

บทที่ 1

บทนำ



1.1 ปัญหาและความสำคัญของปัญหา

ระบบเศรษฐกิจในปัจจุบัน ความเจริญเติบโตจะเกิดขึ้นได้ก็สืบเนื่องมาจากการที่ระบบเศรษฐกิจมีปริมาณเงินลงทุนที่เพียงพอกับความต้องการของหน่วยผลิตต่างๆ เพื่อที่จะได้มีความสามารถในการผลิตสินค้าและบริการให้สนองความต้องการของผู้บริโภคได้เพิ่มขึ้น นอกจากนี้การเพิ่มขึ้นของผลผลิตยังเป็นการเพิ่มรายได้ประชาชาติให้สูงขึ้นซึ่งเท่ากับเป็นการทำให้รายได้ของประชาชนในประเทศสูงขึ้น ดังนั้นผลที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินลงทุนจึงนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงที่เป็นผลสอดคล้องกับเป้าหมายของการพัฒนาระบบเศรษฐกิจ คือ การเพิ่มปริมาณผลผลิต เพิ่มการจ้างงาน และการยกระดับคุณภาพชีวิตของคนในประเทศให้สูงขึ้น

จากที่กล่าวมาจะเห็นได้ว่า ปริมาณเงินลงทุนในระบบเศรษฐกิจนั้นมีผลอันสำคัญยิ่งต่อการเปลี่ยนแปลงของระบบเศรษฐกิจ แต่ก็เป็นที่ทราบกันดีว่าปริมาณเงินลงทุนในระบบเศรษฐกิจนั้นจะเกิดขึ้นได้จากเงินออมโดยจะเห็นได้จากตารางที่ 1.1 แสดงมูลค่าการออมมวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Savings : GDS) และมูลค่าการลงทุนมวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Investment : GDI) ตั้งแต่ปี พ.ศ.2523 ถึง พ.ศ.2539 นำมาทดสอบความเป็นเหตุเป็นผลระหว่างกันโดยการใช้ Granger Causality Test สามารถสรุปได้ผลว่า การออมมวลรวมภายในประเทศ (GDS) เป็นเหตุของการทำให้เกิดการลงทุนมวลรวมภายในประเทศ (GDI) แต่ในทางกลับกันการทดสอบว่า GDI เป็นเหตุให้เกิด GDS นั้นไม่เป็นจริงเป็นการยืนยันให้เห็นอย่าง

*เป็นการทดสอบความเป็นเหตุเป็นผลระหว่างตัวแปร 2 ตัว ว่าตัวแปรใดเป็นเหตุให้เกิดตัวแปรอีกตัวหนึ่ง โดยพิจารณาจากผลในอดีต (Lag) ของตัวแปร โดยตั้งสมมติฐานในการทดสอบว่า ถ้าตัวแปรใดเป็นเหตุให้เกิดตัวแปรอีกตัวหนึ่งแล้ว ค่าในอดีตของตัวแปรที่เป็นเหตุ จะสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรที่เป็นผลได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 1.1

แสดงมูลค่าการลงทุนรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Investment),
 การออมรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Savings)
 และ ช่องว่างระหว่างการลงทุนและการออม (Savings Investment Gap)
 ในปี พ.ศ. 2523 - พ.ศ. 2539

(หน่วย: ล้านบาท)

ปี	GDI	GDS	Savings Investment Gap
2523	186,258	141,671	-44,587
2524	194,479	139,579	-54,900
2525	177,772	155,839	-21,933
2526	236,090	192,827	-43,263
2527	242,506	200,877	-41,629
2528	243,949	197,125	-46,824
2529	238,643	228,955	-9,688
2530	299,790	296,969	-2,821
2531	434,546	431,196	-3,350
2532	651,175	633,008	-18,167
2533	899,914	738,329	-161,585
2534	1,052,935	851,759	-201,176
2535	1,130,500	957,200	-173,300
2536	1,277,632	1,059,215	-218,417
2537	1,424,544	1,239,713	-184,831
2538	1,790,378	1,401,200	-389,178
2539	2,063,300	1,767,197	-296,103

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

ชัดเจนว่าการออมเป็นสาเหตุทำให้เกิดการลงทุน จะเห็นได้จากค่า Prob-F Statistic ที่ได้จากการตั้งสมมติฐานหลักในการทดสอบว่า GDS ไม่เป็นเหตุของ GDI (สมมติฐานรองคือ GDS เป็นเหตุให้เกิด GDI) ค่าพหุคูณค่า Prob-F ได้เท่ากับ 0.00127 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้ใน การทดสอบ ($\alpha=0.01$) ทำให้ต้องปฏิเสธสมมติฐานหลักและยอมรับสมมติฐานรอง เป็นการยืนยันว่า GDS เป็นเหตุของ GDI ด้วยความเชื่อมั่น 99% ในทางกลับกันถ้าตั้งสมมติฐานหลักในการทดสอบว่า GDI ไม่เป็นเหตุของ GDS จะคำนวณค่า Prob-F Statistic เท่ากับ 0.29390 ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญ จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ แสดงว่า GDI ไม่ได้เป็นสาเหตุให้เกิด GDS ด้วยระดับความเชื่อมั่น 99% ทำให้สามารถสรุปได้ว่า GDS เป็นเหตุของ GDI จากรูปที่ 1.1 ที่แสดง มูลค่าการลงทุนมวลรวมภายในประเทศ และ การออมมวลรวมภายในประเทศ โดยอาศัยข้อมูลจากตารางที่ 1.1 สามารถสังเกตเห็นได้ว่ากราฟของมูลค่าการออมและการลงทุนมวลรวมภายในประเทศอยู่ในลักษณะเดียวกัน และมีทิศทางของการปรับตัวไปในทางเดียวกัน

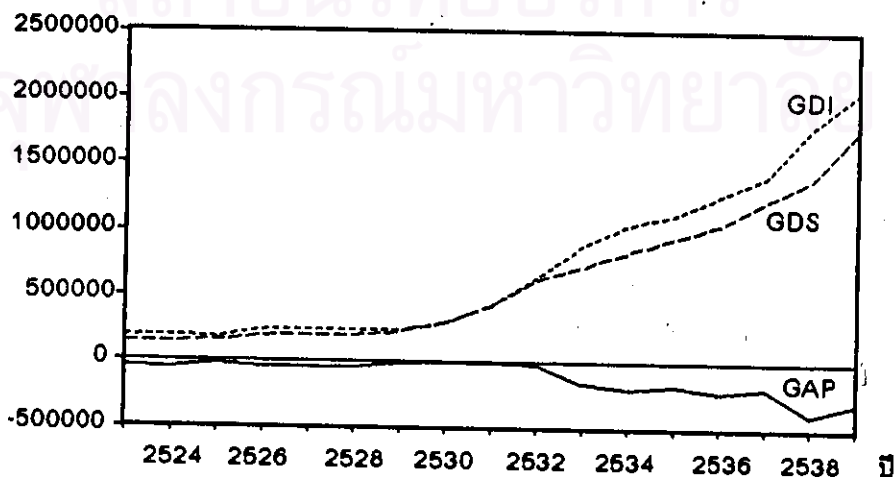
แต่ในกรณีประเทศไทยที่ประสบกับปัญหา คือ มีปริมาณเงินออมไม่เพียงพอต่อความต้องการในการลงทุน ทำให้เกิดช่องว่างระหว่างการออมและการลงทุน (Savings-Investment Gap) ดังตารางที่ 1.1 และรูปที่ 1.1 จะเห็นได้ว่าระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยในช่วงระยะเวลา 17 ปีที่

รูปที่ 1.1

แสดงมูลค่าการออมมวลรวมภายในประเทศ (GDS)

การลงทุนมวลรวมภายในประเทศ (GDI) และ Savings-Investment Gap (GAP)

(ล้านบาท)



ผ่านมา ประเทศไทยประสบกับปัญหาเงินออมไม่เพียงพอกับความต้องการในการลงทุน และปัญหาดังกล่าวยังมีแนวโน้มสูงขึ้นในช่วงปีหลังๆ สาเหตุเนื่องจาก ประเทศไทยมีการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่มากประเทศหนึ่งในโลก อีกทั้งมีการใช้จ่ายที่เพิ่มมากขึ้น ทำให้มีความต้องการในการลงทุนสูง จึงทำให้มีช่องว่างระหว่างการออมกับการลงทุนที่กว้างขึ้นตามลำดับ เมื่อประเทศไทยประสบกับปัญหาการขาดแคลนเงินออมอย่างต่อเนื่องเช่นนี้ ทางออกในอันที่จะทำให้ระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยมีอัตราการเจริญเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง คือ การพึ่งพาเงินลงทุนจากต่างประเทศ ซึ่งนับวันยิ่งจะมีมูลค่าที่สูงขึ้น นอกจากนี้การที่รัฐบาลได้ดำเนินนโยบายการเงินเสรี ส่งผลให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศสามารถทำได้สะดวกและรวดเร็ว ทำให้ในปัจจุบันมีเงินลงทุนจากต่างประเทศไหลเข้ามาในประเทศไทยมาก ดังเห็นได้จากรูปที่ 1.2¹ ที่แสดงมูลค่าการไหลเข้าสุทธิของเงินทุนภาคเอกชนจากต่างประเทศ (Net Foreign Private Capital Flow) ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2533 ถึง มิถุนายน พ.ศ.2539 จะเห็นได้ว่าการไหลเข้าสุทธิของเงินทุนภาคเอกชนจากต่างประเทศนั้นมีแนวโน้มที่สูงขึ้น ลักษณะของเงินทุนภาคเอกชนต่างประเทศ ตามที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจำแนกไว้ประกอบด้วยเงินทุน 5 ประเภทด้วยกัน คือ

1. การลงทุนทางตรง (Direct Investment) : เป็นเงินทุนจากต่างประเทศที่เข้ามาเพื่อลงทุนดำเนินธุรกิจ โดยมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของหรือเป็นผู้บริหารงาน โดยมุ่งหวังผลตอบแทนจากการลงทุนในรูปของกำไรจากการดำเนินธุรกิจ

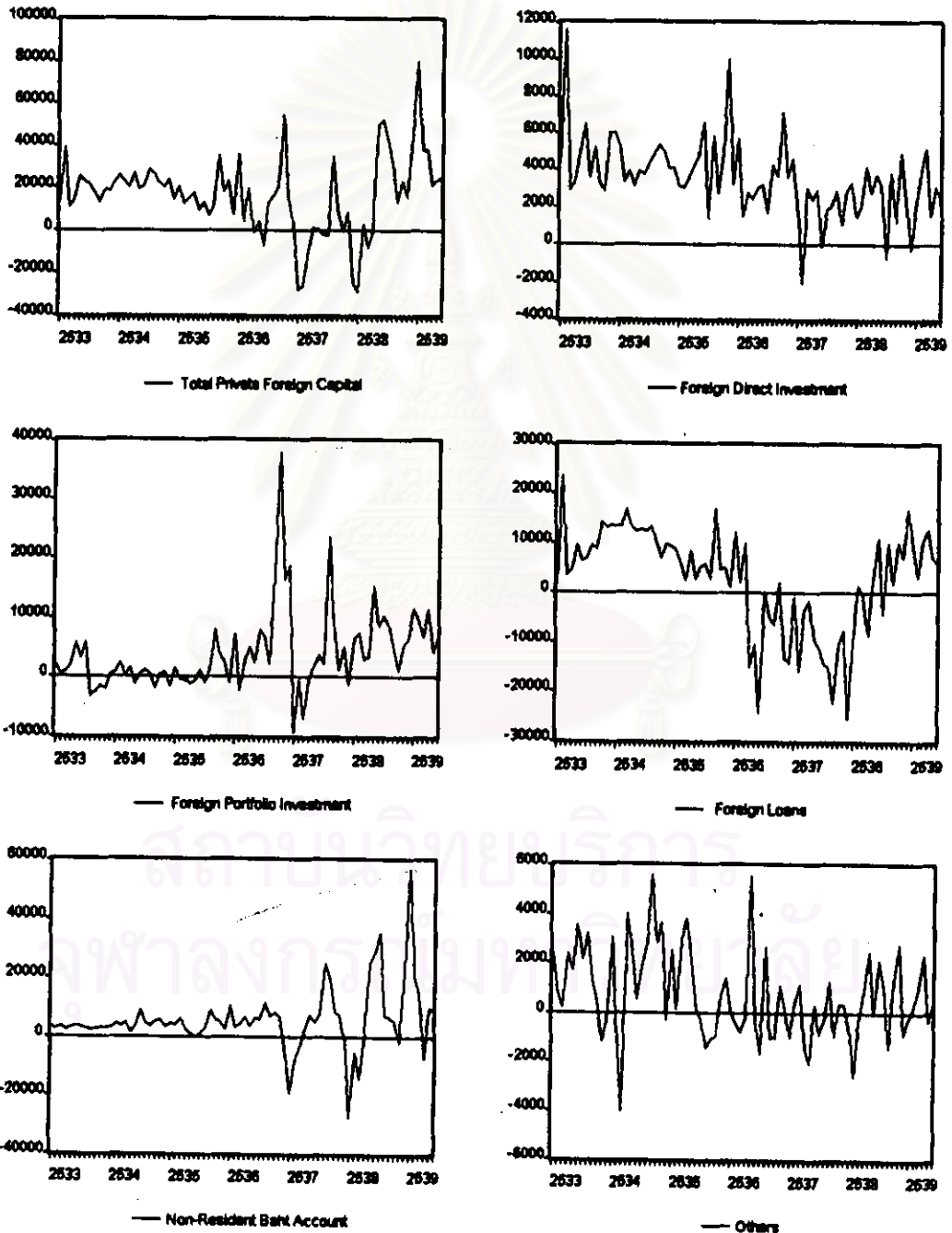
2. การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment) : เป็นเงินเข้ามาลงทุนในประเทศไทยในรูปแบบการซื้อหลักทรัพย์หรือหุ้นของกิจการต่างๆ โดยผ่านทางตลาดหลักทรัพย์ การลงทุนในลักษณะนี้จะคำนึงถึงอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น (Expected Rate of Return and Risk) ผลตอบแทนที่ได้จะเป็นเงินปันผล กำไรส่วนทุน (Capital Gain) และ/หรือผลประโยชน์จากการได้สิทธิการจองซื้อหุ้นใหม่ (Rights)

3. เงินกู้ (Loans) : เป็นเงินจากต่างประเทศที่เข้ามาในลักษณะของเงินที่ให้กู้ เพื่อการลงทุนต่างๆภายในประเทศ

¹ จากข้อมูลในภาคผนวก ก.

รูปที่ 1.2

แสดงมูลค่าการไหลเข้าสุทธิ (Net Flows) ของเงินทุนภาคเอกชนต่างประเทศ จำแนกตามประเภทเงินทุน ตั้งแต่ ม.ค.2533 ถึง มิ.ย.2539 (ล้านบาท)



คำนวณจากมูลค่าเงินลงทุนไหลเข้าลบมูลค่าเงินลงทุนไหลออก (Inflow-Outflow)

4. บัญชีเงินฝากของผู้ที่ไม่ได้มีถิ่นพำนักในประเทศไทย (Non-Resident Baht Account) : เป็นบัญชีเงินฝากของผู้ที่ไม่ได้มีถิ่นพำนักอยู่ในประเทศไทย โดยจะเข้ามาในลักษณะเป็นเงินฝากในรูปแบบต่างๆ ที่สถาบันการเงินในประเทศไทย ผลตอบแทนของการลงทุนในลักษณะนี้ คือการได้ดอกเบี้ยเงินฝากซึ่งสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศผู้ลงทุน

5. เงินทุนจากต่างประเทศในลักษณะอื่นๆ (Other Purposes of Foreign Capital Flow) : เช่น การให้สินเชื่อทางการค้า

ถ้าพิจารณาแยกเงินทุนแต่ละประเภท จากรูปที่ 1.2 ที่แสดงมูลค่าการไหลเข้าสุทธิของเงินทุนจากต่างประเทศทั้ง 5 ประเภท ตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2533 ถึง มิถุนายน พ.ศ. 2539 จะเห็นได้ว่าการไหลเข้าสุทธิของเงินทุนแต่ละประเภทมีความผันผวนในรูปแบบที่แตกต่างกัน โดยมูลค่าการไหลเข้าสุทธิของเงินทุนในลักษณะที่เป็น การลงทุนทางตรง จะมีความผันผวนที่ค่อนข้างต่ำและมีการไหลเข้าสุทธิเกือบตลอดเมื่อเปรียบเทียบกับการไหลเข้าสุทธิของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ และเงินกู้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินลงทุนในหลักทรัพย์, เงินกู้ และบัญชีเงินฝากของผู้ที่ไม่ได้มีถิ่นพำนักอยู่ในประเทศไทย มีความผันผวนในช่วงที่กว้างเมื่อเทียบกับเงินทุนในลักษณะอื่น สำหรับบัญชีเงินฝากของผู้ที่ไม่ได้มีถิ่นพำนักอยู่ในประเทศไทยนั้นมีความผันผวนน้อยมากและเป็นบวกตลอด จนกระทั่งถึงช่วงครึ่งหลังของปี พ.ศ. 2536 ได้มีความผันผวนเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว รูปได้ว่า รูปแบบของการไหลเข้าสุทธิของเงินทุนต่างประเทศในแต่ละประเภทนั้นเป็นบวกและลบสลับกันไป ไม่ได้อยู่ในลักษณะที่แน่นอน ยกเว้นกรณีการลงทุนทางตรง เมื่อรูปแบบการไหลเข้าสุทธิของเงินทุนจากต่างประเทศอยู่ในลักษณะที่ไม่แน่นอนเช่นนี้ ย่อมจะส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจภายในประเทศ ดังนั้นจึงควรที่จะมีนโยบายดำเนินการ ในขั้นที่จะทำให้เงินไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศมีความแน่นอนมากขึ้น เพื่อให้ระบบเศรษฐกิจสามารถเจริญเติบโตอย่างมีเสถียรภาพ หรือพยายามที่จะทำให้มูลค่าการไหลเข้าสุทธิของเงินทุนจากต่างประเทศเป็นบวก เพื่อที่จะรักษาระดับของบัญชีดุลการชำระเงินไม่ให้อยู่ในภาวะที่เป็นปัญหา ที่ผ่านมามาดูจะเห็นว่าปริมาณเงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนในประเทศไทย (Net Foreign Capital Inflow) มีแนวโน้มที่สูงขึ้นแทบทุกประเภท ยกเว้นการไหลเข้าสุทธิของเงินลงทุนทางตรงที่มีแนวโน้มลดลงอย่างช้าๆ สำหรับรูปที่

เนื่องจากในปัจจุบัน ประเทศไทยประสบกับปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ดังนั้นในการที่จะทำให้บัญชีดุลการชำระเงินไม่ประสบกับปัญหา ทางที่จะแก้ไขได้ นอกจากการใช้นโยบายที่จะลดการขาดดุลของบัญชีเดินสะพัด การกระตุ้นให้มีเงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้าสุทธิ ก็เป็นการแก้ไขปัญหานี้อีกทางหนึ่ง

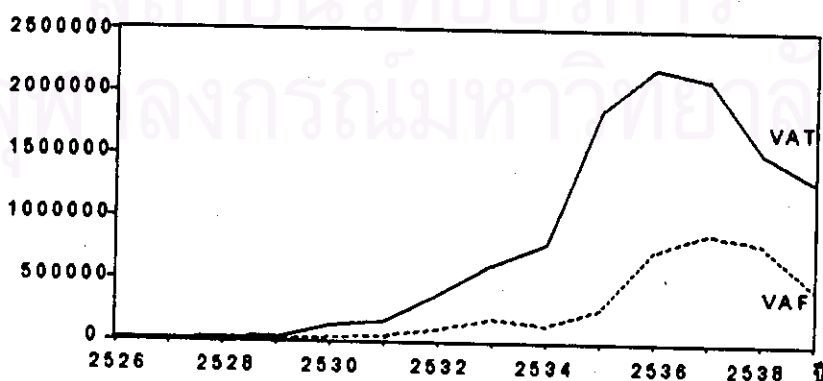
1.3 กับตารางที่ 1.2 แสดงมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี พ.ศ.2526 ถึง พ.ศ.2539 จะเห็นได้ว่า มูลค่าการซื้อขายรวมในตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่สูงขึ้นอย่างรวดเร็วทุกปี และเริ่มลดต่ำลงนับตั้งแต่ปี พ.ศ.2537 เป็นต้นมาจนกระทั่งถึงปี พ.ศ.2539 อย่างไรก็ตามมูลค่าการซื้อขายก็ยังมีอยู่ในระดับสูง แสดงให้เห็นว่าในปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นสถาบันทางการเงินของประเทศที่มีธุรกรรมใหญ่มากสถาบันหนึ่ง ปริมาณธุรกรรมส่วนหนึ่งเกิดจากนักลงทุนจากต่างประเทศ ดังจะเห็นได้จากตารางที่ 1.2 ว่าในปัจจุบันสัดส่วนการซื้อขายหุ้นโดยชาวต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ ในปี พ.ศ.2539 สูงถึง 17.12 เปอร์เซ็นต์ของมูลค่าการซื้อขายรวมทั้งหมด (โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปี พ.ศ.2537 และพ.ศ.2538 มีสัดส่วนสูงถึง 20.93 และ 26.34 ตามลำดับ) ดังนั้นการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศ ย่อมส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์และระบบการเงินในประเทศ

จากที่กล่าวมาทั้งหมด สามารถสรุปได้ว่า ประเทศไทยประสบกับภาวะขาดแคลนเงินออม เป็นผลทำให้ประเทศไทยไม่สามารถที่จะมีเงินทุนเพียงพอกับความต้องการ ทำให้ระบบเศรษฐกิจต้องพึ่งพาเงินทุนต่างประเทศเพื่อชดเชยต่อความขาดแคลนเงินทุน ประกอบกับที่ผ่านมามีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงกำลังเจริญเติบโตและเงินทุนจากต่างประเทศที่เข้าไปลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีสัดส่วนที่สูงขึ้นมาก ทำให้การเปลี่ยนแปลงการลงทุนของชาว

รูปที่ 1.3

แสดงมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวม (VAT)

และมูลค่าการซื้อขายโดยนักลงทุนต่างประเทศ (VAF) (ล้านบาท)



ตารางที่ 1.2
แสดงมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวม และ มูลค่าการซื้อขายโดยชาวต่างประเทศ
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ตั้งแต่ พ.ศ.2526 - พ.ศ.2539

ปี	มูลค่าการซื้อขาย ของนักลงทุนต่าง ประเทศ (ล้านบาท)	มูลค่าการซื้อขายรวม ในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย (ล้านบาท)	สัดส่วนการซื้อขายของ นักลงทุนต่าง ประเทศ (%)
2526	338.9	9,323.9	1.82
2527	1,185.3	10,595.2	5.59
2528	1,596.1	15,334.0	5.20
2529	4,817.2	24,993.5	9.24
2530	25,501.1	122,138.5	10.44
2531	40,276.1	156,457.2	12.87
2532	97,285.0	377,028.2	12.90
2533	180,673.5	627,232.8	14.40
2534	130,162.6	793,068.0	8.21
2535	267,987.1	1,860,070.2	7.20
2536	746,856.2	2,201,148.2	26.97
2537	885,246.6	2,113,851.9	20.93
2538	808,397.6	1,534,959.3	26.34
2539	446,157.4	1,303,143.8	17.12

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ต่างประเทศมีความสำคัญ และมีผลกระทบต่อภาวะตลาด ซึ่งส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจ นอกจากนี้ในปัจจุบัน (พ.ศ.2540) สภาพการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่ในช่วงที่เงียบเหงา มูลค่าการซื้อขายลดต่ำลงมาก และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ได้ลดลงอย่างต่อเนื่อง และนักลงทุนต่างประเทศมีสัดส่วนการซื้อขายหลักทรัพย์ที่สูงขึ้น การเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศ เช่นมีการซื้อเพิ่มมากขึ้นหรือการขายเพิ่มมากขึ้น จะมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ค่อนข้างมาก อีกทั้งที่ผ่านมานักลงทุนในประเทศไทยมักนิยมซื้อขายหลักทรัพย์ตามนักลงทุนต่างประเทศ เนื่องจากให้ความเชื่อมั่นต่อการตัดสินใจของนักลงทุนต่างประเทศ จึงทำให้การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์หลายตัวเป็นไปในทิศทางเดียวกับการซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศ ดังนั้น จึงทำให้สังเกตเห็นความสำคัญในการศึกษาถึง ลักษณะของเงินทุนต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์และปัจจัยที่กำหนดให้นักลงทุนต่างประเทศเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะเมื่อทราบถึงลักษณะและทราบว่าปัจจัยใดบ้างที่มีผลต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศ ในทิศทางใด เป็นน้ำหนักเท่าใด ก็จะเป็นประโยชน์ต่อการจะดำเนินนโยบายเพื่อให้การลงทุนจากต่างประเทศมีผลดีต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์และตลาดทุนของประเทศไทยต่อไป

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. ทำการศึกษาเงินลงทุนจากต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่ามีลักษณะอย่างไร โดยจะทดสอบว่าเงินลงทุนจากต่างประเทศเป็นเงินที่ไหลเข้ามาในลักษณะที่เป็นเงินทุนในระยะสั้น หรือ เงินทุนในระยะยาว โดยเงินทุนไหลเข้าในระยะสั้น (Hot Money Flows) จะมีแนวโน้มของทิศทางในการเปลี่ยนแปลงที่ไม่แน่นอน เช่น ในปัจจุบันมีมูลค่าเงินทุนไหลเข้าสุทธิเป็นบวก แต่ในเดือนถัดไปอาจจะมีค่าเป็นลบ ตรงข้ามถ้าเป็นเงินทุนไหลเข้าในระยะยาว (Cool Money Flows) ก็จะมีแนวโน้มของทิศทางการไหลเข้าเปลี่ยนแปลงเป็นบวกอย่างต่อเนื่อง

2. ศึกษาหาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดให้ นักลงทุนต่างประเทศนำเงินเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะพิจารณาว่าตัวแปรต่างๆมีความสัมพันธ์กันในระยะยาวหรือไม่ และมีการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะสั้นอย่างไร เพราะความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะ

ข่าวจะเป็นการแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ที่แท้จริงของตัวแปรในแบบจำลอง และการปรับตัวเข้า
สู่ดุลยภาพในระยะสั้นนั้นจะเป็นการบอกว่าเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นกับตัวแปรอธิบาย จะมี
ผลกระทบต่อดุลยภาพในระยะยาวของแบบจำลองอย่างไร

1.3 ขอบเขตและข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

1. การศึกษาเพื่อทดสอบว่า เงินลงทุนจากต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทยว่า เป็นเงินลงทุนไหลเข้าในระยะสั้น (Hot Money Flow) หรือ เงินลงทุนไหลเข้าใน
ระยะยาว (Cool Money Flow) นั้น จะใช้ข้อมูลรายเดือน ในช่วงเดือน มกราคม 2533 ถึง มิถุนายน
2539 โดยใช้ข้อมูลมูลค่าไหลเข้าสุทธิ (Net) ของเงินทุนต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

2. การศึกษาเกี่ยวกับ ปัจจัยที่กำหนดให้นักลงทุนจากต่างประเทศเข้ามาลงทุนในตลาด
หลักทรัพย์นั้นจะเลือกตัวแปรทางเศรษฐกิจที่สำคัญ และตัวแปรที่ถูกกล่าวถึงตามทฤษฎี เช่น อัตรา
ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับและความเสี่ยงของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
และในตลาดหุ้นนิวยอร์ก, ค่าประกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward
Premium), การคาดหวังเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อ (แทนด้วยค่าดัชนีราคาผู้บริโภค), ดัชนีการลงทุน
ของภาคเอกชน (Private Investment Index), อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิของการลงทุนในหลัก
ทรัพย์ (P/E Ratio) และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ โดยข้อมูลที่ใช้จะเป็น
ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่ เดือนมกราคม 2533 ถึง มิถุนายน 2539

ข้อมูลที่ใช้จะเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยเป็นข้อมูลที่ได้จาก หน่วยตุลาการ
ชำระเงิน ฝ่ายวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ ฝ่ายวิจัย
เศรษฐกิจของธนาคารกรุงเทพ

1.4 วิธีการศึกษา

จากวัตถุประสงค์ที่กล่าวมาข้างต้น การศึกษานี้จะประกอบไปด้วยวิธีการดังต่อไปนี้

1. การทดสอบว่าเงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Net Foreign Portfolio Investment : NFPI) เป็นเงินทุนไหลเข้าในระยะสั้นหรือระยะยาวนั้น จะทำการทดสอบโดยการใช้ข้อมูลในอดีตมาอธิบายตัวเอง โดยการหาค่า Autocorrelation Function (ρ_k) ตั้งสมมติฐานว่า ถ้าค่าของ Autocorrelation Function มีค่าเป็นบวก แสดงว่าเงินลงทุนไหลเข้าจากต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เป็นเงินทุนไหลเข้าในระยะยาว (Cool Money Flow) แต่ถ้าค่าของ Autocorrelation Function มีค่าเท่ากับศูนย์ หรือ มีค่าน้อยกว่าศูนย์ แสดงว่าเงินลงทุนของต่างประเทศ เป็นเงินทุนไหลเข้าในระยะสั้น (Hot Money Flow)¹ นอกจากนี้จะทำการทดสอบโดยการใช้แบบจำลองอนุกรมเวลาเชิงเส้นตรง (Linear Time-Series Models) ในลักษณะ Mx Autoregressive Moving-Average Model ทดลองหาแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดคล้องกับข้อมูล NFPI โดยการเปลี่ยนค่า Order ของ Auto-regressive และ Moving-Average แล้วจึงนำค่า Q-Statistic ไปทดสอบ (Diagnostic Checking) เมื่อได้แบบจำลองที่เหมาะสมแล้ว จึงนำไปทำนายค่าในช่วงข้อมูลที่มีอยู่ (Ex-Post Forecast) ซึ่งจะได้ค่า Mean Square Percentage Error และ Theil's Inequality Coefficient (U)

จากค่าสถิติทั้งสอง จะเป็นค่าสถิติที่ชี้ให้เห็นถึงค่าความผันผวนของข้อมูลโดย ถ้าค่าของ Mean Square Percentage Error มีค่าน้อย และ U เข้าใกล้ 0 แสดงว่าสามารถหารูปแบบของ NFPI ซึ่งจะสรุปได้ว่า ลักษณะของ NFPI ไม่มีความผันผวน ในทางตรงกันข้าม ถ้าค่าของ Mean Square Percentage Error มีค่ามาก และ U เข้าใกล้ 1 แสดงว่าไม่สามารถหารูปแบบของ NFPI ซึ่งจะสรุปได้ว่า ลักษณะของ NFPI มีความผันผวน

2. ในการศึกษาหาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดให้ชาวต่างชาตินำเงินมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น จะใช้วิธี Cointegration และ Error Correction Model ซึ่งการทดสอบสถานะ Stationary ของตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลองจะใช้วิธี Unit Root Test แบบ Augmented Dickey Fuller (ADF) เพื่อหาว่าตัวแปรแต่ละตัวนั้น Stationary ในอันดับเดียวกันหรือไม่ ถ้าตัวแปรต่างๆที่ใช้ในแบบจำลองเป็น Stationary ในอันดับเดียวกันแล้ว จึงจะนำตัวแปรทั้งหมดมาหา

¹Stijin Claessens, Michael P. Dooley, and Andrew Warner, "Portfolio Capital Flow : Hot or Cool ?," *The World Bank Review* 9 (1995) : 62.

ความสัมพันธ์ในระยะยาว (Cointegration) โดยใช้วิธีของ Johansen เพื่อหาจำนวน Cointegrating Vector หลังจากพบว่าตัวแปรต่างๆที่ใช้ในการสร้างแบบจำลองมีความสัมพันธ์ในระยะยาวแล้ว จึงจะสร้างแบบจำลองที่แสดงให้เห็นถึงการปรับตัวเข้าหาดุลยภาพในระยะสั้น โดยใช้วิธี Error Correction Model (ECM)

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ในการศึกษาว่า NFPI เป็น Hot หรือ Cool Money Flow นั้น ทำให้สามารถเลือกดำเนินนโยบายต่างๆให้สอดคล้องกับลักษณะของ NFPI เช่น ถ้ารู้ว่าเป็น Hot Money Flow แสดงว่า NFPI มีความเคลื่อนไหวเข้าออกเร็ว ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของภาวะการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาก ดังนั้นจึงควรที่จะมีนโยบายในการที่จะส่งเสริมให้ NFPI มีลักษณะเป็น Cool Money Flow

2. ในการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนด NFPI จะทำให้สามารถดำเนินนโยบายเกี่ยวกับ NFPI ได้อย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากผลที่ได้จากการศึกษาจะทำให้สรุปได้ว่าปัจจัยใดมีผลต่อ NFPI เพียงใด และส่งผลกระทบต่อ NFPI ในทิศทางใด เช่น เมื่อต้องการที่จะดึง NFPI ให้เข้ามาในประเทศไทยในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจซบเซา ก็สามารถที่จะดำเนินนโยบายผ่านทางปัจจัยที่ทราบว่าจะทำให้ NFPI เพิ่มขึ้น จะช่วยให้ตลาดหลักทรัพย์มีมูลค่าการซื้อขายที่สูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจได้

1.6 โครงสร้างวิทยานิพนธ์

วิทยานิพนธ์เรื่องนี้ประกอบด้วย 6 บท ดังนี้ บทที่ 1 บทนำ จะเป็นการกล่าวถึงปัญหาและความสำคัญของปัญหา, วัตถุประสงค์ของการศึกษา, ขอบเขตของการศึกษา, วิธีการศึกษา และประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ บทที่ 2 ภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการลงทุนของผู้ลงทุนต่างประเทศโดยจะเริ่มจากการกล่าวถึง วิวัฒนาการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หลังจากนั้นจึงกล่าวถึงความสำคัญของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บทที่ 3 ทฤษฎีและวรรณกรรมปริทัศน์ ซึ่งจะอธิบายถึงทฤษฎี Portfolio Adjustment และทฤษฎี International Diversification of Portfolio Investment ซึ่งใช้เป็นพื้นฐานในการ

กำหนดตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลอง บทที่ 4 กล่าวถึงการสร้างแบบจำลองทดสอบ NFPI ว่าเป็น Hot หรือ Cool Money Flow และแบบจำลองที่แสดงปัจจัยที่กำหนด NFPI อธิบายถึงเหตุผลของการเลือกใช้ตัวแปรต่างๆในแบบจำลอง สมมติฐานที่ตั้งขึ้นในการศึกษา รวมทั้งนำเสนอวิธีที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ บทที่ 5 เป็นผลการศึกษาที่ได้ และบทที่ 6 เป็นการสรุปและให้ข้อเสนอแนะ



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย