื่อรายได้ของบริษัทสูงขึ้นก็จะทำให้บริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลได้สูงขึ้น การสูงขึ้นของเงินปันผลในอนาคตจะทำให้ผู้ลงทุนมีความต้องการในหุ้นของบริษัทสูงขึ้นโดยทั่วไป และส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทนั้น ๆ สูงขึ้นด้วย นั่นคือ ทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนและราคาหุ้นจะมีทิศทางเดียวกัน

2.1.9 ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย

ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย ได้แบ่งปัจจัยที่มีผลกระทบต่อพฤติกรรมการลงทุนในหลักทรัพย์ระหว่างประเทศมีลักษณะหลายประการที่เหมือนกับการลงทุนภายในประเทศ แต่มีการแลกเปลี่ยนเงินตราเข้ามาเกี่ยวข้องทำให้มีความสลับซับซ้อนมากขึ้น โดยวิเคราะห์การลงทุนในหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับการศึกษาถึง (ไพบูลย์, 2533 :313-322)

2.1.9.1 วิเคราะห์ด้านเศรษฐกิจ ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อภาวะการณ์ที่กำลังเป็นอยู่ในปัจจุบันว่าจะมีผลกระทบเป็นวงกว้างต่อระบบเศรษฐกิจทั้งหมดหรือไม่ ซึ่งมีผลกระทบต่อการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศ การวิเคราะห์ด้านเศรษฐกิจค่อนข้างซับซ้อนจึงแบ่งวิธีศึกษาออกเป็น

2.1.9.1.1 ภาวะเศรษฐกิจโลก ประกอบไปด้วยนโยบายของประเทศต่าง ๆ เช่น นโยบายการคุ้มเข้มด้านอัตราเงินเฟ้อโดยการปรับค่าอัตราดอกเบี้ย การปรับเปลี่ยนค่าเงินสกุลต่างๆ ราคาน้ำมัน ภาวะการว่างงาน ซึ่งเป็นภาวะที่เกิดขึ้นจากการใช้นโยบายของประเทศใหญ่ ๆ เช่น สหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น เยอรมันนี เป็นต้น ที่จะกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจโลก

2.1.9.1.2 ภาวะเศรษฐกิจในประเทศ เพื่อดูสภาวะเศรษฐกิจของประเทศในเวลาปัจจุบันและแนวโน้มในอนาคต โดยมีวิธีการศึกษาจากนโยบายการเงินและการคลังของรัฐบาล นโยบายการเงินก็จะมีเครื่องมือคืออัตราดอกเบี้ยและการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ส่วนนโยบายการคลังจะวัดนโยบายเกี่ยวกับการจัดเก็บภาษี นโยบายการใช้จ่ายของรัฐบาล เป็นต้น โดยศึกษาจากตัวแปรทางเศรษฐกิจในด้านต่าง ๆ ดังนี้

ก. แนวโน้มความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ ซึ่งอาจมีผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์ในระยะยาว เนื่องจากระบบเศรษฐกิจของไทยเป็นระบบเปิด ต้องเกี่ยวข้องกับต่างประเทศทั้งด้านการส่งออก การนำเข้า การบริการ รวมทั้งการเงินระหว่างประเทศ มีบทบาทสำคัญต่อประเทศไทยเป็นหลักเพราะมีความน่าเชื่อถือมากกว่าแหล่งอื่น ถ้าตัวเลขการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเจริญเติบโตดีสามารถแปลความหมายไปสู่ รายได้และผลประกอบการของบริษัทว่าน่าจะดีขึ้น การผลิตสูงขึ้น อัตราการจ้างงานสูงขึ้น บริษัทมีรายได้เพิ่มขึ้นจากการขยายตัวของกิจการและสามารถขายผลิตภัณฑ์ได้มากขึ้นสะท้อนไปสู่ราคาหุ้นที่น่าจะสูงขึ้น

ข. ดุลการค้า (balance of trade) หรือบัญชีเดินสะพัด (current account balance) เป็นตัวเลขที่น่าจับตามองของนักลงทุนต่างประเทศที่สำคัญอีกตัวหนึ่ง ที่ผ่านมาประเทศไทยมีการขาดดุลการค้ามาโดยตลอด เพราะเป็นประเทศที่กำลังพัฒนาจำเป็นต้องซื้อสั่งสินค้าประเภททุน (capital goods) เช่น เครื่องจักรกล ใช้ในอุตสาหกรรมเข้ามาเพื่อผลิตสินค้าส่งออกไปขายต่างประเทศ แม้ว่าการขาดดุลการค้าอาจจะมากแต่ไม่น่าวิตกเท่าการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (current account) เพราะสามารถชดเชยได้จากดุลบริการ (service account) หรือรายได้จากธุรกิจท่องเที่ยว และบัญชีทุน (capital account) หรือเงินต่าง ๆ ที่ส่งเข้ามาเป็นเงินตราต่างประเทศ ดังนั้นหากบัญชีเดินสะพัดขาดดุล 1 พันล้านบาท ถ้ามีรายได้จากการท่องเที่ยว 1,200 ล้านบาท ก็

สามารถชดเชยส่วนที่ขาดไปได้ แต่หากว่าดุลการค้าไม่ดี การท่องเที่ยวก็มียอดเกินดุลไม่มาก ขณะเดียวกันมีการโอนเงินกู้ยืมจากต่างประเทศเข้ามามาก กรณีเช่นนี้จะสามารถชดเชยการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดได้ชั่วคราว ถ้าในส่วนของการกู้หรือว่ามีคนให้ทุน (grants) หรือเงินบริจาคให้มามาก ตัวเลขการชำระเงินก็ออกมาบวก เพราะฉะนั้นการศึกษาบัญชีดุลการชำระเงิน จะต้องดูว่าแต่ละปีมีแนวโน้มไปในทิศทางใด ฐานะดุลการชำระเงินของเประเทศเป็นผลจากภาวะพื้นฐานทางเศรษฐกิจดังที่กล่าวมาแล้ว อัตราการขยายตัวของการผลิตและผลผลิตที่สูงขึ้น บวกกับการเพิ่มขึ้นเล็กน้อยของค่าจ้างแรงงาน และราคาสินค้าเป็นตัวสร้างฐานะดุลการชำระเงินที่มั่นคง การอยู่ในฐานะที่สามารถแข่งขันได้กับตลาดสากลระหว่างประเทศได้เป็นอย่างดี ส่งผลให้การส่งออกทำได้สูงขึ้น ซึ่งนำไปสู่การจ้างงานที่มากขึ้น รวมถึงรายได้และกำไรที่สูงขึ้น ดังนั้นฐานะดุลการชำระเงินที่เข้มแข็งมีส่วนสัมพันธ์ทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น โดยในทางกลับกัน ราคาหุ้นจะตกต่ำถ้าดุลการชำระเงินหรือดุลบัญชีเดินสะพัดอยู่ในสภาพที่อ่อนแอ

ค. อัตราดอกเบี้ย (interest rate) เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีผลกระทบต่อการลงในตลาดหลักทรัพย์ไทย เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยจะมีผลต่อธุรกิจใน 3 ด้าน คือ ด้าแรก ต้นทุนของบริษัทที่สูงขึ้น เนื่องจากธุรกิจส่วนใหญ่ต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนหมุนเวียนจากภายนอก เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นหรือลดลง จะทำให้ธุรกิจต้องแบกภาระในการชำระหนี้เพิ่มขึ้น ยิ่งธุรกิจใดต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอกมากเท่าใด ภาระและความเสี่ยงของธุรกิจเหล่านั้นก็จะยิ่งสูงขึ้นเป็นเท่าตัว ส่วนทางด้านตลาดเงินตราต่างประเทศ เมื่อมีการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยจะมีการเร่งรัดคืนเงินกู้ทำให้เกิดสภาพคล่องตึงตัวขึ้นทันที ส่วนบริษัทที่ประกอบธุรกิจต่าง ๆ ก็จะได้รับผลกระทบจากการปรับอัตราดอกเบี้ยโดยทำให้ต้นทุนของเงินสูงขึ้น โดยเฉพาะเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้น กลุ่มธุรกิจที่ได้รับผลกระทบมากที่สุด คือ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มธนาคารหรือบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ เป็นต้น

ด้านที่สอง ผลตอบแทนจากการลงทุนลดลง อัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรหรือตั๋วเงินคลัง ซึ่งให้ผลตอบแทนในรูปของอัตราดอกเบี้ยเมื่อมีการประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยในแต่ละครั้งพบว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะเทขายหุ้นออกไป เพื่อนำเงินไปลงทุนในตลาดพันธบัตรซึ่งให้ผลตอบแทนสูงกว่า และในด้านที่สาม การเคลื่อนย้ายการลงทุน (capital movement) การแสวงหาอัตราผลตอบแทนระหว่างประเทศ โดยทั่วไปประเทศที่กำลังพัฒนาส่วนใหญ่มีความต้องการเงินทุนไหลเข้าเป็นอย่างมาก เนื่องจากมีช่องว่างมากระหว่างการออมภายในประเทศต่อการลงทุน ดังนั้นประเทศเหล่านี้จึงมีความจำเป็นต้องคงระดับอัตราดอกเบี้ยไว้ค่อนข้างสูงเพื่อดึงดูด

เงินทุนจากภายนอกประเทศเข้ามา ทำให้เกิดธุรกรรมทางการเงินในการเก็งกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศที่มีต้นทุนที่แตกต่างกัน แม้ว่าประเทศกำลังพัฒนาจะพยายามปกป้องการเก็งกำไรจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยโดยการกำหนดปริมาณการไหลของจำนวนเงินลงทุนและแจ้งเหตุผลการนำเงินเข้ามาลงทุน ตลอดจนมาตรการต่าง ๆ เพื่อสกัดกันการไหลออกของเงินทุนนอกประเทศ แต่หลังจากปี พ.ศ. 2533 เป็นต้นมา ประชาคมโลกได้พยายามกดดันให้ประเทศที่กำลังพัฒนาเปิดเสรีทางการเงินเพิ่มมากขึ้น ผลที่ตามมาคือ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยจากประเทศหลัก ๆ เช่น สหรัฐอเมริกา เยอรมันนี ญี่ปุ่น อังกฤษ จะส่งผลกระทบต่อการขึ้นลงของอัตราดอกเบี้ยทั่วโลก

ง. อัตราแลกเปลี่ยน (exchange rate) การค้าและการลงทุนระหว่างประเทศทำให้เกิดการไหลเข้าและออกของเงินตราต่างประเทศ สำหรับประเทศไทยที่มีการเปิดเสรีทางการเงิน ทำให้การไหลเข้าออกได้โดยไม่มีข้อจำกัด การไหลเข้าของเงินตราต่างประเทศที่มากกว่าการไหลออกจะส่งผลให้ค่าเงินภายในประเทศแข็งค่าขึ้น (Appreciate) เมื่อเทียบกับสกุลเงินอื่น ในทางตรงกันข้ามการไหลออกของเงินตราต่างประเทศที่มากกว่าเงินไหลเข้าก็จะทำให้ค่าเงินภายในประเทศอ่อนลง (Depreciate) เงินที่แข็งค่ามากไปจะทำให้ความสามารถในการแข่งขันในสินค้าส่งออกของประเทศลดลง ส่วนค่าเงินที่อ่อนเกินไปจะทำให้สินค้านำเข้ามาราคาแพงและอาจเป็นฉนวนให้เกิดภาวะเงินเฟ้อได้ โดยเฉพาะประเทศที่มีการนำเข้าสูง ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนอาจก่อให้เกิดความไม่มีเสถียรภาพในระดับราคาสินค้า ดังนั้นการรักษาเถียรภาพให้อัตราแลกเปลี่ยนมีเถียรภาพจึงมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อรัฐบาล

จ. ราคาน้ำมัน (oil price) ราคาน้ำมันจัดได้ว่าเป็นต้นทุนที่สำคัญอย่างยิ่งในการดำเนินธุรกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งธุรกิจในประเทศไทยซึ่งมีความจำเป็นต้องพึ่งพาการนำเข้าน้ำมันจากต่างประเทศปีละหลายหมื่นล้านบาท ดังนั้นเมื่อราคาน้ำมันมีการเปลี่ยนแปลงสูงขึ้นอย่างรวดเร็วก็จะส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์เช่นกัน ราคาน้ำมันที่เพิ่มสูงขึ้นเป็นสาเหตุหนึ่งของเงินเฟ้อในเวลาต่อมา เช่น การเกิดวิกฤตการณ์น้ำมัน (oil crisis) ในปี พ.ศ. 2522 ส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นไทยอย่างมาก โดยดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ลดถึง 41 จุด และยังส่งผลให้เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยและชะงักงันในเวลาต่อมา และในปี พ.ศ. 2551 เกิดการเก็งกำไรของผู้ค้าน้ำมันในตลาดโลก ทำให้ราคาน้ำมันทะยานขึ้นสูงเกือบ 150 ดอลลาห์ต่อบาร์เรล ส่งผลกระทบให้ต้นทุนการผลิตสูงขึ้นอย่างมาก ทั้งที่เป็นผู้ผลิตในระบบอุตสาหกรรมที่ต้องเผชิญปัญหาต้นทุนการผลิตและผู้บริโภคทั่วไปที่ประสบกับภาวะสินค้ามีราคาเพิ่มสูงขึ้น และส่งผลให้ระดับอัตราเงินเฟ้อ

ภายในประเทศเพิ่มขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ถ้าการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันยังมีอย่างต่อเนื่องจะส่งผลให้การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจลดลง รวมถึงการลดลงของการบริโภคสินค้าและบริการ และนำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจชะงักงันในที่สุด

ฉ. ปัจจัยทางการเมือง (political factors) การเปลี่ยนแปลงทางการเมืองจะมีผลทางด้านการเปลี่ยนแปลงของรัฐบาล ดังนั้นเมื่อมีข่าวเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองหรือมีเหตุการณ์ที่จะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง จะทำให้เกิดการหยุดการลงทุนชั่วคราวเพื่อรอฟังข่าว หรือวิเคราะห์เหตุการณ์หรือรอรับทราบนโยบายใหม่ของรัฐบาลที่จะมีการจัดตั้งขึ้นใหม่ ซึ่งในช่วงนี้การลงทุนในตลาดหุ้นจะชะลอตัวลงหรืออาจมีการเทขายหุ้นออกไปจากนักเก็งกำไรในปริมาณมาก ทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงจนกว่าภาวะการเมืองจะเข้าสู่ภาวะปกติ

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Nurkes (1972) ได้กล่าวถึงสาเหตุที่ทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศที่หวังผลกำไรว่าเกิดจากความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ ซึ่งอัตราดอกเบี้ยนี้แบ่งออกเป็นอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดการลงทุนของธุรกิจ หรืออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ โดยแปรผันกับการลงทุนของกิจการ เช่น ถ้าอัตราดอกเบี้ยลดลง ในขณะเดียวกันเศรษฐกิจขยายตัวมากขึ้น ความต้องการบริโภคสูงขึ้นธุรกิจจะมีการลงทุนมากขึ้นด้วย เป็นต้น และอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดปริมาณเงิน พบว่าช่องว่างการลงทุนต่อเงินออมมีมาก อัตราดอกเบี้ยจะมีการขยับตัวสูงขึ้นเพื่อเพิ่มปริมาณเงินในประเทศ ทำให้เกิดการไหลเข้าของต่างประเทศ Nurkes ได้กล่าวสรุปว่า ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศที่ทำให้เกิดการกระตุ้นการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ซึ่งผลตอบแทนจากอัตราดอกเบี้ยที่จะคุ้มกับความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุน

Leo (1995) ได้ศึกษาว่าปัจจัยที่คาดว่าจะมีผลกระทบต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อของแต่ละประเทศ แนวโน้มการบริโภค การนำเข้าและการส่งออกของประเทศรายเดือนและรายไตรมาส ซึ่งแสดงถึงการแก้ไขปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศ การไหลของทุนที่จะแสดงความมั่นใจของนักลงทุนต่างประเทศต่อประเทศนั้น อัตราดอกเบี้ย นักลงทุนเชื่อว่าประเทศที่ให้อัตราดอกเบี้ยสูงแสดงว่าประเทศนั้นน่าจะมีปัญหาทางด้านเศรษฐกิจ ทำให้ต้องมีการใช้มาตรการเข้มงวด นักลงทุนจะเคลื่อนย้ายเงินออกไปยังแหล่งที่

ปลอดภัย (safe currency) เกิดการไหลของเงินทุนเข้าไปในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศที่มีเศรษบกิจแข็งแรงกว่า การผลิต (productivities) ประเทศที่มีอัตราการผลิตสูงและมีอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจดี การออม (saving) ประเทศที่ประชาชนมีอัตราการออมสูง แสดงถึงการบริโภคของประชาชนไม่ฟุ่มเฟือย ปัญหาการขาดดุลบัญชีก็จะมีน้อย การแทรกแซงของธนาคารกลางในการซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนจะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการเปลี่ยนแปลงน้อยหรือค่อนข้างคงที่ ส่วนความเชื่อมั่นในนโยบายของรัฐ นักลงทุนต่างประเทศจะมองถึงนโยบายที่จะมีผลกระทบต่อการลงทุน ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนทางตรง หรือทางอ้อมก็ตาม สภาวะตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่ในสภาวะคึกคักหรือซบเซาจะมีผลกระทบต่อการตัดสินใจในการลงทุน และเหตุการณ์ไม่ปกติ เช่น สงคราม หรือภัยธรรมชาติ เป็นต้น ที่ทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุน

Nongnuch Soonthornchawakan (1990) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งไทยกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน ค่าความเสี่ยงการลงทุน ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา ข่าวการเมืองในประเทศและรายได้ของนักลงทุนต่างประเทศโดยอาศัยแบบจำลองทางเศรษฐมิติ ประเภทสมการถดถอยหลายตัวแปร (Multiple Regression Equation) แล้วประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares : OLS) โดยอาศัยข้อมูลรายเดือนตั้งแต่มกราคม พ.ศ. 2528 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2531 แบบจำลองที่ใช้ศึกษา คือ

$$NEPI = f(rt, rf, Sdt, Sdf, ER, POL, gNPf)$$

โดยที่ NEPI = การลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

rt = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย

rf = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อื่น

Sdt = ค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย

Sdf = ค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อื่น

ER = ค่าพรีเมี่ยมของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า

POL = ข่าวการเมืองในประเทศที่มีผลกระทบต่อนักลงทุน

GNPf = รายได้ของนักลงทุนต่างประเทศ

ผลการศึกษาสรุปได้ว่า การลงทุนในหลักทรัพย์สุทธิถูกกำหนดในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของการลงทุนในหลักทรัพย์ระยะ 3 เดือนที่ผ่านมา ความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ และความมั่นคงของนักลงทุนต่างประเทศ แต่การลงทุนในหลักทรัพย์สุทธิมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในประเทศระยะ 2 เดือนที่ผ่านมา เหตุสุดวิสัยทางการเมือง และการคาดหวังในการลดค่าเงินบาท

ในปี พ.ศ. 2532 ศูนย์ศึกษาและพัฒนาทุน ทำการศึกษาการลงทุนของผู้ลงทุนต่างประเทศในกระดานพิเศษ (ต่างประเทศ) โดยเลือก 10 หลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายมากที่สุด ระยะเวลาศึกษาตั้งแต่ มกราคม 2531 ถึงสิงหาคม 2532 พบว่า (1) ราคาหลักทรัพย์ในกระดานต่างประเทศมีระดับสูงกว่าในกระดานหลัก ในภาวะที่ตลาดตกต่ำราคาหลักทรัพย์ในกระดานต่างประเทศจะเคลื่อนไหวและเปลี่ยนแปลงในช่วงแคบกว่าในภาวะที่ตลาดมีความแน่นอนสูงหรือสูงขึ้น (2) มูลค่าการซื้อขายในกระดานต่างประเทศค่อนข้างมีเสถียรภาพเพราะอุปทานของหลักทรัพย์ถูกจำกัดด้วยเงื่อนไขของข้อกำหนดการถือหุ้นของคนต่างด้าว (3) อัตราผลตอบแทนกำไรส่วนทุนในกระดานต่างประเทศเทียบกับกระดานหลักไม่ชัดเจนมีทั้งสูงกว่าและต่ำกว่าคละกันไปในระยะต่าง ๆ จากการทดสอบพบว่าอัตราผลตอบแทนกำไรส่วนทุนในกระดานต่างประเทศไม่มีความแตกต่างจากอัตราผลตอบแทนส่วนทุนในกระดานหลัก

เยาวลักษณ์ อรุณมีศรี (2534) ได้ศึกษาการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยของชาวต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยแบ่งการศึกษาเป็น 3 ส่วน คือ ส่วนแรกศึกษาลักษณะทั่วไปของการลงทุน ส่วนที่สองศึกษาทัศนคติของผู้ลงทุนที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์ไทยโดยการออกแบบสอบถามผู้ลงทุนชาวต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ไทยและบริษัทสมาชิก ส่วนที่สามวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนจากเส้นลักษณะและเส้นตลาดหลักทรัพย์ของหุ้นสามัญจดทะเบียนในกระดานต่างประเทศที่มีการซื้อขายสม่ำเสมอจำนวน 7 หลักทรัพย์ พบว่าปัจจัยที่นักลงทุนต่างประเทศให้ความสนใจก่อนการตัดสินใจเข้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย อันดับต้น ๆ ได้แก่ ข้อมูลทางด้านภาวะเศรษฐกิจของประเทศ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน เสถียรภาพทางการเมือง ความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น และปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุน ได้แก่ กำไรต่อหุ้น ผลการดำเนินงานของบริษัท งบดุลของกิจการ อัตราเงินปันผล อัตราการเจริญเติบโตของอุตสาหกรรม ราคาปิดต่ออัตราผลตอบแทน (Price/Earning Ratio) เป็นต้น นอกจากนี้ยังศึกษาผลกระทบที่เกิดจากการเข้ามาลงทุนของชาวต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ไทย ที่มีทั้งผลดีและผลเสีย ผลดีได้แก่ การเลือกลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ส่วนใหญ่เป็นการตัดสินใจที่มีการ

วิเคราะห์มาแล้ว โดยอาศัยปัจจัยพื้นฐานที่มีความละเอียดรอบคอบ การไหลเข้ามาของเงินตราต่างประเทศ ซึ่งทำให้ปริมาณการซื้อขายเพิ่มมากขึ้น ทำให้ตลาดมีสภาพคล่อง ก่อให้เกิดการพัฒนาตราสารทางการเงินเพิ่มมากขึ้น ช่วยให้หน่วยธุรกิจมีเงินทุน เพื่อการขยายกิจการและท้ายที่สุดทำให้เศรษฐกิจโดยรวมมีการขยายตัวและมีเสถียรภาพ ส่วนผลเสีย คือ เมื่อมีการถอนเงินลงทุนในประเทศออกไป อาจเนื่องจากเกิดวิกฤตการณ์โลกทำให้เศรษฐกิจภายในประเทศถูกกระทบกระเทือนอย่างรุนแรง และยิ่งเป็นเงินลงทุนระยะสั้นย่อมสร้างแรงกดดันต่อราคาหลักทรัพย์ทำให้เกิดความไม่มีเสถียรภาพ มีผลต่อดุลการชำระเงิน

สิริลักษณา คอมันตร์ และเพลินพิศ สัตย์สงวน (2534) ได้ทำการศึกษาพฤติกรรมการลงทุนระหว่างประเทศในกรณีการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยมีบางส่วนศึกษาถึงผลที่เกิดจากการที่นักลงทุนต่างประเทศนำเงินมาลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ และการนำเงินออกจากประเทศที่เข้ามาลงทุนหลักจากการซื้อขายหลักทรัพย์เกิดผลกระทบหลายด้าน อาทิ ผลต่อดุลการชำระเงิน ผลต่อรายได้ประชาชาติ ผลต่ออัตราดอกเบี้ย ผลต่อการดำเนินนโยบายการเงินของทางการ ผลต่อการจ้างงาน เป็นต้น และยังได้ชี้แนะถึงทิศทางการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อเป็นที่ยอมรับของชาวต่างประเทศ ตลอดจนนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยในการสนับสนุนและเอื้ออำนวยต่อสถาบันการเงิน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอนาคต

ศรีสุดา จิระคุณสวัสดิ์ (2534) ได้ศึกษาผลกระทบของเงินทุนต่างประเทศที่มีผลกระทบต่อการออม และศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศของประเทศไทย ในการศึกษาเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศแบ่งออกเป็นการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ เงินกู้ต่างประเทศ และการลงทุนในหลักทรัพย์ ใช้ข้อมูลช่วงปี พ.ศ. 2520 – 2533 วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการถดถอยหลายตัวแปร (Multiple Regression Equation) แล้วประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares :OLS) ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศเพื่อการลงทุนในหลักทรัพย์ พบว่า ระดับรายได้ประชาชาติมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการลงทุนในหลักทรัพย์ แต่ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยและรายได้จากเงินปันผลผกผันกับการลงทุนในหลักทรัพย์

จารุกร เรืองสุวรรณ (2535) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่ มกราคม 2530 ถึงกันยายน 2535 และใช้สมการถดถอยเชิงซ้อนเส้นตรง วิธีกำลังสองน้อยที่สุดในการประมาณค่า

สัมประสิทธิ์ ได้กำหนดปัจจัยที่ทำการศึกษา คือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราเงินเฟ้อ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ดัชนีฯดาวน์โจนส์ อัตราแลกเปลี่ยน และใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy variable) แทนสถานการณ์ความมั่นคงและนโยบายที่มีผลต่อการไหลเข้าของเงินลงทุน โดยใช้แบบจำลองไหลเข้าในตลาดดังนี้

$$IPFO = 4297.0083 + 19.207836SET - 743.51856TCPI$$
$$(2.963) \quad (11.056) \quad (-3.832)$$
$$- 503.21548RMD - 1.5430169DJI - 1525.7610DUM1$$
$$(-3.959) \quad (-2.241) \quad (-3.646)$$

$R^2 = 0.8226$ $adj.R^2 = 0.8085$ F-stat. = 58.4293

โดยกำหนดค่าตัวแปรต่าง ๆ ดังนี้

IPFO คือ ปริมาณเงินทุนไหลเข้าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

SET คือ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

TCPI คือ อัตราเงินเฟ้อของประเทศไทย

RMD คือ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยจริงของประเทศและต่างประเทศ

DJI คือ ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ของสหรัฐอเมริกา

DUM1 คือ ตัวแปรหุ่นสถานการณ์ความมั่นคงภายในประเทศ

ผลของการทดสอบพบว่า ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการไหลเข้าของเงินลงทุนจากต่างประเทศมากที่สุดได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทย รองลงมาคือ อัตราเงินเฟ้อของประเทศไทย สถานการณ์ความมั่นคงในประเทศ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย และดัชนีฯดาวน์โจนส์ ตามลำดับ ซึ่งตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับการไหลเข้าของเงินลงทุนต่างประเทศในทิศทางเดียวกันได้แก่ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (บาท/ดอลลาห์สรอ.) การรับพันธะข้อ 8 และการผ่อนคลายการปริวรรตเงินตรา สำหรับตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับการไหลเข้าของเงินลงทุนจากต่างประเทศในทิศทางตรงกันข้ามได้แก่ อัตราเงินเฟ้อของประเทศไทย ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยแท้จริงของในประเทศและต่างประเทศ สถานการณ์ความไม่มั่นคงภายในประเทศ ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ ซึ่งการศึกษาของจารุกรในเรื่องปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปัจจัยบางปัจจัยสามารถควบคุมหรือชะลอความรุ่นแรงได้ เช่น อัตราเงินเฟ้อ เรื่องส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศและความมั่นคงที่รัฐสามารถใช้นโยบายทางการเงินและการคลังควบคุมได้

โกเมน หิรัญกุล และ บุณรัตน์ พรวงศ์ทอง (2539) ได้ศึกษาถึงการลดความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ โดยมีวัตถุประสงค์บางประการเพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ประเทศต่าง ๆ และเพื่อศึกษาถึงความเชื่อมโยงหรือค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์ประเทศต่าง ๆ การวิเคราะห์ข้อมูลใช้วิธีการทดสอบสมการถดถอยแบบหลายตัวแปร (Multiple Regression Equation) โดยอาศัยการประมาณค่าแบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares) ผลการศึกษามีดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศฮ่องกง สิงคโปร์ และสหรัฐอเมริกา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศออสเตรเลีย ญี่ปุ่น และอังกฤษ มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้เมื่อพิจารณาในภาพรวมพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นผลร่วมกันของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศออสเตรเลีย ฮ่องกง ญี่ปุ่น สิงคโปร์ อังกฤษ และสหรัฐอเมริการ้อยละ 48.68

2. ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศที่เป็นศูนย์กลางทางการเงิน เช่น ฮ่องกง และสิงคโปร์ ถือว่าเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีความเชื่อมโยงกับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศในระดับที่สูง นอกจากนี้พบว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความเชื่อมโยงกับตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคเอเชีย คือ ญี่ปุ่น ฮ่องกง และสิงคโปร์ มากกว่าตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคอื่น คือ สหรัฐอเมริกา อังกฤษ และออสเตรเลีย

ชุษยา รัตนาพาณิชย์ (2545) ศึกษาเรื่อง ปัจจัยกำหนดการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยของนักลงทุนต่างประเทศ โดยศึกษาตัวแปรที่กำหนดมูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศไทยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีเฉลี่ยอุตสาหกรรมดาวโจนส์ อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาห์สรอ. อัตราเงินปันผลตอบแทนและส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ย ซึ่งได้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิรายเดือนตั้งแต่เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2540 ถึงเดือน ธันวาคม พ.ศ. 2544 จำนวน 54 เดือน มาทำการศึกษาเชิงปริมาณโดยวิธีวิเคราะห์

แบบเส้นถดถอยเชิงซ้อน แบบจำลองอยู่ในรูป Logarithm Linear และประมาณค่าโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด มีแบบจำลองและผลการศึกษา ดังนี้

$$VAL = -2.9935 + 1.7358SET + 1.0417US\$ + 0.1710DIV_{t-1} - 0.1012INT$$

(-2.60) (8.98)** (14.04)*** (-3.12)*** (-2.09)***

$R^2 = 0.8851$ adj.$R^2 = 0.8751$ D.W. = 1.9038 F-stat = 88.5967

ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า t-statistics ของสัมประสิทธิ์นั้น

**มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

***มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

โดยกำหนดค่าตัวแปรต่าง ๆ ดังนี้

VAL = มูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ สิ้นเดือน (มีหน่วยเป็นล้านบาท)

SET = ดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ สิ้นเดือน (มีหน่วยเป็นจุด)

US$ = อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาห์สรอ.

DIV_{t-1} = อัตราเงินปันผลตอบแทน (อัตราผลตอบแทน ณ วันสิ้นเดือนที่ผ่านมา)

INT = ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศ (อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคารของประเทศไทยและสหรัฐอเมริกา)

ผลการศึกษาสรุปได้ว่า มูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (VAL) ขึ้นอยู่กับดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาห์สรอ.(US$) อัตราเงินปันผลตอบแทน($DIV_{t-1}$)และส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ย (INT) โดยการเปลี่ยนแปลงตัวแปรเหล่านี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงมูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาห์สรอ. มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับมูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนอัตราเงินปันผลตอบแทนและส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

พิเชษฐ์ สิทธิสมบัติ (2540) ได้ศึกษาโครงสร้างเงินลงทุนนำเข้าจากต่างประเทศ ขั้นตอนกฎระเบียบการซื้อขายหลักทรัพย์ของชาวต่างประเทศ ตลอดจนศึกษาที่มาของเงินลงทุนจากต่างประเทศ นอกจากนี้ยังได้ศึกษาความสัมพันธ์ของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย,อัตราดอกเบี้ยเงินฝากตั๋วสัญญาใช้เงิน,อัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์ กับปริมาณเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศสุทธิ โดยมีขอบเขตข้อมูลในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2535 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ.2538 พบว่าโครงสร้างเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศมีแนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงโดยมีสัดส่วนของเงินทุนนำเข้าระยะสั้นสูงขึ้น ปริมาณเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศมีมูลค่าค่อนข้างมาก เป็นผลมาจากมีการผ่อนคลายกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการอำนวยความสะดวกให้นักลงทุนต่างประเทศเข้ามาลงทุนได้ง่ายขึ้น ทั้งนี้ประเทศที่มีการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยได้แก่สิงคโปร์ รองลงมาคืออังกฤษ ฮ่องกง สหรัฐอเมริกา เนเธอร์แลนด์และญี่ปุ่นตามลำดับ ส่วนการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศสุทธิและดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศพบว่าดัชนีสเตรดไทม์ของสิงคโปร์ ดัชนีดาวโจนส์ของสหรัฐอเมริการและดัชนีนิกเกอิของญี่ปุ่นมีอิทธิพลต่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ และการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากตั๋วสัญญาใช้เงิน อัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์ พบว่าตัวแปรอิสระดังกล่าวไม่มีอิทธิพลต่อปริมาณเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศสุทธิ

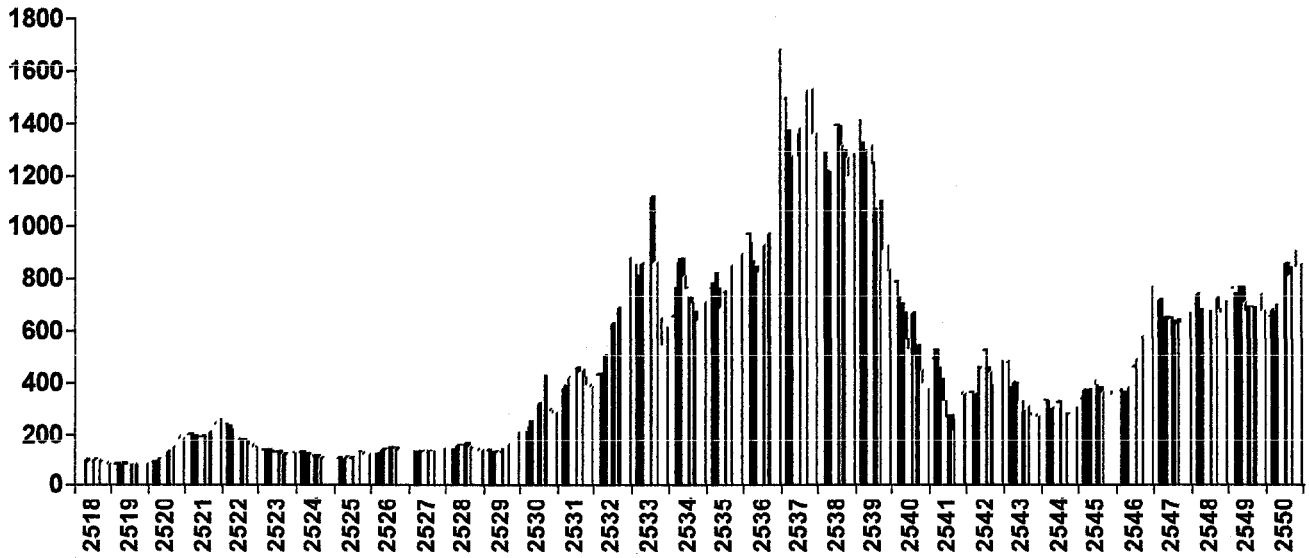
2.3 ภาพรวมการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นับตั้งแต่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2518 ในระยะแรกตลาดหลักทรัพย์ไทยไม่ค่อยได้รับความสนใจมากนักจากนักลงทุนทั่วไป แต่ก็ได้มีการขยายตัวและพัฒนามาเรื่อยมา มีการเปลี่ยนแปลงและผันผวนหลายต่อหลายครั้งเนื่องจากปัจจัยต่าง ๆ จากทั้งภายนอกและภายในประเทศ ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์นับเป็นแหล่งระดมเงินทุนที่มีความสำคัญมากต่อเศรษฐกิจของประเทศ นับตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน วิวัฒนาการของตลาดหลักทรัพย์อาจแบ่งออกเป็นช่วง ๆ ได้ดังนี้

ช่วงเริ่มแรก ปี พ.ศ.2518-2519 โดยในปีแรก มีหลักทรัพย์เพียง 32 หลักทรัพย์ มีมูลค่าซื้อขายต่อวันไม่ถึง 10 ล้านบาท ดัชนีตลาดหลักทรัพย์เคลื่อนไหวในช่วงแคบ ๆ ระหว่าง 76.44 ถึง 100.12 จุด

ภาพที่ 2.3 ความเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทย ตั้งแต่ ค.ศ.2518-2550

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ช่วงตลาดบูมครั้งแรก ปี พ.ศ. 2520-2521 ตลาดหลักทรัพย์เริ่มได้รับความนิยมมาก โดยมูลค่าซื้อขายเพิ่มขึ้นเป็น 232.81 ล้านต่อวัน ดัชนีตลาดหลักทรัพย์เพิ่มเป็น 266.20 จุด ทั้งนี้เนื่องมาจากภาวะเศรษฐกิจขยายตัว บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีผลการดำเนินงานดีขึ้นและมีโครงสร้างการระดมทุนเพื่อขยายกิจการมากขึ้น

ช่วงตกต่ำปี พ.ศ. 2522-2525 เศรษฐกิจประสบปัญหาซบเซา ทำให้การซื้อขายเฉลี่ยเหลือเพียง 11.73 ล้านบาทต่อวัน ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ลดลงเหลือ 102.03 สาเหตุเนื่องมาจากในช่วงปีมีวิกฤตทางเศรษฐกิจทั้งภายในและนอกประเทศที่ส่งผลกระทบที่ส่งผลกระทบต่อจิตวิทยาการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย อันได้แก่การสั่งพักการซื้อขายหุ้นของบริษัทราชาเงินทุน จำกัด ภาวะเงินตึงตัวภายในประเทศ การขึ้นราคาน้ำมันของกลุ่มโอเปคทำให้อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว อีกทั้งการขาดดุลการค้าอย่างหนัก ทำให้รัฐบาลต้องลดค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับเงินดอลลาห์สหรัฐลงร้อยละ 9 ปัญหาเศรษฐกิจเหล่านี้ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนอย่างมากและส่งผลกระทบต่อภาวะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อย่างรุนแรง

ช่วงฟื้นตัวในปี พ.ศ.2529-2533 การซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นสูงอย่างมาก โดยมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันเพิ่มเป็น 100 ล้านบาท ในปี พ.ศ. 2529 และ เพิ่มเป็น 2,539.69 ล้านบาทต่อวันในปี

พ.ศ. 2533 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์สูงสุดที่ระดับ 1,143.78 จุด ซึ่งในปีนี้เองที่ตลาดหลักทรัพย์ได้อยู่ในระดับสูงกว่า 1,000 จุด เป็นครั้งแรก ทั้งนี้เนื่องจากการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจภายหลังการลดลงของราคาน้ำมัน ส่งผลให้ธุรกิจมีผลประกอบการดีขึ้น รายได้ของประชาชนเพิ่มมากขึ้น ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนก็มากกว่าประมาณการณ์และมีแนวโน้มสูงขึ้นอีก ประกอบกับภาวะเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ สภาพคล่องทางการเงินมีสูงทำให้อัตราดอกเบี้ยลดต่ำลง ผลตอบแทนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จูงใจให้มีการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น นอกจากนั้น รัฐบาลและตลาดหลักทรัพย์และหน่วยงานที่เกี่ยวข้องได้ดำเนินมาตรการต่าง ๆ ในการพัฒนาตลาดทุนอย่างจริงจังเพื่อส่งเสริมให้มีการระดมทุนระยะยาวเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจและอุตสาหกรรม ในขณะที่นักลงทุนต่างประเทศก็มองเห็นถึงการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของไทยเป็นไปอย่างมีเสถียรภาพมากขึ้นหลังจากเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบตระกร้าเงิน จึงได้เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยมากยิ่งขึ้น อย่างไรก็ตาม ในปี พ.ศ. 2530 ได้เกิดวิกฤตการณ์ Black Monday และในปี พ.ศ. 2533 เกิดสงครามอ่าวเปอร์เซีย ทำให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ปรับตัวลดลงอย่างรุนแรง แต่เนื่องจากเป็นช่วงเศรษฐกิจขาขึ้น ประกอบกับเศรษฐกิจมีรากฐานที่แข็งแกร่งทำให้ตลาดหลักทรัพย์ฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็ว

ช่วงปี พ.ศ. 2533 - 2538 มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันเพิ่มขึ้นเป็น 8,628 ล้านบาท จาก 3,237.32 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2537 เนื่องมาจากสาเหตุสำคัญคือ การที่ประเทศไทยเริ่มเปิดเสรีทางการเงินโดยประกาศยอมรับพันธะข้อ 8 แห่งข้อตกลงว่าด้วยกองทุนการเงินระหว่างประเทศในเดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2533 ยกเลิกข้อจำกัดในการเคลื่อนย้ายเงินกองทุนเข้าออกประเทศทำให้การลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น อีกทั้งการนำระบบซื้อขายด้วยคอมพิวเตอร์เข้ามาใช้ในปี พ.ศ. 2534 ตลอดจนการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ประกอบกับอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของไทยในช่วงนี้แม้จะชะลอตัวแต่ก็ยังอยู่ในระดับสูงถึงร้อยละ 7-8 ต่อปี ส่วนความเคลื่อนไหวในตลาดหลักทรัพย์ในด้านของราคานั้นค่อนข้างมีความผันผวนอันเนื่องมาจากผลกระทบจากเหตุการณ์ในประเทศที่สำคัญคือ การเข้ายึดอำนาจของคณะรักษาความสงบแห่งชาติเมื่อวันที่ 23 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2534 การดำเนินการกล่าวโทษและดำเนินคดีกับผู้กระทำความผิดต่อพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ในการสร้างราคาหลักทรัพย์ของธนาคารกรุงเทพฯ พาณิชย์การจำกัด(มหาชน) อีกทั้งผลกระทบจากต่างประเทศเนื่องการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐ 6 ครั้งในรอบปี พ.ศ. 2537 จากร้อยละ 3 เป็นร้อยละ 5 ตลอดจนกรณีบริษัทแบริ่ง ซีคิวริตี้ (สิงคโปร์) จำกัด ขาดทุนการค้าตราสารหนี้ในญี่ปุ่นทำให้บริษัทแม่ที่อังกฤษล้มละลายส่งผลกระทบต่อตลาดการเงินทั่วโลก จากภาพรวม

เศรษฐกิจที่ชะลอตัวในช่วงปี พ.ศ. 2536 – 2538 ส่งผลต่อความผันผวนในตลาดหลักทรัพย์โดย ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยเมื่อปลายปี พ.ศ. 2533 ปิดที่ 612.86 จุด ปรับลดลงไปต่ำสุดที่ 582.48 จุด ในเดือนมกราคม พ.ศ. 2534 แลกมีการปรับตัวขึ้นลงในช่วงกว้างโดยมีระดับสูงสุดที่ 1,753.73 จุด ในเดือนมกราคม พ.ศ. 2537 ในปีนี้เองมูลค่าการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศสูงถึง 885,246.58 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 20.94 ของมูลค่าซื้อขายรวม

ปี พ.ศ.2540 เป็นปีที่เกิดวิกฤติทางเศรษฐกิจและการอ่อนตัวของค่าเงินบาท ทำให้บริษัทจดทะเบียนประสบกับผลขาดทุนเป็นจำนวนมาก รวมถึงปัญหาสภาพคล่องทางการเงินทำให้สถาบันการเงิน 56 แห่งปิดทำการ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ลดลงอย่างหนัก จากที่ระดับ 803.13 จุด ลดลงต่ำสุดที่ระดับ 357.13 จุด ลดลงประมาณร้อยละ 55.18 นักลงทุนต่างประเทศมีมูลค่าซื้อและขายรวม 804.17 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 43.26 ของมูลค่าการซื้อขายทั้งหมด ในปี พ.ศ.2541 เศรษฐกิจไทยยังประสบปัญหาต่อเนื่อง เช่น ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน การเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อ การขาดสภาพคล่องของสถาบันการเงิน และอัตราดอกเบี้ยสูง การส่งออกและนำเข้าติดลบ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปิดที่ระดับ 358.81 จุดโดยนักลงทุนต่างประเทศมีมูลค่าการซื้อขายรวมกัน 592.04 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 34.61

ปี 2542-2543 เศรษฐกิจไทยอยู่ในช่วงฟื้นตัว โดยเฉพาะภาคอุตสาหกรรมที่มีการขยายตัวมากถึงร้อยละ 7.6 ภาวะเงินเฟ้อที่ปรับตัวลดลง และภาคการส่งออกที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัด แต่ภาวะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ค่อนข้างซบเซา ในปี พ.ศ. 2543 ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ปิดที่ระดับ 269.19 จุด ลดลงจากระดับ 481.92 ลดลงถึงร้อยละ 44.1 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวมมีมูลค่าเท่ากับ 1,279 พันล้านบาท ลดลงจาก 2,193 พันล้านบาท ลดลงร้อยละ 41.7

ช่วงปีพ.ศ. 2544 - 2545 เศรษฐกิจไทยยังประสบปัญหาภาวะผันผวนตลอดทั้งปี โดยมีปัจจัยหลักที่ส่งผลกระทบ เช่น ภาวะการชะลอตัวของภาวะเศรษฐกิจ การเลือกตั้งทั่วไป และเหตุการณ์ก่อวินาศกรรมในประเทศสหรัฐอเมริกา ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ สิ้นปีปิดที่ระดับ 303.85 จุด เพิ่มขึ้นร้อยละ 13 นักลงทุนกลุ่มต่างประเทศและสถานบันภายในประเทศเป็นผู้ขายสุทธิ 6,426 ล้านบาท ปี พ.ศ. 2545 เศรษฐกิจมีการปรับตัวขึ้นอย่างมาก โดยมีอัตราเจริญเติบโตร้อยละ 4.0-5.0 เนื่องมาจากการบริโภคภายในประเทศสูง รวมถึงนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจภายในชุมชนของรัฐบาล นอกจากนี้ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนก็สูงขึ้นเช่นกัน ภาวะตลาดหลักทรัพย์ก็เป็นไปอย่างคึกคัก โดยดัชนีราคาหลักทรัพย์ปิดที่ระดับ 356.48 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด

เพิ่มขึ้นเป็น1,986 ล้านล้านบาท เทียบกับ 1,607 พันล้านในปีก่อน นักลงทุนต่างประเทศเป็นผู้ซื้อสุทธิเท่ากับ 14,338 ล้านบาท

ปี พ.ศ. 2546 เศรษฐกิจไทยมีอัตราการเจริญเติบโตมากถึงร้อยละ 6.7 โดยมีตัวเลขการส่งออกมากเป็นประวัติการณ์คืออยู่ที่ระดับร้อยละ 18.6 จากปีก่อน การลงทุนภาคเอกชนขยายตัวอย่างต่อเนื่อง อัตราเงินเฟ้อยังคงอยู่ในระดับต่ำ ภาวะตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นอย่างมากถึงร้อยละ 117 โดยปิดที่ระดับ 772.15 จุด ซึ่งเป็นจุดสูงสุดในรอบ 7 ปี อีกทั้งมูลค่าหลักทรัพย์จดทะเบียนตามราคาตลาดรวมเพิ่มเป็น 4,790 ล้านบาท ขยายตัวเพิ่มขึ้นถึงร้อยละ 141 มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันพุ่งสูงขึ้นเป็น 18,908 ล้านบาท เทียบกับปีก่อนที่ 8,357 ในปี 2545 ขณะที่นักลงทุนต่างประเทศเป็นผู้ขายสุทธิถึง 24,538 ล้านบาท

ปี พ.ศ. 2547 -2548 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ได้มีการปรับตัวลดลง โดยปิดที่ระดับ 668.10 จุด อย่างไรก็ตามมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์รวมมากถึง 5,024 ล้านบาท เฉลี่ยวันละ 20,508 ล้านบาท ทั้งนี้พบว่า ผู้ลงทุนต่างชาติกลายเป็นตัวขับเคลื่อนดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่สำคัญโดยกลายมาเป็นผู้ซื้อสุทธิถึง 5,656 ล้านบาท ปี พ.ศ. 2548 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ปิดที่ระดับ 713.73 จุด ปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 7 มูลค่าการลงทุน 5.11 ล้านล้านบาท โดยนักลงทุนต่างชาติยังคงเป็นผู้ซื้อสุทธิถึง 118,650 ล้านบาท โดยมีสัดส่วนการซื้อขายถึงร้อยละ 28 เพิ่มขึ้นจากปี 2547 ที่มีสัดส่วนที่ร้อยละ 21 ปี พ.ศ. 2549 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปิดที่ระดับ 679.84 จุด มูลค่าการลงทุนรวม 5.08 ล้านล้านบาท นักลงทุนต่างชาติยังมีสัดส่วนการซื้อขายคิดเป็นร้อยละ 34 โดยเป็นผู้ซื้อสุทธิถึง 83,778 ล้านบาท

2.4 บทบาทของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.4.1 รูปแบบการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ไทย

ประเทศที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยแบ่งออกเป็น 4 กลุ่ม คือ กลุ่มแรกในทวีปเอเชีย ได้แก่ ฮ่องกง สิงคโปร์ ญี่ปุ่น ไต้หวัน มาเลเซีย กลุ่มที่สองในทวีปยุโรป ได้แก่ กลุ่มสหภาพยุโรป ลักเซมเบิร์ก ฝรั่งเศส เยอรมันนี สวิสเซอร์แลนด์ กลุ่มที่สามในทวีปอเมริกาได้แก่ แคนาดา สหรัฐฯ และกลุ่มสุดท้าย ได้แก่ กลุ่มประเทศตะวันออกกลาง และทวีปออสเตรเลีย

ลักษณะการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ไทย (ความรู้นักเศรษฐศาสตร์ไทย,2535) มี 2 รูปแบบ ได้แก่ การลงทุนโดยตรงและการลงทุนโดยผ่านสถาบันกองทุน การลงทุนโดยตรงเป็นการลงทุนของนักลงทุนประเภทบุคคลธรรมดา นิติบุคคล และสถาบัน ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันภัย บริษัทประกันชีวิต กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และกองบำนาญจากต่างประเทศ เป็นต้น ซึ่งนักลงทุนหรือสถาบันจากต่างประเทศเหล่านี้สามารถนำเงินเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้โดยตรง แต่ทั้งนี้ต้องเป็นไปตามขั้นตอนและเงื่อนไขที่กฎหมายได้กำหนดไว้ เช่น การจัดเก็บภาษีเงินได้จากนักลงทุนต่างชาติ ข้อจำกัดในการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ นอกจากจะคำนึงถึงข้อจำกัดโดยกฎหมายแล้วยังต้องคำนึงถึงข้อบังคับของบริษัทในการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติอีกด้วย

สำหรับขั้นตอนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนต่างชาติมีด้วยกัน 5 ขั้นตอน ดังต่อไปนี้ (ตลาดหลักทรัพย์ฯ,2539)

ขั้นตอนที่ 1 การแต่งตั้งผู้รับฝากทรัพย์สิน ธนาคารพาณิชย์ และนายหน้าค้าหลักทรัพย์ การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้ลงทุนชาวต่างชาติต้องแต่งตั้งผู้รับฝากทรัพย์สิน (custodian) ธนาคาพาณิชย์ (correspondent bank) และผู้ค้าหลักทรัพย์ (broker) เพื่อดำเนินกิจกรรมต่าง ๆ ในประเทศไทย โดยปกติธนาคารพาณิชย์ในประเทศจะให้บริการทั้งเป็นผู้รับฝากทรัพย์สิน และเป็นธนาคารพาณิชย์ของลูกค้าซึ่งจะให้บริการดังกล่าวผ่านเพียงธนาคารเดียวเท่านั้น

หน้าที่หลักของผู้รับฝากทรัพย์สิน ได้แก่ การลงนามเอกสารที่เกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ การรับและจ่ายเงินต่อบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ การจัดส่ง-รับมอบหลักทรัพย์จากบริษัทนายหน้าไปยังลูกค้า การเก็บรักษาใบหุ้นไว้ให้ปลอดภัย ธนาคารพาณิชย์จะทำหน้าที่ในการรับฝากเงินหรือส่งเงินทุนกลับประเทศ และผู้ค้าหลักทรัพย์ จะมีหน้าที่ทำธุรกรรมซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศไทย

ขั้นตอนที่ 2 การลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ จะต้องทำการแลกเปลี่ยนสกุลเงินต่างประเทศเป็นเงินบาทก่อนการลงทุนในหลักทรัพย์โดยผ่านธนาคารพาณิชย์ ซึ่งจะเป็นตัวแทนจดทะเบียนสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์แทนลูกค้าเพื่อความสะดวกและง่ายต่อการอนุมัติ และการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ไทยจะต้องซื้อขายโดยใช้เงินบาทเท่านั้น

ขั้นตอนที่ 3 สถานที่สั่งซื้อขายและการดำเนินการ การซื้อหรือการขายจะต้องผ่านบริษัทนายหน้าบริษัทใดบริษัทหนึ่ง โดยผ่านระบบคอมพิวเตอร์ ซึ่งสามารถทราบผลของคำสั่งได้ทันที

ขั้นตอนที่ 4 การชำระเงิน ในการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมด จะดำเนินการชำระเงินโดยผ่านหน่วยงานของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งมีกำหนดระยะเวลาภายใน T+3 วันทำการ T หมายถึง วันที่กำการซื้อขายหลักทรัพย์

ขั้นตอนที่ 5 การส่งเงินกลับประเทศ นับตั้งแต่ปี 2521 รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังและธนาคารแห่งประเทศไทยได้ผ่อนคลายข้อจำกัดทางด้านการควบคุมอัตราแลกเปลี่ยนทางการเงินลง กระทั่งปัจจุบัน การไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศไม่จำเป็นต้องแจงรายการต่อธนาคารแห่งประเทศไทยก่อน ดังนั้นการส่งเงินกลับของเงินกองทุนที่มาลง เงินปันผลและผลตอบแทนการชำระเงินต้น (loan payment) และอัตราดอกเบี้ยจ่าย เงินทุนสุทธิหลังหักภาษีสามารถนำออกได้อย่างเสรี ซึ่งธนาคารพาณิชย์อนุญาติให้สามารถอนุมัติทำการแลกคืนเงินตราต่างประเทศเพื่อส่งเงินกลับได้โดยไม่มีข้อจำกัด ปัจจุบัน ธนาคารแห่งประเทศไทยได้บังคับให้มีการแยกบัญชีลงทุนระหว่างตราสารทุนและตราสารหนี้ซึ่งเป็นผลมาจากมาตรการควบคุมอัตราแลกเปลี่ยนในปลายปี พ.ศ. 2549

2.4.2 พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ไทย

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบไปด้วย กองทุนรวม นักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนบุคคลทั่วไป โดยที่สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนบุคคลทั่วไปและนักลงทุนต่างชาติมีมูลค่าเท่า ๆ กัน แต่นักลงทุนต่างชาติกลับมีบทบาทที่สำคัญต่อตลาดหลักทรัพย์ไทยมากกว่า เนื่องจากทิศทางการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติและกองทุนรวม เป็นไปในทิศทางเดียวกับดัชนีราคาหลักทรัพย์ไทย ในขณะที่ทิศทางการลงทุนของนักลงทุนบุคคลทั่วไปสวนทางกับนักลงทุนต่างชาติ พฤติกรรมของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ไทยสามารถสรุปได้ดังนี้

2.4.2.1 นักลงทุนต่างชาติใช้เงินจำนวนมหาศาลในการซื้อขายหลักทรัพย์ ดังนั้นเมื่อนักลงทุนต่างประเทศซึ่งมีลักษณะเป็นสถาบันและกองทุนที่มีขนาดใหญ่เมื่อเทียบกับนักลงทุนในประเทศ ทำให้สามารถสร้างหรือกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้

2.4.2.2 การลงทุนของต่างชาติ เป็นการเจาะจงในการซื้อขายหลักทรัพย์เพียงไม่กี่กลุ่มโดยอาศัยปัจจัยพื้นฐานและประสบการณ์ ทำให้การซื้อขายของต่างชาติมีเพียงเฉพาะกลุ่มหลัก ๆ ที่มีความสำคัญต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ไทย ซึ่งแตกต่างจากนักลงทุนในประเทศที่มีการซื้อขายแบบกระจายทั่วไป และโดยเฉพาะอย่างยิ่งไม่นิยมซื้อขายโดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน แต่นิยมเลือกลงทุนในหลักทรัพย์แบบเก็งกำไร

2.4.2.3 ระยะเวลาการถือหลักทรัพย์ การลงทุนของต่างชาติส่วนใหญ่เป็นการลงทุนในระยะปานกลางจนถึงระยะยาวและต่อเนื่อง ขณะที่นักลงทุนในประเทศเป็นการลงทุนระยะสั้นและไม่ต่อเนื่อง

2.4.2.4 การซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติเป็นไปในทิศทางเดียวกัน เพราะฉะนั้นถ้านักลงทุนต่างชาติเทขายหรือเข้าซื้อหุ้น จะทำให้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวตาม ส่วนนักลงทุนทั่วไปมีทิศทางการลงทุนไม่แน่นอน ทำให้ไม่สามารถสร้างผลกระทบต่อการปรับตัวของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ได้อย่างชัดเจน

2.4.2.5 นักลงทุนต่างชาติมักมีทางเลือกมากกว่านักลงทุนบุคคลทั่วไป ทำให้มีการตัดสินใจที่รวดเร็ว เนื่องจากสามารถชดเชยความเสี่ยงได้จากการเลือกลงทุนได้ในหลาย ๆ ตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น

2.4.3 ผลกระทบที่เกิดขึ้นเมื่อมีปริมาณเงินจากต่างประเทศไหลเข้ามาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในทางเศรษฐศาสตร์ได้วิเคราะห์กลไกของการส่งผลกระทบเหล่านี้ออกเป็น 4 ขั้นตอนด้วยกัน (วารสารหุ้น,2537)

ขั้นที่ 1 เงินทุนไหลเข้าจำนวนมหาศาลในระยะเวลาอันสั้นนั้น จะส่งผลให้ราคาสินทรัพย์ทางการเงินหรือราคาหลักทรัพย์และดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ไทยเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วจนสร้างแรงกดดันต่อระดับราคา (asset price inflation) โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อปริมาณหลักทรัพย์ขยายตัวกว่าความต้องการลงทุนที่ไหลเข้ามาแล้ว ระดับราคาหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้นอย่างมาก

ขั้นที่ 2 เงินทุนที่ไหลเข้ามาจะเพิ่มสภาพคล่องเข้าสู่ระบบอย่างเห็นได้ชัด เพราะในระหว่างที่เกิดการไหลเข้าของเงินเพื่อเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์นั้น จะมีเม็ดเงินบางส่วนถูกพักไว้ที่ธนาคารพาณิชย์เพื่อการรอการซื้อขายเก็งกำไร ส่งผลให้ธนาคารมีความจำเป็นต้องขยายสินเชื่อมากขึ้น แต่เนื่องจากมีสภาพคล่องในระบบสูงการขยายสินเชื่อส่งผลให้มีการลดดอกเบี้ยลง

ขั้นที่ 3 เมื่อดอกเบี้ยลดลง ผลตอบแทนจากการออมก็จะลดลงด้วยและทำให้ประชาชนมีการจับจ่ายใช้สอยมากขึ้น ซึ่งหากความต้องการสินค้าที่เพิ่มขึ้นนั้นเกิดในช่วงที่การผลิตของประเทศสามารถรองรับได้ก็จะไม่มีผลเสียต่อระบบเศรษฐกิจ แต่ถ้าระบบผลิตรองรับไม่ได้เพราะเข้าใกล้ระดับการผลิตเต็มที่ (full capacity) แล้วก็จะส่งผลกดดันต่อระดับราคาและอัตราเงินเฟ้อ รวมทั้งการนำเข้าสินค้าเพิ่มขึ้น ซึ่งจะยิ่งซ้ำเติมปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดให้เลวร้ายลงไปอีก

ขั้นที่ 4 ผลรอบสุดท้ายเมื่อระดับราคาในประเทศสูงขึ้น ย่อมทำให้ต้นทุนการผลิตสูงตามไปด้วย ซึ่งจะกระทบต่อความสามารถในการส่งออกของประเทศ และจะเป็นผลต่อเนื่องให้รายได้จากการส่งออกลดลง เงินตราต่างประเทศที่หมุนเวียนในระบบก็จะลดลงด้วย ส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องในระบบ และทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงขึ้นอีกครั้ง

2.4.4 การซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ไทย

ตารางที่ 2.4 ปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติ ตั้งแต่ปี พ.ศ.2538-2550

ปี พ.ศ.	ปริมาณซื้อ (ล้านบาท)	ปริมาณขาย (ล้านบาท)	ซื้อ/ขายรวม (ล้านบาท)	สัดส่วนการซื้อขาย (ร้อยละ)	ซื้อ/ขายสุทธิ(ล้านบาท)
2538	426,248.74	377,637.30	803,886.04	27.00	48,611.44
2539	456,575.90	444,288.53	900,864.43	34.00	12,283.37
2540	429,801.76	374,365.01	804,166.77	43.00	55,436.75
2541	311,131.38	280,904.76	592,036.14	35.00	30,226.61
2542	471,874.73	475,008.87	946,883.60	30.00	-3,134.14
2543	280,785.04	313,852.71	594,637.75	32.00	-33,067.67
2544	291,205.80	297,594.48	588,800.28	38.00	-6,388.68
2547	1,064,284.28	1,058,638.37	2,122,922.65	21.00	5,645.91

ตารางที่ 2.4 ปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติ ตั้งแต่ปี พ.ศ.2538-2550 (ต่อ)

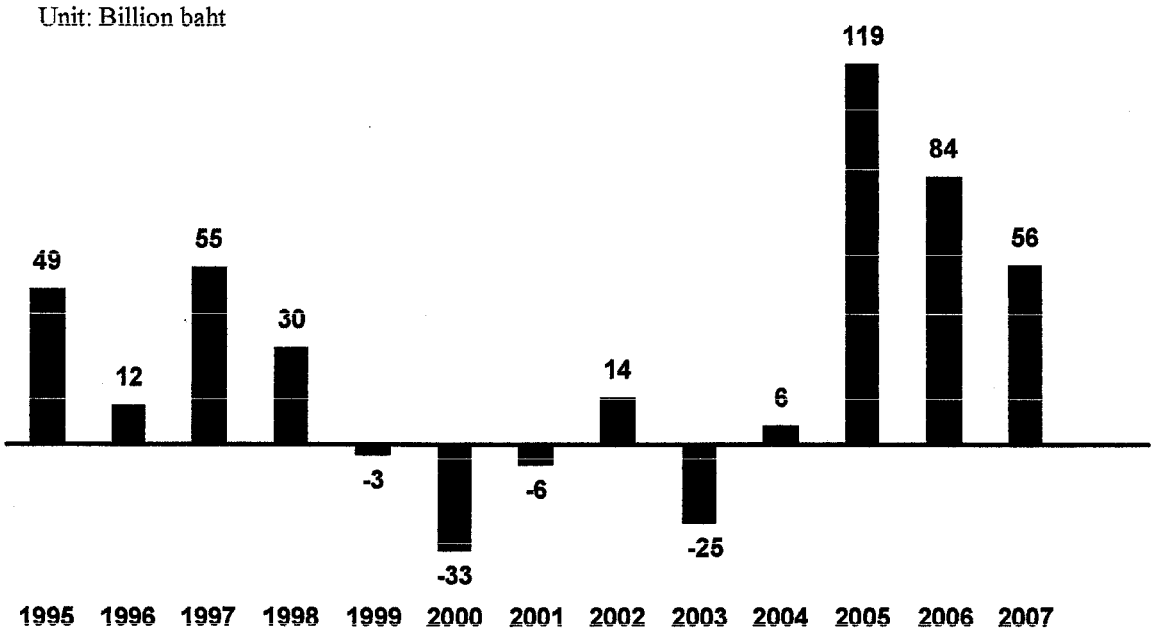
ปี พ.ศ.	ปริมาณซื้อ (ล้านบาท)	ปริมาณขาย (ล้านบาท)	ซื้อ/ขายรวม (ล้านบาท)	สัดส่วนการซื้อขาย (ร้อยละ)	ซื้อ/ขายสุทธิ(ล้านบาท)
2548	1,183,583.86	1,065,042.18	2,248,626.04	26.00	118,541.68
2549	1,381,906.38	1,298,460.40	2,680,366.78	34.00	83,445.97
2550	1,407,795.33	1,352,776.88	2,760,572.21	32.00	55,018.45

การลงทุนในหลักทรัพย์จากนักลงทุนต่างชาติได้เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2530 เป็นต้นมา โดยในปี พ.ศ. 2529 การลงทุนมีมูลค่า 4,617.20 ล้านบาทหรือคิดเป็นร้อยละ 7.76 ของมูลค่าการซื้อขายรวมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ต่อมาในปี พ.ศ. 2533 ได้เพิ่มขึ้นเป็น 180,673.52 ล้านบาทหรือร้อยละ 14.4 ของมูลค่าการซื้อขายรวมในปี พ.ศ. 2533 และเพิ่มขึ้นถึง 808,397.56 ล้านบาทหรือร้อยละ 27 ของมูลค่าซื้อขายรวมในปี พ.ศ. 2538 (ตารางที่ 2.4)

จากสถิติดังกล่าว จะเห็นว่านักลงทุนต่างชาติมีบทบาทอย่างมากต่อภาวะตลาดหลักทรัพย์ไทย โดยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545-2550 ปริมาณซื้อขายมากกว่า 1 ล้านล้านบาทต่อปี และมีมูลค่าซื้อสุทธิ 262,652.01 ล้านบาท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2547-2550 โดยในปี พ.ศ. 2549 มีสัดส่วนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยมากถึง 34 เปอร์เซ็นต์

จะเห็นได้ว่าแม้ภาวะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะมีการปรับตัวขึ้นลงตามภาวะเศรษฐกิจภายในและผลกระทบจากภายนอกประเทศ แต่การลงทุนจากต่างประเทศยังคงมีอยู่และเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องแม้ว่าในบางช่วงสัดส่วนของมูลค่าการซื้อขายรวมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะลดลงแต่มูลค่าการลงทุนก็ยังเพิ่มสูงขึ้นอย่างเห็นได้ชัด ผลดีคือ ทำให้เกิดการไหลเข้าของเงินตราต่างประเทศและอาจทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น สภาพคล่องของเงินในระบบสูง ผลเสีย คือ จากสภาพคล่องที่สูง อาจส่งผลให้มีการลดอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศส่งผลถึงการออมภายในประเทศลดลงไปด้วย นอกจากนี้ถ้าเงินที่ไหลเข้านี้เป็นเงินระยะสั้น เมื่อมีการขายหุ้นออกไปมากแล้วนำเงินกลับประเทศ จะส่งผลอย่างมากต่อการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และอาจทำให้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ไทยลดลงอย่างมาก เนื่องจากปริมาณการลงทุนของต่างชาติมีผลกระทบต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยค่อนข้างมาก

ภาพที่ที่ 2.4 แสดงปริมาณการลงทุนซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ 1995-2007



ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

มาตรการสำรอง 30 เปอร์เซ็นต์ (18 ธันวาคม พ.ศ. 2549)

ประกาศการกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับการแลกเปลี่ยน (ฉบับที่ 6) โดยธนาคารแห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อดูแลเงินนำเข้าระยะสั้นจากต่างประเทศ ไม่ให้กระทบต่อเสถียรภาพเงินบาทและป้องกันการเก็งกำไรในค่าเงินบาท โดยมีสาระสำคัญคือ สถาบันที่รับซื้อหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นเงินบาทต้องกันสำรองเป็นเงินตราต่างประเทศไว้จำนวนร้อยละ 30 ของเงินตราต่างประเทศ ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 70 ให้แลกเปลี่ยนเป็นเงินบาทให้แก่นักลงทุน ส่งผลกระทบโดยตรงต่อนักลงทุนต่างประเทศที่ต้องสำรองเงินลงทุนถึงร้อยละ 30 ของเงินลงทุน และให้ฝากไว้กับธนาคารแห่งประเทศไทยและจะคืนเงินสำรองนี้คืนเมื่อครบกำหนด 1 ปี นับตั้งแต่ได้ซื้อหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นเงินบาท ซึ่งส่งผลกระทบอย่างมากต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ไทย โดยดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ในวันที่มีการประกาศลดฮวบไปกว่าร้อยจุด ต่อมาในวันที่ 22 ธันวาคม พ.ศ. 2549 ได้มีประกาศผ่อผันการกันเงินสำรอง (ฉบับที่ 7) โดยการลงทุนในหุ้นทุนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดเอ็ม เอ ไอ การลงทุนในศูนย์ซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้า เงิน

ลงทุนโดยตรง รวมถึงเงินนำเข้ากรณีอื่น ๆ ที่ไม่ได้มีวัตถุประสงค์ในการเก็งกำไรค่าเงินบาทไม่ต้องกันสำรอง 30 เปอร์เซ็นต์ โดยต้องแยกบัญชีเป็น (Special Non-resident Baht Account for Securities: SNS) สำหรับการลงทุนในหุ้นทุนดังที่กล่าวมา และบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานอยู่นอกประเทศ (Non-resident Baht Account) สำหรับการลงทุนในธุรกรรมอื่น เช่น ตราสารหนี้ นอกจากนี้ ยังยกเว้นในกรณีที่เป็นเงินลงทุนโดยตรง เงินกู้หน่วยราชการ เงินเพื่อซื้ออสังหาริมทรัพย์ รวมถึงเงินที่หน่วยราชการ สถานกงสุล สถานทูตไทยที่ตั้งอยู่นอกประเทศสามารถนำเงินตราต่างประเทศมาแลกหรือขายได้ ต่อมาได้มีประกาศผ่อนผันการกันเงินสำรอง (ฉบับที่ 8และ 9) เกี่ยวกับการจำกัดการนำเงินไปลงทุนยังต่างประเทศ

ในวันที่ 29 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2550 ธนาคาแห่งประเทศไทยได้ประกาศยกเลิกประกาศเจ้าพนักงานควบคุมการแลกเปลี่ยนเงิน เรื่อง การกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับการแลกเปลี่ยนเงิน (ฉบับที่ 7) ยกเลิกการกันสำรอง 30 เปอร์เซ็นต์ โดยธนาคารแห่งประเทศไทยให้เหตุผลว่า ปริมาณเงินเข้า-ออกมีความสมดุลมากขึ้น และภาคการผลิตและส่งออกได้มีการปรับตัวรองรับการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินได้ดีขึ้นจากการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม เพื่อเป็นการควบคุมและกำกับดูแลการเข้า-ออกของเงินตราต่างประเทศ ธนาคารแห่งประเทศไทยได้จัดให้มีการแยกประเภทบัญชีเงินบาทเป็น 2 ประเภทคือ 1)บัญชีเงินบาทของบุคคลที่มีถิ่นฐานอยู่นอกประเทศเพื่อการลงทุนในหลักทรัพย์และตราสารทางการเงินอื่น (Non-resident Baht Account for Securities : NRBS) และ 2) บัญชีเงินบาทของบุคคลที่มีถิ่นฐานอยู่นอกประเทศเพื่อวัตถุประสงค์ทั่วไป (Non-resident Baht Account : NRBA)

จากมาตรการดังกล่าวส่งผลกระทบอย่างมากต่อนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ไทย เนื่องจากมาตรการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเกี่ยวข้องโดยตรงกับนักลงทุนต่างชาติ โดยเงินที่นำมาลงทุนจะถูกกันสำรองไว้ถึงร้อยละ 30 ส่วนอีกร้อยละ 70 สามารถนำไปแลกเป็นเงินบาทเพื่อนำไปลงทุนได้ อย่างไรก็ตามธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการผ่อนผันยกเลิกการกันสำรองสำหรับเงินลงทุนในหลักทรัพย์จดทะเบียนและตลาดใหม่ (MAI) นอกจากนี้ นักลงทุนเก่าที่ถือหลักทรัพย์อยู่แล้วจะได้รับผลกระทบจากมาตรการนี้ค่อนข้างน้อย นอกจากจะเป็นนักลงทุนต่างประเทศรายใหม่เท่านั้น

ตารางที่ 2.5 แสดงรายละเอียดธุรกรรมที่ได้รับการยกเว้นการกันสำรองและการเรียกเอกสารหลักฐาน ในประกาศผ่อผันการกันเงินสำรอง (ฉบับที่ 7)

ธุรกรรมที่ได้รับการยกเว้นการกันเงินสำรอง	เอกสารหลักฐาน
1. เงินลงทุนโดยตรง	- หลักฐานที่แสดงสัดส่วนการถือหุ้น หรือการมีส่วนเป็นเจ้าของกิจการที่ลงทุน เช่น บัญชีรายชื่อผู้ถือหุ้น - หลักฐานแสดงการเรียกชำระค่าหุ้นหรือเงินลงทุน - หลักฐานที่แสดงการมีส่วนร่วมในการบริหารจัดการในกิจการดังกล่าว
2. เงินกู้ยืมของหน่วยราชการ ไม่รวมรัฐวิสาหกิจ องค์การของรัฐ องค์การของรัฐบาล	สัญญาเงินกู้เงินตราต่างประเทศของหน่วยราชการ
3. เงินลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ไม่รวมกองทุนรวมที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์	สัญญาซื้อขาย
4. เงินกู้เงินตราต่างประเทศที่ได้ทำสัญญากู้ก่อนวันที่ 19 ธันวาคม 2549	- สัญญาเงินกู้ - หลักฐานการเบิกเงินกู้หรือหลักฐานแสดงการติดต่อขอกู้เงินก่อนวันที่ 19 ธันวาคม 2549
5. ธุรกรรม Swap เพื่อต่ออายุ (roll over) สัญญา ป้องกันความเสี่ยงกับนิติบุคคลรับอนุญาตเดิม	เอกสารที่พิสูจน์ได้ว่าธุรกรรม Swap ดังกล่าวเป็นการ roll over ธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน เช่น สัญญา forward หรือ Swap เดิม โดยมีธุรกรรมการค้าการลงทุนคงอยู่
6. เงินลงทุนในหุ้นทุนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมายรวมถึง หุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ไม่รวม หน่วยลงทุน และใบสำคัญแสดงสิทธิการซื้อหุ้น (Warrant)	หลักฐานแสดงการซื้อขายหุ้นทุนในตลาดหลักทรัพย์ หรือนอกตลาด (OTC) เช่น สัญญาซื้อขายผ่าน Broker ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
- เงินลงทุนในศูนย์สัญญาซื้อขายล่วงหน้า (TFEX) และตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้า (AFET)	- หลักฐานเรียกเก็บเงิน Margin หรือแสดงการลงทุนในสัญญาซื้อขายล่วงหน้าใน TFEX หรือ AFET

บทที่ 3
วิธีดำเนินการการศึกษา

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ในการศึกษาครั้งนี้จะศึกษาถึงมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ไทย โดยการนำตัวเลขมูลค่าการซื้อหลักทรัพย์ที่รวบรวมจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นข้อมูลรายวัน แล้วนำมาหาค่าเฉลี่ยเป็นรายเดือน ทั้งนี้ได้นำข้อมูลการซื้อหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 ถึงปี พ.ศ.2550 และศึกษาถึงปัจจัยสำคัญต่างๆ ที่เป็นตัวกำหนดการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในหลักทรัพย์ไทยซึ่งได้กล่าวไว้ในบทที่ 2 เช่น อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย,อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี ส่วนปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจที่สำคัญนั้น ได้นำ อัตราเงินเฟ้อและดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม นอกจากนี้ได้นำเอาปัจจัยอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกาซึ่งเกี่ยวข้องโดยตรงกับนักลงทุนต่างชาติ ส่วนปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลกระทบนั้นได้นำเอามาตรการสำรอง 30 เปอร์เซ็น ซึ่งเป็นมาตรการที่มีผลกระทบโดยตรงต่อนักลงทุนต่างชาติในช่วงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2549 ถึงเดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ. 2550

3.2 การเก็บรวมรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูล ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ แบบอนุกรมเวลา (Time Series) เป็นรายวันจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนข้อมูลที่เป็นตัวเลขทางเศรษฐกิจรายเดือนได้จากธนาคารแห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2544 – 2550 รวมทั้งรายงานและวารสารต่างๆ และข้อมูลจากสื่ออิเลคโทรนิคส์ ตามรายละเอียดในบรรณานุกรมท้ายเล่ม

3.3 การทดสอบความหยุดนิ่งของข้อมูลอนุกรมเวลา

ก่อนที่จะทำการทดสอบการประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธี Ordinary Leased Square (OLS) จำเป็นต้องทำการทดสอบลักษณะของข้อมูลอนุกรมเวลาที่นำมาใช้เสียก่อนว่ามีลักษณะ Stationary หรือ Non-stationary เนื่องจากคุณสมบัตินี้มีผลต่อความน่าเชื่อถือของแบบจำลอง โดยตัวแปรทั้งหมดในสมการที่ต้องการศึกษาต้องมีคุณสมบัติ Stationary ก่อนถึงจะนำข้อมูลดังกล่าวมากทำการประมาณค่าต่อไป

การทดสอบ Stationary เป็นการทดสอบ stochastic process ว่ามีการเปลี่ยนแปลงหรือมีความแปร ปรวนของสมการอันเนื่องจากเวลาหรือไม่ ถ้า stochastic process มีการเปลี่ยนแปลงหรือมีความแปรปรวนของสมการอันเนื่องมาจากเวลา แสดงว่าตัวแปรดังกล่าวเป็น Non-stationary ในขณะที่ตัวแปรดังกล่าวจะเป็น stationary ก็ต่อเมื่อมี stochastic process คงที่ตลอดช่วงเวลา โดยที่ค่า Mean, Variance และ Covariance จะเข้าใกล้ค่าคงที่ค่าหนึ่งหรือเข้าหาดุลยภาพเป็นการชั่วคราวและมีแนวโน้มกลับสู่ดุลบภาพเดิม ซึ่งสามารถเขียนคุณสมบัติของ stationary ได้ดังนี้

Mean:	$E(Y_t)$	=	μ
Variance:	$Var(Y_t)$	=	$E(Y_t-\mu)2 = \sigma^2$
Covariance:	$Cov(Y_t, Y_{t+k})$	=	$E(Y_t-\mu)(Y_{t+k}-\mu)] = \gamma_k$

จากคุณสมบัติดังกล่าว เมื่อมีการเปลี่ยนจาก Y_t เป็น Y_{t+m} ถ้า Y_t มีลักษณะ Stationary ค่าเฉลี่ย ค่าความแปรปรวน และ ค่าความแปรปรวนร่วมของ Y_{t+m} จะเป็นดังนี้

Mean:	$E(Y_t)$	=	μ
Variance:	$Var(Y_t)$	=	σ^2
Covariance:	$Cov(Y_t, Y_{t+k})$	=	γ_k

ดังนั้น ถ้าข้อมูลอนุกรมเวลาที่พิจารณาขาดคุณสมบัติข้อใดข้อหนึ่งใน 3 ข้อ แสดงว่ามีลักษณะ Non-stationary คือ มีค่าเฉลี่ย ค่าความแปรปรวน และ ค่าความแปรปรวนร่วมไม่คงที่และ จะเปลี่ยนแปลงไปตามเวลา ซึ่งสามารถเขียนคุณสมบัติได้ดังนี้

Mean:	$E(Y_t)$	=	μ
Variance:	$Var(Y_t)$	=	$E(Y_t-\mu)^2 = t\sigma^2$
Covariance:	$Cov(Y_t, Y_{t+k})$	=	$E(Y_t-\mu)(Y_{t+k}-\mu)] = t\gamma_k$

ในการศึกษาครั้งนี้จะใช้ Unit Root Test เพื่อการทดสอบ Stationary ซึ่งเป็นวิธีการที่ใช้กันอย่างแพร่หลายที่เสนอโดย Dickey Fuller (1979, 1981) โดยในแบบจำลองสมมติว่ามีค่าสังเกต n ค่า ดังนี้ $Y_1, Y_2, ..., Y_n$ ซึ่งค่าสังเกต ณ เวลาปัจจุบันอธิบายได้ในเทอมของค่าสังเกตในอดีต 1 หน่วยเวลาย้อนหลังและตัวรบกวนสุ่ม ณ เวลาปัจจุบัน เรียกว่า กระบวนการ First-order Autoregressive: AR(1) เขียนได้ดังนี้

$$Y = \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad t = 1,2, ... \qquad (3.1)$$

โดยที่ Y_t = ตัวแปรที่ต้องการศึกษา (random variable) ซึ่งถูกกำหนดโดยตัวแปรของตัวมันเองในงวดที่ผ่านมา

ρ = สัมประสิทธิ์ของตัวแปรความล่าช้า (lagged) ของอนุกรมเวลา

ε_t = random error

การทดสอบ Stationary จะทดสอบสัมประสิทธิ์ของตัวแปรความล่าช้าของอนุกรมเวลา (ρ) โดยที่

Y_t จะเป็น Stationary ถ้า $|\rho| < 1$

Y_t จะเป็น Non-stationary ถ้า $|\rho| > 1$

และเนื่องจากอนุกรมเวลาของตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่จะมีค่าเป็นบวกมากกว่าลบ ดังนั้นสมมติฐานของ unit root test ที่เหมาะสม คือ

H_0 : $\rho = 1$ (Non-stationary)

H_1 : $\rho < 1$ (Stationary)

ถ้าการประมาณค่า ρ ไม่แตกต่างจาก 1 อย่างมีนัยสำคัญ หมายถึง การทดสอบ Unit Root Test ไม่สามารถปฏิเสธ H_0 แสดงว่าตัวแปร Y_t เป็น Non-stationary แต่ถ้าการประมาณค่า ρ น้อยกว่า 1 อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่า ตัวแปร Y_t มีลักษณะเป็น Stationary

ต่อมา Dicker and Fuller ได้พัฒนา Unit Root Test โดยเพิ่มค่าคงที่ (a) และ time trend (t) ในการอธิบาย Y_t และได้มีการเพิ่มตัวแปรในรูปของ lag เข้าไปเป็นตัวแปรอธิบายอีกตัวหนึ่งเพื่อขจัดปัญหา Autocorrelation โดยใช้แบบจำลองในการทดสอบดังนี้

$$Y_t = a + \rho Y_{t-1} + \beta_t + \sum_{i=1}^{P} Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad (3.2)$$

a = ค่าคงที่

β = สัมประสิทธิ์ของ time trend

t = time trend

$\sum_{i=1}^{P} Y_{t-1}$ = ผลกระทบของ Autocorrelation ของ Y_t ลำดับที่สูงกว่า

P = จำนวนตัวแปรในรูป lag ที่ทำให้ตัวรบกวนสุ่มไม่เกิด Autocorrelation

สมการดังกล่าวเรียกว่า Augmented Dickey – Fuller Regression (ADF) เนื่องจากมีการเพิ่ม lagged Differences ของ Y เพื่อให้ได้ค่า white noise error ที่เหมาะสม คือ $\varepsilon \sim N(0, \sigma^2)$ และผลของ Autocorrelation อันดับสูงที่เพิ่มเข้าไปจะทำให้ปัญหา Serial Correlation ของ Residual หมดไป จากสมการดังกล่าวสามารถเขียนแบบจำลองใหม่ได้ดังนี้

$$\Delta Y_t = a + \alpha Y_{t-1} + \beta t + \sum_{i=1}^{P} \phi \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad (3.3)$$

โดยที่

$\alpha = \rho - 1$

โดยมีสมมติฐานในการทดสอบ Unit Root Test คือ

$H_0 : |\alpha| = 0$ (Non-stationary)

$H_1 : |\alpha| < 1$ (Stationary)

ถ้าค่า t-statistic ของสัมประสิทธิ์ Y_{t-1} คือ α ในรูป absolute term มากกว่าค่าวิกฤต (critical value) ที่ปรากฏว่าในตารางของ Dickey and Fuller (τ -distribution) จะสามารถ

ปฏิเสธ null hypothesis แสดงว่าข้อมูลอนุกรมเวลาของตัวแปร Y เป็น Stationary at Level หรือ integrated ที่อันดับศูนย์ [Y_t~I(d) โดยใช้แบบจำลอง

$$\Delta^2 Y_t = a + \alpha \Delta Y_{t-1} + \beta_t + \sum_{i=1}^{P} \Delta^2 Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad \text{[Test for I(1)]}$$

$$\Delta^3 Y_t = a + \alpha \Delta^2 Y_{t-1} + \beta_t + \sum_{i=1}^{P} \Delta^3 Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad \text{[Test for I(2)]}$$

. .

. .

. .

$$\Delta^{d+1} Y_t = a + \alpha \Delta^d Y_{t-1} + \beta_t + \sum_{i=1}^{P} \Delta^{d+1} Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad \text{[Test for I(d)]}$$

โดยที่ Δ^d = ผลต่างอันดับที่ d

P = จำนวนความล่าช้าที่เหมาะสม (optional lag) ของผลต่างอันดับที่ d ของตัวแปรตามที่ใส่เข้าไปเพื่อแก้ปัญหา Autocorrelation ของตัวรบกวนสุ่ม (ε_t)

สำหรับการเลือกจำนวน lag ที่เหมาะสมในสมการ Autoregression จะต้องคำนึงถึงประโยชน์ที่จะได้รับจากการเพิ่ม lag เข้าไป กับผลเสียที่เกิดจากการเพิ่มขึ้นของความไม่แน่นอนจากการประมาณ (estimation uncertainty) ในทางหนึ่ง หากใช้ lag จำนวนน้อยในการประมาณสมการ อาจเป็นการละเลยข้อมูลที่จำเป็นและมีความหมายที่อยู่ในตัวแปรล่า (lag) ที่ห่างออกไป ในอีกทางหนึ่ง ถ้าหากใช้ lag จำนวนมาก อาจเป็นการประมาณสัมประสิทธิ์มากเกินความจำเป็น ซึ่งก่อให้เกิดความผิดพลาดจากการประมาณเพิ่มมากขึ้น

ในการศึกษาในครั้งนี้ ได้เลือก lag ที่มีความเหมาะสมโดยพิจารณาจากค่า BIC (Bayes Information Criterion) หรือเรียกอีกอย่างหนึ่งว่า SIC (Schwarz Information Criterion) โดยเลือก lag ที่ให้ค่า BIC น้อยที่สุด ซึ่ง BIC มีสูตรในการคำนวณดังนี้

$$\text{BIC (p)} = \ln\left[\frac{SSR(p)}{T}\right] + \frac{(p+1)\ln T}{T}$$

โดยที่ SSR(p) = Sum Square Residual ที่ได้จากแบบจำลอง (3.3) ในลำดับที่ p

T = ขนาดของตัวอย่าง

p = จำนวน lag

แบบจำลองที่ใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ(Independent Variables) และตัวแปรตาม (Dependent Variables) โดยมีทั้งตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค เช่น อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีผลผลิตอุตสหกรรม และตัวแปรทางการเงิน เช่น อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทยและฮ่องกง รวมถึงอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งตัวแปรมีความหลากหลาย การทดลองครั้งนี้จึงใช้วิธีการประมาณค่าแบบ Ordinary Least Square (OLS) เพื่อหาความสัมพันธ์ดังกล่าว

3.4 ตัวแปรและแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาครั้งนี้จึงได้สร้างแบบจำลองแสดงความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินลงทุนของนักลงทุนต่างชาติและปัจจัยต่าง ๆ ที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย โดยใช้ปริมาณที่นักลงทุนต่างชาติซื้อหลักทรัพย์เป็นรายเดือนเป็นตัวแปรแทนการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ เนื่องจากแสดงความต้องการที่จะลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย และใช้ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคบางตัวที่นักลงทุนต่างประเทศน่าจะนำมาพิจารณาตัดสินใจลงทุน คือ อัตราเงินเฟ้อซึ่งสะท้อนระดับราคาสินค้าและบริการ ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมซึ่งสะท้อนถึงระดับการผลิตในภาคอุตสาหกรรมและที่สะท้อนให้เห็นถึงภาวะการลงทุนของประเทศ นอกจากนี้ ตัวแปรอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาห์สหรัฐยังสะท้อนให้เห็นถึงความต้องการของเงินบาทเนื่องจากนักลงทุนต่างชาติต้องแปลงสกุลเงินทุกครั้งเมื่อมีการซื้อและขายหลักทรัพย์ ส่วนตัวแปรทางด้านผลตอบแทนที่มีทั้งอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทยแสดงให้เห็นถึงปัจจัยพื้นฐานที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้ามาลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ขณะที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงนั้น เพื่อศึกษาว่าตลาดหลักทรัพย์อื่นในภูมิภาคเดียวกันมีความสัมพันธ์ต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในไทยหรือไม่ ตัวแปรอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี เป็นปัจจัยที่นำมาพิจารณาว่าเป็นทางเลือกอีกด้านหนึ่งของนักลงทุนต่างประเทศในการเลือกลงทุนระหว่างตราสารทุนและตราหนี้ในประเทศไทย ตัวแปรสุดท้ายเป็น

ตัวแปรหุ่นที่ใช้แทนเหตุการณ์ผิดปกติที่เกิดขึ้นคือ แทนมาตรการสำรอง 30 เปอร์เซ็นต์ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยนำมาใช้กับนักลงทุนต่างชาติในช่วงระยะเวลาหนึ่งซึ่งอาจจะมีผลต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ จากตัวแปรข้างต้นจะได้สมการดังต่อไปนี้

BINV = f(INF,EXCH,RSET,HHS,TGOV10,DMPI,DU1)

โดยที่

BINV	คือ	มูลค่าเงินลงทุนด้านซื้อของนักลงทุนต่างชาติเฉลี่ยต่อเดือน
INF	คือ	อัตราเงินเฟ้อรายเดือน
EXCH	คือ	อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยเงินบาทต่อเงินดอลล่าห์สหรัฐอเมริการายเดือน
RSET	คือ	อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ไทยเฉลี่ยต่อเดือน
HHS	คือ	อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงเฉลี่ยต่อเดือน
DMPI	คือ	อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมรายเดือน
TGOV10	คือ	อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะ 10 ปี
DU1	คือ	ตัวแปรแทนมาตรการสำรอง 30% ของธนาคารแห่งประเทศไทย

โดยกำหนดสมการที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยของนักลงทุนต่างชาติได้ดังนี้ คือ

$$BINV = a_0 - b_1INF + b_2EXCH + b_3RSET + b_4HHS - b_5TGOV10 + b_6MPI + b_7DU1 + e_1$$

โดยที่ $a_0, b_1, b_2, b_3, b_4, b_5, b_6, b_7$ = ค่าคงที่

e_1 = ค่าคลาดเคลื่อน

โดยมีสมมติฐานความสัมพันธ์ของแต่ละปัจจัยดังต่อไปนี้

1. ถ้า INF เพิ่มสูงขึ้น จะทำให้ BINV ลดลง : เนื่องจากเมื่ออัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น ซึ่งหมายถึงระดับราคาสินค้าโดยทั่วไปในประเทศสูงขึ้น เนื่องจากผู้ผลิตเผชิญปัญหาจากการเพิ่มขึ้น

ของต้นทุนการผลิต ทำให้ประชาชนจับจ่ายใช้สอยน้อยลง ขณะที่ผู้ผลิตก็จะปรับลดการผลิตลง ส่งผลถึงอัตราการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ ดังนั้น มูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติจึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราเงินเฟ้อ

2. ถ้า EXCH เพิ่มสูงขึ้น จะทำให้ BINV เพิ่มขึ้น : ถ้าค่าเงินดอลลาห์แข็งค่าขึ้นส่งผลให้เงินบาทอ่อนตัวลงทำให้การส่งสินค้าออกไปขายต่างประเทศเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากสินค้าภายในประเทศจะมีราคาถูกลง เมื่อภาคการส่งออกมีการขยายตัวที่ดีจะผลักดันให้ภาคการผลิตภายในประเทศมีการขยายตัวเพิ่มสูงขึ้น ขณะเดียวกันในภาคแรงงานก็จะมีการจ้างงานเพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้ภาคเศรษฐกิจโดยรวมมีความเจริญเติบโตที่ดีในอนาคต เมื่อภาคการลงทุน ภาคการผลิต และการจ้างงานมีแนวโน้มที่ดีจะทำนักลงทุนต่างประเทศเพิ่มปริมาณการลงทุนในหลักทรัพย์ไทย ดังนั้นมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติจึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาห์สหรัฐ

3. ถ้า RSET เพิ่มสูงขึ้น จะทำให้ BINV เพิ่มขึ้น : วัตถุประสงค์หลักของการลงทุนคืออัตราผลตอบแทน ดังนั้นเมื่อใดที่ระดับอัตราผลตอบแทนมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ระดับการลงทุนก็จะเพิ่มสูงขึ้นตาม ดังนั้น มูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติจึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทย

4. ถ้า TGOV10 เพิ่มสูงขึ้น จะทำให้ BINV ลดลง : ถ้าอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรไทยเพิ่มสูงขึ้นจะดึงดูดนักลงทุนไปลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลมากกว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ ส่งผลให้ปริมาณการลงทุนในหลักทรัพย์ไทย (BINV) ลดต่ำลง ขณะเดียวกันถ้าอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรไทยลดลงจะทำให้นักลงทุนนำเงินไปลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติกับอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี จึงมีทิศทางในทางตรงกันข้าม

5. ถ้า HHS เพิ่มสูงขึ้น จะทำให้ BINV เพิ่มขึ้น : จากการศึกษาของ พิเชษฐ์ สิทธิสมบัติ (2540) พบว่า ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของฮ่องกงและของไทยมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงจึงมีทิศทางเดียวกัน

6. ถ้า DMPI เพิ่มสูงขึ้น จะทำให้ BINV เพิ่มขึ้น : ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมเป็นเครื่องชี้วัดระดับการผลิตและทิศทางของภาคอุตสาหกรรมที่ครอบคลุม 76 ประเภทอุตสาหกรรม ถ้าดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้น หมายถึง ภาคอุตสาหกรรมกำลังขยายตัวเพิ่มสูงขึ้น ดังนั้น มูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติจึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม

7. ถ้า DU1 เพิ่มสูงขึ้นหรือมีนัยสำคัญทางสถิติ จะทำให้ BINV ลดลง : มาตรการสำรอง 30 เปอร์เซ็นต์ เป็นมาตรการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศเพื่อบังคับใช้ผู้นำเข้าเงินตราต่างประเทศ โดยนักลงทุนที่นำเงินตราต่างประเทศเข้ามาลงทุนต้องสำรองเงินลงทุนเป็นเงินตราต่างประเทศถึงร้อยละ 30 ส่วนอีกร้อยละ 70 ให้แลกเปลี่อนเงินบาทได้ ทำให้เงินที่จะมาลงทุนเหลือเพียง 70 เปอร์เซ็นต์ของเงินลงทุนนำเข้า ดังนั้น มูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติและมาตรการสำรอง 30 เปอร์เซ็นต์จึงมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้าม

ตารางที่ 3.1 แสดงสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับปริมาณการซื้อหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ

ตัวแปร	สัญลักษณ์	ทิศทางความสัมพันธ์
อัตราเงินเฟ้อ	INF	-
อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาห์สหรัฐ	EXCH	+
อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทย	RSET	+
อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี	TGOV10	-
อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง	HHS	+
ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม	DMPI	+
ตัวแปรแทนผลกระทบจากมาตรการสำรอง 30 %	DU1	-

บทที่ 4
ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ในบทนี้จะแบ่งออกเป็นสองส่วน คือ ในส่วนแรกจะแสดงวิธีการทดสอบตัวแปรที่นำมาใช้ในการทดลองโดยเป็นการทดสอบความหยุดนิ่งของข้อมูล และในส่วนที่สองจะเป็นการแสดงผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยของนักลงทุนต่างชาติ โดยใช้การประมาณค่าสมการแบบจำลองโดยวิธี OLS เป็นการทดสอบนัยสำคัญทางสถิติของตัวแปรทั้งหมด จากนั้นนำค่าทางสถิติที่ได้มาอ่านค่าเพื่อดูว่ามีปัญหาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน และปัญหาความสัมพันธ์ความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน

4.1 ผลการทดสอบความหยุดนิ่งของข้อมูล (Stationary)

การทดสอบความเป็น Stationary ของตัวแปรในครั้งนี้จะใช้วิธีทดสอบ Unit Root โดยใช้วิธี Augmented Dickey Fuller (ADF) ซึ่งมักใช้ในการทดสอบข้อมูลตัวอย่างที่มีจำนวนไม่มาก โดยการเลือกใช้ความล้าช้าที่เหมาะสม (Optimal lag) ของตัวแปรเพื่อทดสอบ Unit Root นั้น จะใช้ความล่าช้าที่ให้ค่า BIC ต่ำสุด และหากตัวแปรใด ณ ความบล่าช้าที่เหมาะสมนั้น ให้ผลเป็น Non-stationary at Level (ค่า Absolute ของ ADF ที่คำนวณได้มีค่าน้อยกว่าค่า Absolute ของ Critical Value) ก็จะทำการเลือกความล่าช้าที่เหมาะสมและทดสอบอันดับความสัมพันธ์ในลำดับสูงขึ้นต่อไปที่ First Difference และ Second difference ต่อไปตามลำดับ

ในการศึกษาครั้งนี้ ได้ทำการทดสอบ Unit Root ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 99 เพื่อให้ผลการทดสอบทางสถิติมีความน่าเชื่อถือจึงเลือกความล่าช้าอันดับที่ 1 (I(1)) ผลปรากฏว่า ตัวแปรตาม คือ มูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ(FINV) รวมทั้งตัวแปรอิสระทุกตัวซึ่งได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ(INF) อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาห์สหรัฐฯ(EXCH) อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทย(RSET) อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง(HHS)

อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี(TGOV10) อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม(DMPI)และตัวแปรแทนมาตรการสำรอง 30 เปอร์เซ็นต์ของธนาคารแห่งประเทศไทย(DU1) ต่างก็มีคุณสมบัติ Stationary at Level(I(1)) ทุกตัว ณ ระดับนัยสำคัญร้อยละ 99 ดังผลการทดสอบ Stationary ที่แสดงไว้ตามตารางผนวกที่ 1- 8 ในภาคผนวก จึงสรุปได้ว่าตัวแปรที่นำมาใช้ทุกตัวมีความหยุดนิ่งของข้อมูลแล้ว ดังนั้น ตัวแปรทุกตัวสามารถอยู่ในแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษานี้ได้

4.2 ผลการทดสอบสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

จากตารางที่ 4.1 ที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่นำมาใช้ในการทดสอบ คือ อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาห์สหรัฐฯ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทย อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมและตัวแปรแทนมาตรการสำรอง 30 เปอร์เซ็นต์ ผลปรากฏว่าข้อมูลตัวแปรทุกตัวไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ข้อมูลที่นำมาใช้จึงสามารถนำไปใช้ทดสอบการประมาณค่าในแบบจำลองได้

ตารางที่ 4.1 สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

	INF	EXCH	RSET	HHS	TGOV10	DMPI	DU1
INF	1	-0.260589	-0.129965	0.120219	0.305017	-0.026028	-0.038673
EXCH	-0.260589	1	0.031615	-0.299482	0.055756	-0.029031	0.002646
RSET	-0.129965	0.031615	1	0.377121	-0.247524	-0.057285	-0.08684
HHS	0.120219	-0.299482	0.377121	1	-0.151297	-0.167869	0.014948
TGOV10	0.305017	0.055756	-0.247524	-0.151297	1	-0.055569	0.118407
DMPI	-0.026028	-0.029031	-0.057285	-0.167869	-0.055569	1	-0.014102
DU1	-0.038673	0.002646	-0.08684	0.014948	0.118407	-0.014102	1

4.3 ผลการทดสอบการประมาณค่าแบบจำลอง

หลังจากที่ได้ทำการทดสอบความหยุดนิ่งของตัวแปรที่นำมาทดสอบทุกตัวแล้วและได้ทำการทดสอบสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแล้ว จะทำการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระในแบบจำลองเพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์

$$BINV = a_0 - b_1INF + b_2EXCH + b_3RSET + b_4HHS - b_5TGOV10 + b_6MPI + b_7DU1 + e_1 \quad (4.1)$$

ผลการประมาณค่าแบบจำลองตามสมการ (4.1) โดยโปรแกรมสำเร็จรูป Eview ด้วยวิธี OLS ได้ผลการประมาณค่าแบบจำลองตามสมการดังนี้

$$BINV = 38.946 + \underset{9.269^{**}}{0.742}*INF - \underset{(8.743)^{**}}{0.847}*EXCH + \underset{2.810^{*}}{2.852}*RSET + \underset{1.437}{1.821}*HHS + \underset{0.482}{0.177}*TGOV10 + \underset{0.597}{2.870}*DMPI + \underset{0.033}{0.063}*DU1 \quad (4.2)$$

Adjusted R^2 = 0.671 F-Statistic = 22.152

Durbin Watson = 1.2926 *,** มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%, 99 %

จากสมการที่ 4.2 ผลการประมาณค่าแบบจำลองสมการ พบว่า แบบจำลองสามารถอธิบายข้อมูลมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ (BINV)ได้ถึงร้อยละ 67.1 โดยที่อัตราเงินเฟ้อและอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทยมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ส่วนอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาห์สหรัฐมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ส่วนตัวแปรอื่น ๆ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี อัตราการเปลี่ยนแปลงของผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและตัวแปรแทนมาตรการสำรอง 30 เปอร์เซ็นต์ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

อย่างไรก็ตาม พบว่า ค่า Durbin Watson statistic เท่ากับ 1.2926 หมายถึง แบบจำลองพบปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) ซึ่งค่าที่ได้ต่ำกว่าค่าในตารางสถิติซึ่งอยู่ระหว่าง d_L = 1.453 และค่า d_U = 1.831 จึงได้มีการแก้ปัญหาด้วยวิธี First order autoregressive ด้วยการแปลงข้อมูลโดยใช้ฟังก์ชัน AR(1) ของโปรแกรมสำเร็จรูป Eview ช่วยในการคำนวณ ซึ่งได้ผลการคำนวณแสดงโดยสมการต่อไปนี้

$$BINV = \underset{}{40.352} + \underset{6.795^{**}}{0.680}*INF - \underset{(6.269)^{**}}{0.863}*EXCH + \underset{2.584^{*}}{2.398}*RSET$$

$$+ \underset{0.983}{1.207}*HHS + \underset{0.116}{0.059}*TGOV10 + \underset{0.284}{1.048}*DMPI$$

$$+ \underset{0.27}{0.443}*DU1 \qquad (4.3)$$

Adjusted R^2 = 0.709 F-Statistic = 22.595

Durbin Watson = 1.854 *,** มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%, 99 %

ผลการประมาณค่าแบบจำลองหลังจากที่ได้แก้ไขปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) ผลปรากฏว่าได้ค่า Durbin Watson statistic เท่ากับ 1.854 ซึ่งมากกว่าขอบเขตบนจากตารางสถิติ อยู่ในช่วงที่สามารถสรุปได้ว่าไม่เกิดปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน

ก่อนที่นำผลที่ได้ไปใช้ในการอธิบายความสัมพันธ์ ในการศึกษาครั้งนี้จะทำการทดสอบผลของการประมาณค่าที่ได้ว่ามีคุณสมบัติของตัวประมาณค่าที่ดีหรือไม่ ซึ่งการทดสอบจะประกอบด้วย (1) การทดสอบปัญหา Multicollinearity (ปัญหาที่เกิดจากตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ในเชิงสถิติต่อกัน) โดยอาศัยการพิจารณาค่า VIF และค่า Tolerance (2) การทดสอบปัญหา Heteroscedasticity (ปัญหาที่เกิดจากตัวคลาดเคลื่อนมีความแปรปรวนไม่คงที่) โดยการทดสอบ White Heteroscedasticity Test โดยผลการทดสอบต่างๆ ดังกล่าวสามารถสรุปได้ดังนี้

- ผลจากการคำนวณหาค่า VIF และค่า Tolerance โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS ได้ผลดังตารางที่ 4.1 พบว่าค่า VIF ของตัวแปรทั้งหมดมีค่าอยู่ในระดับต่ำ หรือเข้าหาค่า 1 นอกจากนั้น ค่า Tolerance ที่ได้มีค่าเข้าใกล้ค่า 1 เช่นกัน ดังนั้น ตัวแปรอิสระทั้งหมดไม่เกิดปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.2 ค่า VIF และTolerance

	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
INF	.807	1.239
EXCH	.829	1.207
RSET	.784	1.276
HHS	.719	1.391
TGOV10	.819	1.221
DMPI	.958	1.043
DU1	.970	1.031

- ผลการทดสอบ White Heteroscedasticity จากตารางภาคผนวกที่ 10 พบว่า ค่า Probability ของ F-Statistic ที่คำนวณได้ มีค่ามากกว่า 0.05 นั่นคือ ยอมรับสมมติฐานหลักที่ว่า แบบจำลองไม่เกิดปัญหา Heteroscedasticity

ดังนั้น ผลการประมาณค่าแบบจำลองตามสมการ (4.3) มีคุณสมบัติของตัวประมาณค่าที่ดี ฉะนั้นจึงสามารถนำผลการประมาณค่าที่ได้จากสมการ (4.3) มาอธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ในแบบจำลองได้ดังนี้

อัตราเงินเฟ้อ (INF) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ซึ่งตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยเมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่แล้ว ถ้าอัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้มูลค่าการลงทุนเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.68

อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาห์สหรัฐ (EXCH) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยเมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่แล้ว ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาห์สหรัฐเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้มูลค่าการลงทุนลดลงร้อยละ 0.863 ทั้งนี้เนื่องจากในระยะสั้น นักลงต้องการลดความเสี่ยงเนื่องจากค่าเงินดอลลาห์ที่แข็งขึ้นและค่าเงินบาทที่อ่อนตัวลง ทำให้นักลงทุนลดปริมาณการลงทุนในหลักทรัพย์ไทยและถือเงินดอลลาห์แทน

อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทย (RSET) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่น ๆ คงที่แล้ว ถ้าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทยเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้มูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติเพิ่มขึ้นร้อยละ 2.398 ทั้งนี้เนื่องจาก เมื่อผลตอบแทนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น นักลงทุนก็จะเพิ่มปริมาณการลงทุน

อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง (HHS) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ณ ระดับความเชื่อมั่นต่าง ๆ ถึงแม้ว่าทิศทางความสัมพันธ์จะเป็นไปในทิศทางเดียวกันก็ตาม

อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี (TGOV10) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ณ ระดับความเชื่อมั่นต่าง ๆ และทิศทางความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้

อัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภาคอุตสาหกรรม (DMPI) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ณ ระดับความเชื่อมั่นต่าง ๆ ถึงแม้ว่าทิศทางความสัมพันธ์จะเป็นไปในทิศทางเดียวกันก็ตาม

ตัวแปรแทนมาตรการสำรอง 30 เปอร์เซ็นต์ (DU1) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ณ ระดับความเชื่อมั่นต่าง ๆ และทิศทางความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้

บทที่ 5
สรุปการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาตินั้นมีความสำคัญอย่างมากต่อภาคการเงินของประเทศ โดยในปี พ.ศ. 2549 มีสัดส่วนในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถึงร้อยละ 33.55 มูลค่าซื้อสุทธิเท่ากับ 83,445 ล้านบาท จากการศึกษายังพบว่านักลงทุนต่างชาติยังมีอิทธิพลต่อการกำหนดทิศทางการเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยมากที่สุด กล่าวคือเมื่อนักลงทุนต่างประเทศมีมูลค่าการลงทุนเป็นซื้อสุทธิจะทำให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ ยังพบว่าเมื่อใดที่นักลงทุนเทขายหุ้นและเคลื่อนย้ายเงินออกนอกประเทศจะส่งผลถึงการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศ ประเด็นปัญหาคือ จะทำอย่างไรให้เกิดการลงทุนในระยะยาวของนักลงทุนต่างชาติ ทั้งนี้จะเป็นประโยชน์ต่อระบบเศรษฐกิจไทยทั้งในปัจจุบันและอนาคต ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้ ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่น่าจะเป็นตัวกำหนดการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ซึ่งผลการศึกษาครั้งนี้ทำให้ทราบว่า ปัจจัยผลตอบแทนและปัจจัยอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาห์สหรัฐมีผลต่อปริมาณการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ โดยการศึกษาครั้งนี้สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ ได้ดังนี้

5.1 สรุปการศึกษา

จากการศึกษาพบว่า ปริมาณการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ไทยของนักลงทุนต่างชาติมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นถึงความต้องการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยที่สูงขึ้น โดยในปี พ.ศ. 2550 นักลงทุนต่างชาติมีปริมาณการซื้อขายทั้งสิ้น 2.7 ล้านล้านบาท เพิ่มขึ้นจาก 6.8 แสนล้านบาทในปี พ.ศ. 2544 และนักลงทุนต่างชาติมียอดซื้อสุทธิมากที่สุดถึง 118,650 ล้านบาท ในปี พ.ศ. 2548 ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศได้แก่ ปัจจัยทางการเมือง เช่น การเลือกตั้ง การประท้วงและความวุ่นวาย ปัญหาภาคใต้ ส่วนปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจได้แก่ อัตราการเจริญเติบโต อัตราการใช้กำลังการผลิต อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย ดัชนีราคาผู้บริโภค การลงทุนภาคเอกชนค่าเงินบาท นโยบายภาครัฐในการกระตุ้นเศรษฐกิจ การส่งออก ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้นโยบายภาครัฐ นโยบายการคลัง การจัดสรรงบประมาณ

รวมถึงมาตรการทางภาษี ก็มีความสำคัญในการนำมาพิจารณา ส่วนปัจจัยต่างประเทศ เช่น การแพร่ระบาดของโรคระบบทางเดินหายใจเฉียบพลัน(SARS) สงครามระหว่างสหรัฐฯกับอิรัก ในระดับจุลภาค นักลงทุนยังต้องวิเคราะห์บริษัท เช่น ปัจจัยผลประกอบการและอัตราปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียน นอกจากนี้ ความน่าอยู่ของเมือง เมื่อเปรียบเทียบกับเมืองอื่น ๆ ในภูมิภาคเดียวกันก็มีส่วนสำคัญในการดึงดูดนักลงทุนต่างชาติได้เช่นกัน

สำหรับผลการศึกษาปัจจัยกำหนดการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยวิธีวิเคราะห์เชิงปริมาณ สามารถสรุปได้ดังนี้

ผลการประมาณค่าแบบจำลองปัจจัยกำหนดการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ปี พ.ศ. 2544 – 2550) อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาห์สหรัฐและอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ไทยมีผลกระทบต่อมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ โดยที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยตลาดหลักทรัพย์ไทย (RSET) มีทิศทางความสัมพันธ์ในทางบวกต่อมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ส่วนอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาห์สหรัฐ (EXCH) ส่งผลในทางลบต่อมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ส่วนอัตราเงินเฟ้อ (INF) ที่มีทิศทางความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

สำหรับ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง (HHS) อัตราการเปลี่ยนแปลงของผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (DMPI) ไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ แม้ว่าจะมีทิศทางความสัมพันธ์ในทางบวกตามที่ได้ตั้งสมมติฐานไว้ก็ตาม ส่วนอัตราผลตอบแทนการลงทุนพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี (TGOV10) ไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติและมีทิศทางความสัมพันธ์ในทางบวก ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

สำหรับตัวแปรแทน (Dummy variable) ที่นำมาใช้คือ มาตรการสำรอง 30 เปอร์เซ็นต์ของธนาคารแห่งประเทศไทย (DU1) ไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติและมีทิศทางความสัมพันธ์ในทางบวก ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

5.2 อภิปรายผล

1.อัตราเงินเฟ้อ (INF) จากผลการประมาณค่าแบบจำลองพบว่าทิศทางความสัมพันธ์ของอัตราเงินเฟ้อกับมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ว่า ความสัมพันธ์กับตัวแปรทั้งสองน่าจะมีทิศทางที่ตรงกันข้าม เนื่องจากช่วงเวลาที่ทำการศึกษาอัตราเงินเฟ้ออยู่ในช่วง 2 – 6 เปอร์เซ็นต์ และอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับอัตราการเจริญเติบทางเศรษฐกิจซึ่งไม่ถือว่าสูงผิดปกติ อีกทั้งสาเหตุของเงินเฟ้อเกิดจากแรงดึงของอุปสงค์ (Demand Push) และแรงดึงของอุปทาน (Cost Push) ดังนั้นการสูงขึ้นอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นแต่ละครั้งอาจมีสาเหตุที่แตกต่างกันได้ อีกทั้งการพิจารณาการตัดสินใจของนักลงทุนต่างชาติอาจมิได้ดูจากดัชนีเศรษฐกิจเพียงตัวใดตัวหนึ่ง หากยังต้องพิจารณาปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์ด้านอื่น ๆ ประกอบในการพิจารณา

2. อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยเงินบาทต่อเงินดอลล่าห์สหรัฐอเมริกา (EXCH) จากผลการประมาณค่าแบบจำลองพบว่าทิศทางความสัมพันธ์ของอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาห์สหรัฐกับมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และไม่สอดคล้องกับ พิเชษฐ์ สิทธิสมบัติ (2525 -2538) ที่ได้ศึกษาไว้ว่า อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาห์สหรัฐฯไม่มีอิทธิพลต่อปริมาณการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ทั้งนี้เนื่องจากเมื่อค่าเงินดอลลาห์สหรัฐฯแข็งค่าขึ้น และค่าเงินบาทมีแนวโน้มลดต่ำลง นักลงทุนต่างชาติอาจทำการลดความเสี่ยงโดยการขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ไทยและแลกเป็นเงินดอลลาห์สหรัฐฯ หรืออาจเป็นช่วงที่นักลงทุนต่างชาติขายเพื่อทำกำไรหรือเพื่อนำเงินจากการขายหุ้นนำไปใช้เพื่อวัตถุประสงค์อื่น

3. อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (RSET) จากผลการประมาณค่าแบบจำลองพบว่าทิศทางความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติเป็นไปในทิศทางบวก เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ คือ ถ้าผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอัตราที่เพิ่มสูงขึ้น ก็จะทำให้ปริมาณเงินลงทุนของนักลงทุนต่างชาติเพิ่มขึ้นตาม เนื่องจากอัตราผลตอบแทนเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญที่สุดต่อนักลงทุนทั่วไป อนึ่ง ผลการศึกษาครั้งนี้ตรงกันข้ามการศึกษาของพิเชษฐ์ สิทธิสมบัติ (2525-2538) ที่สรุปไว้ว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทยไม่มีอิทธิพลต่อปริมาณเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ ทั้งนี้เนื่องจากข้อมูลปริมาณเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศที่นำมาใช้ศึกษาเป็นข้อมูลการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ จึงทำให้ผลสรุปที่ได้มีความแตกต่างกัน

4. อัตราผลตอบแทนของการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี (TGOV10) จากผลการประมาณค่าแบบจำลองพบว่าทิศทางความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี กับมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติเป็นไปในทิศทางบวก ซึ่งตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ เนื่องจากพฤติกรรมที่มีต่อความเสี่ยงของนักลงทุนที่ลงทุนในตราสารทุนและตราสารหนี้แตกต่างกัน นักลงทุนที่ชอบความเสี่ยงสูงจะลงทุนในตราสารทุน ส่วนนักลงทุนที่นิยมความเสี่ยงต่ำจะลงทุนในตราสารหนี้ ดังนั้น นักลงทุนในตราสารหนี้และนักลงทุนในหลักทรัพย์จึงเป็นคนละกลุ่มและไม่มีความสัมพันธ์กัน อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี ไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ไทย

5. อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง (HSS) จากผลการประมาณค่าแบบจำลองพบว่าทิศทางความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง กับมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติเป็นไปในทิศทางบวก ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ แสดงให้เห็นว่า การขึ้นลงของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศในเอเชีย เช่น ฮ่องกง มีทิศทางความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกันกับมูลค่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย

6. มาตรการสำรอง 30 เปอร์เซ็นต์ของธนาคารแห่งประเทศไทย (DU1) จากผลการประมาณค่าแบบจำลองพบว่าทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรแทนมาตรการสำรอง 30 เปอร์เซ็นต์กับมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติเป็นไปในทิศทางบวก ซึ่งตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ถึงแม้ว่า ณ วันที่ประกาศใช้มาตรการสำรอง 30 เปอร์เซ็นต์ในวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2549 ทำให้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ไทยลดฮวบอย่างแรงมากกว่า 100 จุด แต่หลังจากนั้นไม่นานก็ได้มีการผ่อนปรนให้บังคับใช้เฉพาะเงินที่นำมาลงทุนในตราสารหนี้เท่านั้น มาตรการนี้จึงมีผลในระยะสั้นและมีผลกระทบอย่างมากกับนักลงทุนหน้าใหม่ที่จะเข้ามาลงทุน ส่วนนักลงทุนเก่าจะได้รับผลกระทบเพียงเล็กน้อย ดังนั้นผลกระทบของมาตรการนี้จึงไม่มีผลกระทบในระยะยาวต่อมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติแต่อย่างใด

5.3 ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาปัจจัยกำหนดการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดังกล่าว ทำให้ได้ข้อสรุปถึงปัจจัยบางตัวที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย

3.1 เนื่องจากปัจจัยผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ไทยเป็นตัวแปรที่เด่นชัดที่สุดที่นักลงทุนพิจารณาตัดสินใจลงทุน ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์ไทยควรมีมาตรการในการตรวจสอบบริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนให้มีความโปร่งใส มีประสิทธิภาพและมีมาตรฐานสูงในการตรวจสอบ เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนเป็นบริษัทที่น่าเชื่อถือ มีความน่าสนใจที่จะเข้ามาลงทุน

3.2 รัฐบาจควรมาตรการจูงใจให้บริษัทขนาดใหญ่ พื้นฐานดี รวมถึงรัฐวิสาหกิจที่แปรรูปเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น เช่น มาตรการลดหย่อนภาษี ซึ่งจะทำให้เกิดความน่าสนใจเข้ามาลงทุน รวมถึงสร้างความหลากหลายและเป็นทางเลือกให้แก่ผู้ลงทุนมากขึ้น

3.3 รัฐบาลควรต้องมีความชัดเจนในนโยบายทางเศรษฐกิจ มีความโปร่งใส ซื่อสัตย์ และสอดคล้องกับนโยบายของประเทศ เพื่อให้นักลงทุนเกิดความมั่นใจและมองเห็นแนวโน้มความก้าวหน้าทางเศรษฐกิจของประเทศ

3.4 นอกจากนี้ คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) ควรพิจารณาเรื่องระเบียบปฏิบัติหรือขั้นตอนของนักลงทุนต่างชาติที่เข้ามาทำธุรกรรมในประเทศไทยให้มีความสะดวกเพื่อไม่ให้เป็นอุปสรรคต่อนักลงทุน รวมถึงพิจารณาเรื่องการเก็บภาษีเพื่อไม่ให้เกิดความซ้ำซ้อน

3.5 รัฐบาลควรดำเนินมาตรการสร้างเสถียรภาพให้ค่าเงินบาท และลดการแทรกแซงค่าเงิน เนื่องจากว่า ถ้าค่าเงินบาทมีเสถียรภาพ นักลงทุนก็จะสนใจเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น

บรรณานุกรม

บรรณานุกรม

รัตนา สายคณิต (2544) มหาเศรษฐศาสตร์วิเคราะห์ : จากทฤษฎีสู่นโยบาย. พิมพ์ครั้งที่ 4 กรุงเทพมหานคร โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

เกษร หอมขจร (2537) ทฤษฎีการค้าระหว่างประเทศ. กรุงเทพมหานคร โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ศิริชัย พงษ์วิชัย (2546) การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติด้วยคอมพิวเตอร์. พิมพ์ครั้งที่ 12 กรุงเทพมหานคร โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

อรรฆย์คณา แย้มนวล (2544) "ปัญหาเกี่ยวกับตัวคลาดเคลื่อน" ในประมวลสาระชุดวิชาการวิเคราะห์เชิงปริมาณสำหรับนักเศรษฐศาสตร์ หน่วยที่ 12 หน้า 1-73 นนทบุรี มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

ศูนย์ศึกษาและพัฒนาตลาดทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย), "การลงทุนต่างประเทศในกระดาษพิเศษ (ต่างประเทศ): หลักฐานเบื้องต้น," ความรู้นักเศรษฐศาสตร์ไทยปี/2532 (2532) : 230-262

จารุกร เรืองสุวรรณ (2535) "ปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ไทย" คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสาตร์

พิเชษฐ์ สิทธิสมบัติ (2540) "ลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย" บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

เยาวลักษณ์ อรุณมีศรี (2534) "การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย" วิทยานิพนธ์ วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต(เศรษฐศาสตร์) มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

ธนิดา กาญจนพันธ์ (2535) "ผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจต่อราคาหุ้นของไทย" กรุงเทพฯ : จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ชุษยา รัตนาพาณิชย์ (2545) "ปัจจัยกำหนดการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติ" วิทยานิพนธ์ เศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยรามคำแหง

ณรงค์ ชวนใช้ (2540) "ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย" บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

บัณฑิต ชัยวิชญชาติ (2539) "ลักษณะและปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย" บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ศรีสุดา จิระคุณสวัสดิ์ (2534) "ผลกระทบของเงินทุนจากต่างประเทศต่อการออมภายในประเทศและปัจจัยที่มีผลกระทบต่อเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศของประเทศไทย" วิทยานิพนธ์ปริญญาโท มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

สิริลักษณา คอมันตร์ และเพลินพิศ สัตย์สงวน (2534) "Foreign Portfolio Investment: A Theoretical Perspective" กรุงเทพฯ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

โกเมน หิรัญกุล และ บุณรัตน์ พรวงศ์ทอง (2539) "การความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ" วารสารพัฒนบริหารศาสตร์. 36(ตุลาคม-ธันวาคม): 103-104.

ธนาคารแห่งประเทศไทย เครื่องชี้วัดภาวะเศรษฐกิจที่สำคัญ, เครื่องชี้วัดเศรษฐกิจมหภาคไทยและภาคเศรษฐกิจจริง สาระสังเขปออนไลน์ จาก http://www.bot.or.th/bothomepsge/databank/Econdata/Econdata.html

ห้องสมุดมารวย Digital Files, Fact Book 2544-2550 สาระสังเขปออนไลน์ จาก http://www.set.or.th/th/products/publications/fact_book.html

ดร. โชติชัย สุวรรณภรณ์ (2550) "คำถามยอดฮิตของนักลงทุน" บทความทางวิชาการ สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง สาระสังเขปออนไลน์ จาก http://www.fpo.go.th/content.php?action=view&section=3100000000&id=19690

ไพบูลย์ เสรีวัฒนา (2533) "คำบรรยายวิชาการทิศทางตลาดหุ้นไทย ปี 2534" คณะเศรษฐศาสตร์และบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

Damodar N. Gujarati (1995) "Basic Econometrics" 3rd ed.,

Leo, G.(1995) "Investment in Emerging Stock".The Journal of Portfolio Management. (Spring 1994) : 141-142.

Markowitz, H.M. (1970) "Portfolio Selection Efficient Diversification of Investment, Culves Foundation for Research in Economics at Yale University.

Nurkes, R.(1992) "Games and Effects of Capital Movements, in Dumming". p.98-108. J.C. International investment. Middlesess: Penguin Book Ltd.

Nongnuch Soonthornchawakan, The Determinants of Foreign Portfolio Investment in Thailand. Thesis for Master Economics, Faculty of Economics Thammasat University, 1990

ภาคผนวก ก

ผลการทดสอบ

ตารางผนวกที่ 1 ผลการทดสอบ Stationary at Level ของข้อมูลปริมาณการซื้อหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติ รายเดือน พ.ศ. 2541 – 2550

Null Hypothesis: D(BINV) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-8.759563	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.513344	
	5% level	-2.897678	
	10% level	-2.586103	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(BINV,2)
Method: Least Squares
Date: 07/20/08 Time: 14:02
Sample (adjusted): 2001M04 2007M12
Included observations: 81 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(BINV(-1))	-1.568780	0.179093	-8.759563	0.0000
D(BINV(-1),2)	0.257508	0.113402	2.270747	0.0259
C	1264.729	3280.731	0.385502	0.7009

R-squared	0.642231	Mean dependent var	-362.3568
Adjusted R-squared	0.633057	S.D. dependent var	48641.40
S.E. of regression	29464.92	Akaike info criterion	23.45612
Sum squared resid	6.77E+10	Schwarz criterion	23.54481
Log likelihood	-946.9729	F-statistic	70.00883
Durbin-Watson stat	2.066721	Prob(F-statistic)	0.000000

ตารางผนวกที่ 2 ผลการทดสอบ Stationary at Level ของข้อมูลอัตราเงินเฟ้อ รายเดือน พ.ศ. 2541 – 2550

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-7.652688	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.512290	
	5% level	-2.897223	
	10% level	-2.585861	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INF,2)
Method: Least Squares
Date: 07/20/08 Time: 13:34
Sample (adjusted): 2001M03 2007M12
Included observations: 82 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-0.845296	0.110457	-7.652688	0.0000
C	0.017524	0.053268	0.328988	0.7430

R-squared	0.422648	Mean dependent var	5.42E-18
Adjusted R-squared	0.415431	S.D. dependent var	0.630305
S.E. of regression	0.481913	Akaike info criterion	1.401980
Sum squared resid	18.57919	Schwarz criterion	1.460681
Log likelihood	-55.48120	F-statistic	58.56363
Durbin-Watson stat	1.999523	Prob(F-statistic)	0.000000

ตารางผนวกที่ 3 ผลการทดสอบ Stationary at Level ของข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาห์สหรัฐฯ รายเดือน พ.ศ. 2541 – 2550

Null Hypothesis: D(EXCH) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.769645	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.512290	
	5% level	-2.897223	
	10% level	-2.585861	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(EXCH,2)
Method: Least Squares
Date: 07/20/08 Time: 13:35
Sample (adjusted): 2001M03 2007M12
Included observations: 82 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EXCH(-1))	-0.725936	0.107234	-6.769645	0.0000
C	-0.078091	0.062195	-1.255582	0.2129

R-squared	0.364212	Mean dependent var	0.003660
Adjusted R-squared	0.356265	S.D. dependent var	0.688592
S.E. of regression	0.552479	Akaike info criterion	1.675284
Sum squared resid	24.41862	Schwarz criterion	1.733985
Log likelihood	-66.68666	F-statistic	45.82809
Durbin-Watson stat	1.821143	Prob(F-statistic)	0.000000

ตารางผนวกที่ 4 ผลการทดสอบ Stationary at Level ของข้อมูลอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยตลาดหลักทรัพย์ไทย รายเดือน พ.ศ. 2541 – 2550

Null Hypothesis: D(RSET) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-12.71534	0.0001
Test critical values:	1% level	-3.513344	
	5% level	-2.897678	
	10% level	-2.586103	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RSET,2)
Method: Least Squares
Date: 07/20/08 Time: 13:35
Sample (adjusted): 2001M04 2007M12
Included observations: 81 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RSET(-1))	-2.173064	0.170901	-12.71534	0.0000
D(RSET(-1),2)	0.370390	0.096049	3.856275	0.0002
C	0.001846	0.036387	0.050736	0.9597

R-squared	0.830781	Mean dependent var	0.009520
Adjusted R-squared	0.826442	S.D. dependent var	0.785779
S.E. of regression	0.327357	Akaike info criterion	0.640806
Sum squared resid	8.358705	Schwarz criterion	0.729489
Log likelihood	-22.95262	F-statistic	191.4710
Durbin-Watson stat	2.153444	Prob(F-statistic)	0.000000

ตารางผนวกที่ 5 ผลการทดสอบ Stationary at Level ของข้อมูลอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง รายเดือน พ.ศ. 2541 – 2550

Null Hypothesis: D(HHS) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-11.08092	0.0001
Test critical values:	1% level	-3.513344	
	5% level	-2.897678	
	10% level	-2.586103	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(HHS,2)
Method: Least Squares
Date: 07/20/08 Time: 13:36
Sample (adjusted): 2001M04 2007M12
Included observations: 81 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(HHS(-1))	-1.942825	0.175331	-11.08092	0.0000
D(HHS(-1),2)	0.441831	0.110485	3.999008	0.0001
C	0.012317	0.031822	0.387069	0.6998

R-squared	0.733276	Mean dependent var	0.005749
Adjusted R-squared	0.726436	S.D. dependent var	0.547010
S.E. of regression	0.286104	Akaike info criterion	0.371411
Sum squared resid	6.384732	Schwarz criterion	0.460095
Log likelihood	-12.04216	F-statistic	107.2183
Durbin-Watson stat	1.978558	Prob(F-statistic)	0.000000

ตารางผนวกที่ 6 ผลการทดสอบ Stationary at Level ของข้อมูลอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะ 10 ปี รายเดือน พ.ศ. 2541 – 2550

Null Hypothesis: D(TGOV10) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.930933	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.512290	
	5% level	-2.897223	
	10% level	-2.585861	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TGOV10,2)
Method: Least Squares
Date: 07/20/08 Time: 13:36
Sample (adjusted): 2001M03 2007M12
Included observations: 82 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TGOV10(-1))	-0.696663	0.100515	-6.930933	0.0000
C	0.013314	0.036050	0.369311	0.7129

R-squared	0.375185	Mean dependent var	0.012213
Adjusted R-squared	0.367374	S.D. dependent var	0.410431
S.E. of regression	0.326447	Akaike info criterion	0.622991
Sum squared resid	8.525427	Schwarz criterion	0.681692
Log likelihood	-23.54265	F-statistic	48.03783
Durbin-Watson stat	1.507713	Prob(F-statistic)	0.000000

ตารางผนวกที่ 7 ผลการทดสอบ Stationary at Level ของข้อมูลอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม รายเดือน พ.ศ. 2541 – 2550

Null Hypothesis: D(DMPI) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 11 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-7.054924	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.525618	
	5% level	-2.902953	
	10% level	-2.588902	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DMPI,2)
Method: Least Squares
Date: 07/20/08 Time: 13:37
Sample (adjusted): 2002M02 2007M12
Included observations: 71 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DMPI(-1))	-19.86634	2.815955	-7.054924	0.0000
D(DMPI(-1),2)	17.21071	2.740811	6.279420	0.0000
D(DMPI(-2),2)	15.43495	2.604055	5.927278	0.0000
D(DMPI(-3),2)	13.59008	2.401659	5.658621	0.0000
D(DMPI(-4),2)	11.55990	2.144409	5.390715	0.0000
D(DMPI(-5),2)	9.491244	1.843766	5.147750	0.0000
D(DMPI(-6),2)	7.549210	1.517183	4.975809	0.0000
D(DMPI(-7),2)	5.704149	1.183556	4.819501	0.0000
D(DMPI(-8),2)	4.013061	0.860429	4.664026	0.0000
D(DMPI(-9),2)	2.603040	0.565545	4.602712	0.0000
D(DMPI(-10),2)	1.433271	0.310927	4.609667	0.0000
D(DMPI(-11),2)	0.362043	0.119937	3.018608	0.0038
C	0.002574	0.003880	0.663407	0.5097

R-squared	0.979375	Mean dependent var	-4.37E-05
Adjusted R-squared	0.975107	S.D. dependent var	0.206122
S.E. of regression	0.032521	Akaike info criterion	-3.849928
Sum squared resid	0.061340	Schwarz criterion	-3.435634
Log likelihood	149.6724	F-statistic	229.5072
Durbin-Watson stat	2.072420	Prob(F-statistic)	0.000000

ตารางผนวกที่ 8 ผลการทดสอบ Stationary at Level ของข้อมูลตัวแปรแทนของมาตรการ 30 เปอร์เซ็นต์ พ.ศ. 2541 – 2550

Null Hypothesis: D(DU1) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-10.81665	0.0001
Test critical values:	1% level	-3.513344	
	5% level	-2.897678	
	10% level	-2.586103	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DU1,2)
Method: Least Squares
Date: 07/20/08 Time: 13:37
Sample (adjusted): 2001M04 2007M12
Included observations: 81 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DU1(-1))	-2.000000	0.184900	-10.81665	0.0000
D(DU1(-1),2)	0.333333	0.106752	3.122499	0.0025
C	0.000000	0.020544	0.000000	1.0000

R-squared	0.777778	Mean dependent var	0.000000
Adjusted R-squared	0.772080	S.D. dependent var	0.387298
S.E. of regression	0.184900	Akaike info criterion	-0.501669
Sum squared resid	2.666667	Schwarz criterion	-0.412985
Log likelihood	23.31758	F-statistic	136.5000
Durbin-Watson stat	2.166667	Prob(F-statistic)	0.000000

ตารางผนวกที่ 9 ผลการประมาณการแบบจำลองความสัมพันธ์ของสมการปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ไทย

Dependent Variable: BINV1
Method: Least Squares
Date: 08/06/08 Time: 16:48
Sample (adjusted): 2001M02 2007M12
Included observations: 83 after adjustments
Convergence achieved after 13 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	40.35244	5.938450	6.795114	0.0000
INF	0.680386	0.275841	2.466585	0.0160
EXCH	-0.863612	0.137755	-6.269191	0.0000
RSET	2.398118	0.928048	2.584045	0.0117
HHS	1.207115	1.227213	0.983623	0.3285
TGOV10	0.059344	0.508034	0.116810	0.9073
DMPI	1.048009	3.677636	0.284968	0.7765
DU1	0.443172	1.638490	0.270476	0.7875
AR(1)	0.376841	0.115560	3.261008	0.0017

R-squared	0.709537	Mean dependent var	7.913170
Adjusted R-squared	0.678136	S.D. dependent var	4.325015
S.E. of regression	2.453715	Akaike info criterion	4.735175
Sum squared resid	445.5331	Schwarz criterion	4.997459
Log likelihood	-187.5098	F-statistic	22.59571
Durbin-Watson stat	1.854313	Prob(F-statistic)	0.000000

Inverted AR Roots	.38

ตารางผนวกที่ 10 ผลการทดสอบ Heteroscedasticity ของสมการสมการปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ไทย

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.049451	Probability	0.416675
Obs*R-squared	13.70182	Probability	0.395173

ภาคผนวก ข

ข้อมูลที่ใช้ทดสอบ

Month	BINV1	INF	EXCH	RSET	TGOV10	HHS	DMPI	DU1
2001/1	4.94	1.3	43.12	1.04	5.02	-0.33	-0.03	0
2001/2	2.12	1.5	42.64	-0.11	4.00	-0.42	0.02	0
2001/3	2.23	1.4	43.90	-0.48	4.96	-0.65	0.08	0
2001/4	1.49	2.6	45.46	0.18	5.17	0.31	-0.14	0
2001/5	2.32	2.8	45.48	0.17	5.36	-0.06	0.07	0
2001/6	2.37	2.3	45.24	0.20	6.01	-0.04	0.03	0
2001/7	1.72	2.2	45.62	-0.39	6.17	-0.31	-0.04	0
2001/8	2.86	1.4	44.90	0.56	6.48	-0.45	0.02	0
2001/9	2.28	1.4	44.33	-0.96	6.30	-0.49	0.01	0
2001/10	1.69	1.4	44.72	-0.02	5.85	0.09	0.02	0
2001/11	2.77	1	44.41	0.44	5.25	0.52	-0.03	0
2001/12	2.27	0.8	43.91	0.03	5.01	0.09	0.00	0
2002/1	5.82	0.8	44.02	0.53	4.77	-0.28	0.01	0
2002/2	5.48	0.3	43.82	0.48	4.91	-0.13	0.02	0
2002/3	4.70	0.6	43.39	0.04	5.59	0.26	0.14	0
2002/4	4.10	0.4	43.42	-0.03	5.84	0.21	-0.13	0
2002/5	5.70	0.1	42.79	0.48	5.48	-0.08	0.09	0
2002/6	4.49	0.2	42.15	-0.22	5.45	-0.32	-0.02	0
2002/7	3.17	0.1	41.20	-0.15	5.12	-0.13	-0.02	0
2002/8	3.22	0.3	42.18	-0.19	4.75	-0.09	0.05	0
2002/9	2.25	0.4	42.82	-0.40	4.23	-0.48	0.00	0
2002/10	3.31	1.4	43.66	0.34	4.00	0.20	0.04	0
2002/11	2.80	1.2	43.32	0.11	3.71	0.31	0.03	0
2002/12	1.89	1.6	43.28	-0.13	3.69	-0.38	-0.04	0
2003/1	4.84	2.2	42.77	0.18	3.36	-0.04	0.07	0
2003/2	3.27	1.9	42.88	-0.12	3.30	-0.06	-0.03	0
2003/3	3.22	1.7	42.75	0.05	3.34	-0.25	0.14	0
2003/4	3.38	1.6	42.88	0.15	3.33	0.06	-0.09	0
2003/5	5.12	1.9	42.15	0.40	3.01	0.41	0.02	0
2003/6	7.32	1.7	41.65	0.65	2.57	0.05	-0.01	0
2003/7	8.00	1.8	41.78	0.24	2.58	0.26	-0.01	0
2003/8	7.99	2.2	41.67	0.53	2.89	0.36	-0.02	0
2003/9	8.57	1.7	40.50	0.34	3.35	0.14	0.06	0
2003/10	10.67	1.2	39.73	0.46	3.97	0.38	0.05	0
2003/11	8.82	1.8	39.90	0.07	4.79	0.06	-0.04	0
2003/12	10.88	1.8	39.71	0.86	4.96	0.10	0.09	0
2004/1	12.44	1.2	39.09	-0.48	4.97	0.30	-0.01	0
2004/2	11.33	2.2	39.10	0.15	4.57	0.23	0.01	0
2004/3	9.40	2.3	39.45	-0.45	4.18	-0.40	0.05	0

2004/4	9.18	2.5	39.44	0.03	4.70	-0.29	-0.09	0
2004/5	7.26	2.4	40.57	-0.03	4.99	0.12	0.03	0
2004/6	6.39	3	40.80	0.05	5.13	0.04	0.00	0
2004/7	6.59	3.1	40.94	-0.07	5.11	-0.01	0.01	0
2004/8	5.48	3.1	41.50	-0.09	5.06	0.23	-0.04	0
2004/9	9.57	3.6	41.47	0.15	4.86	0.10	0.09	0
2004/10	9.08	3.5	41.31	-0.11	4.92	-0.02	0.01	0
2004/11	10.04	3	40.34	0.21	5.00	0.34	-0.01	0
2004/12	9.57	2.9	39.22	0.09	4.86	0.06	0.05	0
2005/1	15.62	2.7	38.75	0.25	4.89	-0.17	-0.04	0
2005/2	12.88	2.5	38.48	0.29	4.84	0.20	-0.03	0
2005/3	10.32	3.2	38.61	-0.36	4.68	-0.23	0.15	0
2005/4	6.85	3.6	39.53	-0.19	4.51	0.15	-0.11	0
2005/5	7.55	3.7	39.84	0.07	4.28	-0.01	0.04	0
2005/6	9.31	3.8	40.92	0.06	4.06	0.11	0.03	0
2005/7	9.78	5.3	41.76	0.01	4.39	0.24	-0.03	0
2005/8	11.02	5.6	41.19	0.15	4.92	0.01	0.01	0
2005/9	11.39	6	41.05	0.17	5.17	0.17	0.06	0
2005/10	6.77	6.2	40.91	-0.29	6.08	-0.34	-0.02	0
2005/11	7.80	5.9	41.12	-0.10	6.40	0.17	-0.01	0
2005/12	9.07	5.8	41.07	0.34	5.80	-0.02	0.03	0
2006/1	21.80	5.9	39.62	0.32	5.50	0.30	-0.04	0
2006/2	13.39	5.6	39.41	-0.13	5.46	0.05	0.04	0
2006/3	11.26	5.7	38.98	-0.06	5.36	-0.03	0.12	0
2006/4	13.52	6	37.99	0.30	5.71	0.31	-0.16	0
2006/5	9.40	6.2	38.01	-0.39	5.51	-0.24	0.09	0
2006/6	7.77	5.9	38.35	-0.21	5.59	0.12	0.01	0
2006/7	7.51	4.4	38.00	0.10	5.61	0.21	-0.04	0
2006/8	8.06	3.8	37.64	0.00	5.46	0.11	0.03	0
2006/9	12.24	2.7	37.43	-0.03	5.21	0.04	0.03	0
2006/10	10.17	2.8	37.34	0.25	5.18	0.22	-0.02	0
2006/11	12.77	3.5	36.54	0.11	4.99	0.16	0.01	0
2006/12	10.31	3.5	35.83	-0.34	5.04	0.28	0.02	0
2007/1	12.55	3	35.97	-0.17	5.02	0.04	-0.01	1
2007/2	10.02	2.3	35.74	0.18	4.63	-0.12	0.00	0
2007/3	8.25	2	35.06	-0.02	4.29	0.04	0.11	0
2007/4	7.60	1.8	34.87	0.21	4.05	0.15	-0.14	0
2007/5	12.60	1.9	34.62	0.27	3.70	0.08	0.09	0
2007/6	15.49	1.9	34.58	0.26	4.32	0.29	-0.01	0
2007/7	21.19	1.7	33.71	0.49	4.60	0.31	-0.01	0
2007/8	10.20	1.1	34.20	-0.23	4.74	0.17	0.05	0
2007/9	9.69	2.1	34.26	0.20	4.67	0.66	0.02	0

2007/10	16.04	2.5	34.17	0.33	4.86	0.71	0.02	0
2007/11	9.99	3	33.88	-0.31	5.14	-0.37	0.01	0
2007/12	7.17	3.2	33.70	0.09	5.13	-0.14	0.01	0

ธนาคารแห่งประเทศไทย

18 ธันวาคม 2549

เรียน ผู้จัดการ

ธนาคารพาณิชย์ทุกธนาคาร*
ธนาคารเพื่อการส่งออกและนำเข้าแห่งประเทศไทย
ธนาคารอิสลามแห่งประเทศไทย
ธนาคารออมสิน
ธนาคารพัฒนาวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมแห่งประเทศไทย

ที่ ฝกช. (02) ว. 70 /2549 เรื่อง การออกประกาศเจ้าพนักงานควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินและหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับเงินสำรอง

ด้วยเจ้าพนักงานควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินได้ออกประกาศ เรื่อง การกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับการแลกเปลี่ยนเงิน (ฉบับที่ 6) ลงวันที่ 18 ธันวาคม 2549 กำหนดหลักเกณฑ์ และวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับการกันเงินตราต่างประเทศที่นิติบุคคลรับอนุญาตรับซื้อหรือแลกเปลี่ยนเป็นเงินบาท ในลักษณะของเงินสำรอง และการคืนเงินสำรองที่นิติบุคคลรับอนุญาตได้กันไว้ พร้อมกำหนดรายละเอียดและวิธีปฏิบัติซึ่งได้แนบมาพร้อมนี้ด้วยแล้ว โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อดูแลเงินนำเข้าระยะสั้นจากต่างประเทศ ไม่ให้กระทบต่อเสถียรภาพเงินบาท และป้องกันการเก็งกำไรในค่าเงินบาท

จึงเรียนมาเพื่อทราบและถือปฏิบัติโดยเคร่งครัด

ขอแสดงความนับถือ

(นางสาวนิดยา พิบูลย์รัตนกิจ)
เจ้าพนักงานควบคุมการแลกเปลี่ยนเงิน

สิ่งที่ส่งมาด้วย 1. ประกาศเจ้าพนักงานควบคุมการแลกเปลี่ยนเงิน เรื่อง การกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับการแลกเปลี่ยนเงิน (ฉบับที่ 6) ลงวันที่ 18 ธันวาคม 2549
2. หลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับเงินสำรอง

ฝ่ายกำกับการแลกเปลี่ยนเงินและสินเชื่อ
สายตลาดการเงิน
โทรศัพท์ 0-2356-7345-6
โทรสาร 0-2356-7945

หมายเหตุ: มีการจัดประชุมชี้แจงในวันที่ 18 ธันวาคม 2549 เวลา 16.30 น. ณ ห้องประชุมอาคาร 3 ชั้น 7
*ไม่รวมสำนักงานวิเทศธนกิจ

วิสัยทัศน์ เป็นองค์กรที่สังคมเชื่อถือและศรัทธา
www.bot.or.th บริการข้อมูลอัตโนมัติ 24 ชั่วโมง โทร. 0 - 2283 - 6789

ธนาคารแห่งประเทศไทย

ประกาศเจ้าพนักงานควบคุมการแลกเปลี่ยนเงิน
เรื่อง การกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับการแลกเปลี่ยนเงิน
(ฉบับที่ ๖)

อาศัยอำนาจตามความในข้อ ๓ แห่งประกาศกระทรวงการคลัง เรื่อง คำสั่งรัฐมนตรีให้ไว้แก่ตัวแทนรับอนุญาต ลงวันที่ ๓๑ มีนาคม พ.ศ. ๒๕๔๗ เจ้าพนักงานออกประกาศไว้ดังต่อไปนี้

ข้อ ๑ ในการรับซื้อหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นเงินบาทจากบุคคลใด ให้นิติบุคคลรับอนุญาตถือปฏิบัติดังต่อไปนี้

(๑) ให้นิติบุคคลรับอนุญาตทำความตกลงกับบุคคลที่นำเงินตราต่างประเทศมาขายหรือแลกเปลี่ยนเป็นเงินบาทเพื่อตกลงยินยอมให้นิติบุคคลรับอนุญาตกันเงินสำรองไว้ในอัตราร้อยละ ๓๐ ตามแบบที่กำหนด ยกเว้นในกรณีดังต่อไปนี้

(ก) เงินตราต่างประเทศที่มีจำนวนต่ำกว่า ๒๐,๐๐๐ ดอลลาร์สหรัฐอเมริกาหรือเทียบเท่าตามอัตราตลาด

(ข) เงินตราต่างประเทศที่เป็นค่าสินค้า เงินบริการ หรือเงินทุนที่บุคคลในประเทศรับคืนจากต่างประเทศ ให้นิติบุคคลรับอนุญาตเรียกให้ผู้ขายหรือผู้แลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศแสดงเอกสารหลักฐานโดยนำความในข้อ ๑๕ ของประกาศเจ้าพนักงานควบคุมการแลกเปลี่ยนเงิน เรื่อง การกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับการแลกเปลี่ยนเงิน ลงวันที่ ๓๑ มีนาคม ๒๕๔๗ มาใช้บังคับโดยอนุโลม และเมื่อนิติบุคคลรับอนุญาตตรวจสอบจนเป็นที่พอใจว่าเอกสารหลักฐานนั้นแท้จริงและถูกต้อง และเงินตราต่างประเทศดังกล่าวเป็นค่าสินค้า เงินบริการ หรือเงินทุนตามที่กำหนดจริง ให้นิติบุคคลรับอนุญาตรับซื้อหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศดังกล่าวเป็นเงินบาทโดยไม่ต้องทำความตกลงยินยอมเพื่อกันเงินสำรองตามที่กำหนด

(ค) เงินตราต่างประเทศซึ่งเป็นเงินสำรองดังกล่าวข้างต้นที่บุคคลในประเทศได้รับคืนจากนิติบุคคลรับอนุญาตในภายหลัง

(ง) เงินตราต่างประเทศซึ่งเป็นเงินสำรองดังกล่าวข้างต้นที่บุคคลที่มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศได้รับคืนจากนิติบุคคลรับอนุญาตในภายหลังและขอขายให้แก่นิติบุคคลรับอนุญาตนั้น

(จ) เงินตราต่างประเทศที่ได้รับอนุญาตจากเจ้าพนักงานเป็นรายกรณี

(๒) จัดให้มีหลักฐานการกันเงินสำรองตามความตกลงยินยอมมอบให้แก่ผู้ขายหรือผู้แลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ทั้งนี้ ให้จัดเก็บความตกลงยินยอมและสำเนาหลักฐานการกันเงินสำรองไว้ที่นิติบุคคลรับอนุญาตเพื่อให้เจ้าพนักงานตรวจสอบเมื่อต้องการ

วิสัยทัศน์ เป็นองค์กรที่สังคมเชื่อถือและศรัทธา
www.bot.or.th บริการข้อมูลอัตโนมัติ 24 ชั่วโมง โทร. 0 - 2283 - 6789

(๓) จัดทำรายงานเงินสำรองตามแบบและวิธีการที่กำหนดเพื่อส่งให้เจ้าพนักงานภายในวันที่ ๕ ของเดือนถัดไป

(๔) รับซื้อหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นเงินบาทในส่วนที่เหลือจากการกันเงินสำรองตามความตกลงยินยอมของผู้ขายหรือผู้แลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ โดยให้ผู้ขายหรือผู้แลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศยื่นแบบการทำธุรกรรมเงินตราต่างประเทศและปฏิบัติเกี่ยวกับเอกสารหลักฐานและการรายงานการรับซื้อหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศตามที่กำหนดในข้อ ๔๔ ถึง ๔๗ ของประกาศเจ้าพนักงานควบคุมการแลกเปลี่ยนเงิน เรื่อง หลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับการแลกเปลี่ยนเงิน ลงวันที่ ๓๑ มีนาคม ๒๕๔๗ รวมทั้งประทับตราและลงลายมือชื่อรับรองว่าได้มีการกันเงินสำรองไว้แล้วบนแบบการทำธุรกรรมเงินตราต่างประเทศด้วย

ข้อ ๒ นิติบุคคลรับอนุญาตต้องจัดเก็บเงินสำรองตามวิธีการที่กำหนด รวบรวมและนำส่งเงินสำรองดังกล่าวให้แก่ธนาคารแห่งประเทศไทยในวันที่ ๗ ของเดือนถัดไปตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่กำหนด

ข้อ ๓ เมื่อบุคคลใดประสงค์จะรับเงินสำรองคืน ให้นิติบุคคลรับอนุญาตถือปฏิบัติดังต่อไปนี้

(๑) ในกรณีที่รับเงินสำรองคืน เมื่อครบกำหนด ๑ ปี นับแต่วันที่นิติบุคคลรับอนุญาตซื้อหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นเงินบาท ให้นิติบุคคลรับอนุญาตขอให้ผู้นั้นยื่นเอกสารหลักฐานที่แสดงว่าได้ดำรงเงินที่นำเข้าไว้ในประเทศเป็นระยะเวลาไม่ต่ำกว่า ๑ ปี และเมื่อนิติบุคคลรับอนุญาตตรวจสอบจนเป็นที่พอใจว่าเอกสารหลักฐานนั้นแท้จริงและถูกต้อง และเป็นการดำรงเงินที่นำเข้าไว้ในประเทศตามระยะเวลาดังกล่าวจริง ให้นิติบุคคลรับอนุญาตยื่นขอรับเงินสำรองคืนจากธนาคารแห่งประเทศไทยตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่กำหนดในจำนวนตามที่ได้กันไว้

(๒) ในกรณีที่รับเงินสำรองคืนโดยดำรงเงินที่นำเข้าไว้ในประเทศไม่ถึง ๑ ปี ให้นิติบุคคลรับอนุญาตยื่นขอรับเงินสำรองคืนจากธนาคารแห่งประเทศไทยตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่กำหนดในจำนวนเพียง ๒ ใน ๓ ของเงินสำรองที่กันไว้ ทั้งนี้ ตามความตกลงยินยอมที่ผู้นั้นทำไว้ในขณะที่ขายหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นเงินบาทกับนิติบุคคลรับอนุญาตตามข้อ ๑

การคืนเงินสำรองตามวรรคหนึ่ง ผู้รับเงินสำรองคืนจะไม่ได้รับผลตอบแทนใดๆ จากเงินสำรองที่กันไว้ และหากไม่ดำเนินการขอรับคืนภายใน ๒ ปีนับจากวันที่ขายหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ให้ถือว่าผู้นั้นไม่ประสงค์จะขอรับเงินสำรองดังกล่าวคืน

ข้อ ๔ นิติบุคคลรับอนุญาตต้องแจ้งหลักเกณฑ์การรับเงินสำรองคืนตามข้อ ๓ ให้ผู้ขายหรือผู้แลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นเงินบาททราบก่อนการรับซื้อหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศทุกครั้ง

ข้อ ๕ เงินตราต่างประเทศซึ่งเป็นเงินสำรองที่บุคคลใดได้รับคืนจากนิติบุคคลรับอนุญาต ให้นิติบุคคลรับอนุญาตถือปฏิบัติเช่นเดียวกับเงินตราต่างประเทศอันเกิดจากแหล่งเงินได้ในต่างประเทศ

ข้อ ๖ การปฏิบัติเกี่ยวกับเงินสำรองนอกจากที่กำหนดในข้อ ๑ ถึง ๕ ให้นิติบุคคลรับอนุญาตปฏิบัติตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่กำหนดหรือตามที่ได้รับอนุญาตจากเจ้าพนักงานเป็นรายกรณี

ข้อ ๗ ประกาศฉบับนี้ให้ใช้บังคับตั้งแต่วันที่ ๑๕ ธันวาคม พ.ศ. ๒๕๔๕ เป็นต้นไป

ประกาศ ณ วันที่ ๑๘ ธันวาคม พ.ศ. ๒๕๔๕

(นางสาวนิตยา พิบูลย์รัตนกิจ)
เจ้าพนักงานควบคุมการแลกเปลี่ยนเงิน

หลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับเงินสำรอง

1. การเก็บเงินสำรองในการรับซื้อหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นเงินบาท

เมื่อนิติบุคคลรับอนุญาตจะรับซื้อ หรือรับแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศที่มีมูลค่าตั้งแต่ 20,000 ดอลลาร์สหรัฐอเมริกา หรือเทียบเท่า ให้นิติบุคคลรับอนุญาตเรียกให้ ผู้ขาย หรือผู้แลกเปลี่ยนแจ้งวัตถุประสงค์ในการขายหรือแลกเปลี่ยน และทำความตกลงกับผู้ขายหรือผู้แลกเปลี่ยนเพื่อตกลงยินยอมให้นิติบุคคลรับอนุญาตกันเงินสำรองไว้ตามแบบที่เจ้าพนักงานกำหนด และให้นิติบุคคลรับอนุญาตดำเนินการดังนี้

1.1 กรณีเงินตราต่างประเทศที่เป็นค่าสินค้า ค่าบริการ หรือ เงินทุนหรือเงินกู้ยืมที่บุคคลไทยรับคืนจากต่างประเทศ ให้นิติบุคคลรับอนุญาตเรียกให้ผู้ขายหรือผู้แลกเปลี่ยนยื่นเอกสารหลักฐานตามที่เจ้าพนักงานกำหนด และเมื่อนิติบุคคลรับอนุญาตได้ตรวจสอบจนเป็นที่แน่ใจแล้วว่าเอกสารหลักฐานดังกล่าวแท้จริงและถูกต้อง และเป็นเงินตราต่างประเทศที่เป็นค่าสินค้า ค่าบริการ หรือเงินทุนหรือเงินกู้ยืมตามที่กล่าว ให้รับซื้อ หรือรับแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศนั้นเป็นเงินบาทได้เต็มจำนวน

1.2 กรณีเงินตราต่างประเทศที่เป็นวัตถุประสงค์อื่นนอกจากที่กำหนดในข้อ 1.1 ให้นิติบุคคลรับอนุญาตกันเงินตราต่างประเทศที่รับซื้อ หรือรับแลกเปลี่ยนไว้ร้อยละ 30 (ต่อไปนี้จะเรียกว่าเงินสำรอง) ส่วนที่เหลือให้รับซื้อหรือรับแลกเปลี่ยนเป็นเงินบาทได้

1.3 ให้นิติบุคคลรับอนุญาตมอบสำเนาความตกลงยินยอมที่ลงนามแล้ว และหลักฐานการกันเงินสำรองให้ผู้ขาย หรือผู้แลกเปลี่ยน และให้นิติบุคคลรับอนุญาตประทับตราบนแบบการทำธุรกรรมเงินตราต่างประเทศ หรือคำสั่ง SWIFT พร้อมลงนามเป็นหลักฐานว่าได้มีการกันเงินสำรองจากธุรกรรมดังกล่าวแล้ว เพื่อประโยชน์ในการรับคืนเงินสำรองที่กันไว้คืนตามเงื่อนไขที่กำหนดได้

1.4 ในกรณีการทำธุรกรรมซื้อหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นเงินบาทกับบุคคลที่มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศ ให้นิติบุคคลรับอนุญาตกำหนดและแจ้งเงื่อนไขการกันเงินสำรองเป็นส่วนหนึ่งของข้อตกลงการซื้อหรือแลกเปลี่ยนแทนการลงนามทำความตกลงตามแบบก็ได้

1.5 ธุรกรรมเงินตราต่างประเทศใดๆ ที่นิติบุคคลรับอนุญาตได้ตกลงกับลูกค้า (Trade Date) ก่อนวันที่ 19 ธันวาคม 2549 และมีผลให้นิติบุคคลรับอนุญาตต้องปฏิบัติตามสัญญารับซื้อ หรือรับแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศตั้งแต่วันที่ 19 ธันวาคม 2549 เป็นต้นไป ให้นิติบุคคลรับอนุญาตรับซื้อ หรือรับแลกเปลี่ยนเป็นเงินบาทได้เต็มจำนวน โดยไม่ต้องกันเงินสำรองตามข้อ 1.2

1.6 ก่อนการทำธุรกรรมรับซื้อหรือรับแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นเงินบาทเพื่อวัตถุประสงค์ตามข้อ 1.2 ทุกครั้ง ให้นิติบุคคลรับอนุญาตแจ้งผู้ขาย หรือผู้แลกเปลี่ยน ดังนี้

(1) เงินสำรองที่กันไว้จะไม่ได้รับผลตอบแทนใดๆ

(2) เงินสำรองจะได้รับคืน เมื่อมีหลักฐานแสดงว่าเงินบาทที่ผู้ขายหรือผู้แลกเปลี่ยนได้รับ อยู่ในประเทศไทยเป็นระยะเวลาติดต่อกันไม่ต่ำกว่า 1 ปี โดยไม่มีการนำเงินออกนอกประเทศ

(3) หากประสงค์จะนำเงินออกไปต่างประเทศก่อน 1 ปี ผู้ขายหรือผู้แลกเปลี่ยนจะได้รับเงินสำรองเป็นจำนวน 2 ใน 3 ของเงินสำรองที่กันไว้ ส่วนที่เหลือ 1 ใน 3 จะไม่ได้รับคืนตามความตกลงยินยอมที่ลงนามไว้

(4) หากผู้ขายหรือผู้แลกเปลี่ยนไม่แสดงความจำนงขอรับเงินสำรองคืนภายใน 2 ปีนับแต่วันที่ขายหรือแลกเปลี่ยนเงิน ให้ถือว่าไม่ประสงค์จะรับเงินสำรองดังกล่าวคืน

(5) พิธีปฏิบัติในการยื่นความจำนงขอรับเงินสำรอง และกำหนดระยะเวลาการคืนเงินสำรองรายละเอียดตามข้อ 3

(6) เมื่อผู้ขาย หรือผู้แลกเปลี่ยน รับรู้ และยินยอมให้ดำเนินการตาม (1) ถึง (5) และลงนามในความตกลงยินยอมตามแบบที่กำหนดแล้ว ให้นิติบุคคลรับอนุญาตทำธุรกรรมได้

1.7 ให้นิติบุคคลรับอนุญาตดูแลให้ลูกค้ากรอกแบบการทำธุรกรรมเงินตราต่างประเทศโดยระบุจำนวนเงินในแบบตามที่นิติบุคคลรับอนุญาตรับซื้อจากลูกค้าจริง

1.8 การรับซื้อหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นเงินบาทระหว่างนิติบุคคลรับอนุญาตด้วยกัน (Inter-bank) เพื่อบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนของตนเอง ให้ได้รับยกเว้นไม่ต้องจัดเก็บเงินสำรองตามข้อ 1.2

2. <u>การเก็บ และส่งเงินสำรองให้ธนาคารแห่งประเทศไทยเก็บรักษา</u>

2.1 ให้นิติบุคคลรับอนุญาตจัดเก็บเงินสำรองไว้โดยแยกเป็นบัญชีต่างหากจากบัญชีเพื่อการอื่น หากไม่ประสงค์จะแยกบัญชีต้องจัดให้มีระบบข้อมูลภายในที่แสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่าเป็นเงินสำรอง และพร้อมให้เจ้าพนักงานตรวจสอบได้ทันที

2.2 จัดให้มีทะเบียนจัดเก็บเงินสำรองให้มีรายละเอียดเพียงพอ เพื่อประโยชน์ในการคืนเงินสำรองได้ถูกต้องครบถ้วน ตามเงื่อนไข โดยมีรายละเอียดข้อมูลขั้นต่ำ คือ เลขที่สัญญา การทำธุรกรรม วันที่ทำธุรกรรม วันที่มีการส่งมอบเงินตามธุรกรรม ชื่อ นามสกุล จำนวน และสกุลเงินตราต่างประเทศที่รับซื้อ จำนวนเงินสำรองที่เก็บ วัตถุประสงค์การใช้เงิน วันที่ส่งเงินสำรองให้ ธปท. วันที่ครบกำหนด 1 ปี และวันที่ลูกค้ารับเงินสำรองคืน

2.3 ให้นิติบุคคลรับอนุญาตรวบรวมเงินสำรองที่กันไว้ในระหว่างเดือน ส่งให้ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ตามวิธีการส่งมอบเงินตราต่างประเทศที่ดำเนินการตามมาตรฐานสากลของตลาดเงินตราต่างประเทศ โดยมีขั้นตอนดังนี้

(1) แจ้งการส่งเงินเป็นหนังสือ พร้อมจัดทำ และส่ง "รายงานการนำส่งเงินสำรอง" และ "รายงานการรับซื้อหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศจากลูกค้ากรณีไม่ต้องกันเงินสำรอง" ตามแบบและวิธีการที่กำหนดในข้อ 5 ให้ ธปท. ทราบ ภายในวันที่ 5 ของเดือนถัดไป

(2) รวบรวมและส่งเงินสำรองที่กันไว้รายเดือนให้ ธปท. ในวันที่ 7 ของเดือนถัดไป โดย ธปท.จะแจ้งเลขที่บัญชีให้ทราบในภายหลัง

(3) เก็บรักษาทะเบียนพร้อมเอกสารหลักฐานที่เกี่ยวกับการกันเงินสำรองไว้อย่างน้อย 5 ปี และพร้อมให้เจ้าพนักงานตรวจสอบได้ทันที

3. การขอรับเงินสำรองที่กันไว้

เมื่อผู้ที่ตกลงยินยอมให้กันเงินสำรองไว้ ประสงค์จะขอรับเงินสำรองคืน ให้ยื่นคำขอรับเงินสำรองเป็นหนังสือถึงนิติบุคคลรับอนุญาต และให้นิติบุคคลรับอนุญาตเรียกให้ผู้นั้น ยื่นเอกสารหลักฐานและตรวจสอบว่าถูกต้องเป็นที่พอใจแล้ว ให้ดำเนินการดังนี้

3.1 เมื่อดำรงเงินที่นำเข้าไว้ในประเทศครบ 1 ปี ให้นิติบุคคลรับอนุญาตคืนเงินสำรองที่กันไว้ทั้งจำนวน

3.2 กรณีที่ดำรงเงินที่นำเข้าไว้ในประเทศไม่ถึง 1 ปี ให้นิติบุคคลรับอนุญาตคืนเงินสำรอง 2 ใน 3 ของเงินสำรองที่กันไว้ตามความตกลงยินยอมที่ผู้นั้นลงนามไว้

3.3 ในการคืนเงินสำรอง ให้นิติบุคคลรับอนุญาตรวบรวมชื่อผู้ขอรับเงินสำรองที่นิติบุคคลรับอนุญาตเห็นสมควรคืนเงินสำรอง พร้อมระบุจำนวนเงินสำรองที่จะคืน และรายละเอียดอื่นๆ ตามแบบ "รายงานขอรับเงินสำรองจากธนาคารแห่งประเทศไทย" ที่กำหนดในข้อ 6 โดยส่งแบบดังกล่าวเป็นหนังสือ พร้อมรับรองความถูกต้องถึงเจ้าพนักงาน ภายใน 5 วันนับจากวันที่ผู้นั้นยื่นคำขอ

3.4 เมื่อเจ้าพนักงานตรวจสอบจนเป็นที่แน่ใจ จะแจ้งให้นิติบุคคลรับอนุญาตทราบผลการพิจารณาภายใน 2 วันทำการนับจากวันที่ได้รับแบบรายงานจากนิติบุคคลรับอนุญาต และจะโอนเงินให้นิติบุคคลรับอนุญาตภายใน 3 วันทำการนับจากวันที่ ธปท.แจ้งให้นิติบุคคลรับอนุญาตทราบ

3.5 นิติบุคคลรับอนุญาตที่ได้รับแจ้งตามข้อ 3.4 ให้ดำเนินการตามระเบียบวิธีปฏิบัติของนิติบุคคลรับอนุญาต เพื่อคืนเงินสำรองให้ผู้ขอ ภายในวันเดียวกับที่เจ้าพนักงานโอนเงินคืนให้นิติบุคคลรับอนุญาต

4. ระเบียบและหลักเกณฑ์อื่นที่เกี่ยวข้อง

นิติบุคคลรับอนุญาตต้องตรวจสอบและดูแลการฝาก/ถอนเงินบาทในบัญชีเงินบาทของบุคคลที่มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศ (Non-resident Baht Account: NRBA) ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์การกันเงินสำรอง ดังนี้

4.1 เงินตราต่างประเทศที่นิติบุคคลรับอนุญาตรับซื้อ หรือแลกเปลี่ยนเป็นเงินบาท และนำเงินบาทฝากเข้าบัญชี NRBA ให้ตรวจสอบวัตถุประสงค์พร้อมเอกสารหลักฐาน หากตรวจสอบถูกต้องจนเป็นที่พอใจว่าเป็นค่าสินค้าและบริการ หรือเป็นการคืนเงินลงทุนหรือเงินให้กู้ยืมของบุคคลในประเทศไทย ให้นำเงินบาทเข้าบัญชี NRBA และดำเนินการให้ถอนชำระตามวัตถุประสงค์ที่แจ้งไว้ภายในวันเดียวกัน

4.2 เงินตราต่างประเทศที่นิติบุคคลรับอนุญาตรับซื้อ หรือแลกเปลี่ยนเป็นเงินบาท และนำเงินบาทเข้าบัญชี NRBA เพื่อกรณีอื่น นอกจากข้อ 4.1 ให้นิติบุคคลรับอนุญาตกันเงินสำรองไว้

ตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กำหนด และเพื่อความสะดวกในการขอรับเงินสำรองคืนในภายหลังให้นิติบุคคลรับอนุญาตแนะนำให้ผู้ขาย หรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นเงินบาทระบุวัตถุประสงค์การนำเงินบาทเข้าบัญชี NRBA ให้ชัดเจน ก่อนนำเข้าบัญชี เพื่อความชัดเจนในการพิสูจน์ระยะเวลาของเงินที่นำเข้ามาในประเทศ

4.3 เงินบาทที่บุคคลที่มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศเจ้าของบัญชีไม่ได้รับจากการขายเงินหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ และประสงค์จะนำฝากเข้าบัญชี NRBA โดยได้รับจากบุคคลในประเทศเพื่อชำระค่าสินค้า บริการ หรือลงทุนในต่างประเทศ โดยมีเอกสารหลักฐานและนิติบุคคลรับอนุญาตตรวจสอบเป็นที่พอใจ ให้นำเงินบาทดังกล่าวเข้าบัญชี และต้องดูแลให้บุคคลที่มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศถอนเงินบาทเพื่อซื้อเงินตราต่างประเทศจากนิติบุคคลรับอนุญาตส่งออกในวันเดียวกัน

5. <u>การจัดการเอกสารและการรายงาน</u>

5.1 ให้นิติบุคคลรับอนุญาตจัดเก็บเอกสารที่เกี่ยวข้องกับการจัดเก็บเงินสำรองไว้อย่างน้อย 5 ปี ทั้งนี้ นิติบุคคลรับอนุญาตต้องพร้อมที่จะให้ข้อมูล และเอกสารหลักฐานเกี่ยวกับการทำธุรกรรมตามที่เจ้าพนักงานควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินร้องขอ

5.2 ให้นิติบุคคลรับอนุญาตจัดทำรายงานตามแบบรายงานที่แนบมาพร้อมนี้ และดำเนินการส่งให้ ธปท.ตามวิธีการและกำหนดเวลา ดังนี้

แบบรายงาน	จัดส่งมาที่	กำหนดส่ง
รายงานการนำส่งเงินสำรอง	FOG_RR@bot.or.th	ภายในวันที่ 5 ของทุกเดือน
รายงานการรับซื้อ หรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศจากลูกค้ากรณีไม่ต้องกันเงินสำรอง	FOG_RR@bot.or.th	ภายในวันที่ 5 ของทุกเดือน
รายการขอรับเงินสำรองจากธนาคารแห่งประเทศไทย	FOG_RR@bot.or.th	ภายใน 5 วันนับจากวันที่ลูกค้ายื่นเรื่องขอรับเงินสำรอง

ประวัติผู้ศึกษา

ชื่อ	นาย สถาพร จันต๊ะสุข
วัน เดือน ปีเกิด	13 กันยายน 2512
สถานที่เกิด	จังหวัดเชียงราย
ประวัติการศึกษา	ศศ.บ.(ภาษาอังกฤษ) มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ พ.ศ.2533
สถานที่ทำงาน	ธนาคารซิตี้แบงก์ เอ็น เอ (กรุงเทพฯ)
ตำแหน่ง	MIS & Productivity Officer