

ความเป็นมาและความสำคัญของการศึกษา

การพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศต่าง ๆ ประสบผลสำเร็จในอัตราที่แตกต่างกันนั้น เนื่องมาจากสาเหตุหลายประการ สิ่งหนึ่งที่นับว่าสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศกำลังพัฒนา ก็คือตลาดทุน เนื่องจากตลาดทุนเป็นแหล่งจัดหาเงินทุนให้แก่ธุรกิจ ดังนั้นรัฐบาลประเทศต่าง ๆ จึงได้ให้ความสำคัญของการพัฒนาตลาดทุน และประเทศไทยก็ได้ดำเนินการตามแนวคิดนี้ โดยมีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Securities Exchange of Thailand) ขึ้นเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ บัดนี้รวมเวลาประมาณ 11 ปีที่ได้ดำเนินการมา ตลอดเวลาที่ผ่านมานั้นตลาดหลักทรัพย์ของประเทศต่าง ๆ ที่กำลังพัฒนา รวมทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก็ได้พัฒนาโดยศึกษาแนวทางจากประเทศที่มีตลาดหลักทรัพย์ที่พัฒนาแล้ว เช่น ประเทศอังกฤษ สหรัฐอเมริกา และฝรั่งเศส เป็นต้น

การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์นั้น ขึ้นอยู่กับความสามารถที่จะชักจูงโน้มน้าวให้ประชาชนหันมาสนใจลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นและเป็นการถาวร โดยตลาดหลักทรัพย์ได้มีการเผยแพร่ความรู้ และข้อมูลที่ เป็นประโยชน์แก่การลงทุน และสิ่งสำคัญที่จูงใจให้มีการลงทุนในหลักทรัพย์คือ ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ (Stock Returns) ซึ่งก็คือผลตอบแทนที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนจากเงินปันผล โดยปกติแล้ว ราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา ทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงด้วย ดังนั้นหากสามารถจะทราบถึงสาเหตุของการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ย่อมจะเป็นประโยชน์แก่หน่วยงานของรัฐบาลที่มีส่วนในการพัฒนาตลาดทุน และเป็นประโยชน์แก่นักลงทุนเป็นอย่างยิ่ง

เนื่องจากตัวแปรต่าง ๆ ที่อาจจะ เป็นสาเหตุให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์มีมาก จากการศึกษาและค้นคว้าที่ผ่านมานั้นก็ได้ศึกษาเฉพาะตัวแปรทางการเงิน (Monetary Variables) ที่สำคัญและสามารถหาข้อมูลมาศึกษาได้ โดยได้มีการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของเงินเฟ้อกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ และศึกษาถึงความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ การศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวทำในประเทศ

พัฒนาแล้ว ผลจากการศึกษาชี้ให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ในแต่ละประเทศอาจแตกต่างกัน แต่ข้อสรุปโดยรวมแล้วอาจกล่าวได้ว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของประเทศส่วนใหญ่ที่นำมาศึกษามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ย ข้อสรุปดังกล่าวนี้ ไม่สอดคล้องกับเหตุผลทางทฤษฎีที่ว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ควรจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ย ดังรายละเอียดที่จะกล่าวถึงในบทที่ 2 หรือในทางทฤษฎีอาจกล่าวได้ว่า เมื่อเงินเฟ้อเพิ่มในอัตราที่สูงขึ้น ผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในหลักทรัพย์ก็ควรจะเพิ่มในอัตราที่สูงตามไปด้วย ในทำนองเดียวกันเมื่ออัตราดอกเบี้ยเพิ่มในอัตราที่สูงขึ้น ผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในหลักทรัพย์ ควรจะเพิ่มในอัตราที่สูงด้วยเช่นกัน นอกจากนี้ก็ยังได้มีการศึกษาและค้นคว้าเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงิน (Money Supply) กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ผลการศึกษาสนับสนุนว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์กับปริมาณเงินมีความสัมพันธ์กันสูง แต่ไม่ใ้สรุปทิศทางของความสัมพันธ์ดังกล่าว

การศึกษาและค้นคว้าที่ผ่านมาในส่วนใหญ่นั้นเป็นการศึกษาในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว โดยยังไม่มีการศึกษาในประเทศที่กำลังพัฒนา ดังนั้นวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงจะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางการเงิน กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศเอเชีย ประเทศที่นำมาศึกษาแบ่งได้เป็น 2 กลุ่มตามระดับการพัฒนาของประเทศดังนี้ กลุ่มแรกคือ กลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่ในเอเชีย (NEWLY DEVELOPED COUNTRIES) ได้แก่ ประเทศเกาหลีใต้, ฮองกง, ไต้หวัน และสิงคโปร์ กับกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนา (DEVELOPING COUNTRIES) ได้แก่ ประเทศไทย, ฟิลิปปินส์และมาเลเซีย สำหรับตัวแปรทางการเงินที่นำมาหาความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในวิทยานิพนธ์นี้ ได้แก่ เงินเฟ้อ (Inflation) อัตราดอกเบี้ย (Interest Rate) และปริมาณเงิน (Money Supply) ส่วนตัวแปรบางตัวที่ไม่ได้นำมาศึกษา เช่น ผลิตภัณฑ์ของประชาชาติเบื้องต้น (GNP) เนื่องจากข้อมูลที่เผยแพร่เป็นรายปี ทำให้ข้อมูลที่จะนำมาวิเคราะห์เพื่อหาความสัมพันธ์กันนั้นมีจำนวนน้อย อาจทำให้ผลสรุปเบี่ยงเบนไปจากที่ควรจะเป็น

### วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ กับตัวแปรทางการเงินของกลุ่มประเทศในเอเชีย โดยพิจารณาผลกระทบของตัวแปรทางการเงิน 3 ตัว คือ เงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย และปริมาณเงิน ที่มีต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ว่ามีขนาดและทิศทางอย่างไร

2. เพื่อเปรียบเทียบผลกระทบของตัวแปรทางการเงินดังกล่าวต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ระหว่างกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่ในเอเชีย (NEWLY DEVELOPED COUNTRIES) ได้แก่ ประเทศเกาหลีใต้, ฮองกง, ไต้หวัน และสิงคโปร์ กับกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนา (DEVELOPING COUNTRIES) ได้แก่ ประเทศไทย, ฟิลิปปินส์และมาเลเซีย

### สมมติฐานที่ใช้ในการศึกษา

1. ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศเอเชียจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับเงินเพื่อและอัตราดอกเบี้ย แต่จะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับปริมาณเงิน ซึ่งความสัมพันธ์ทั้ง 3 นี้สอดคล้องกับทางทฤษฎี

2. ตัวแปรทางการเงินดังกล่าว จะมีผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของ 2 กลุ่มประเทศในเอเชียนี้ไม่เท่ากัน เนื่องจากระดับการพัฒนาของประเทศ 2 กลุ่มนี้แตกต่างกัน

### ขอบเขตของการศึกษา

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์กับตัวแปรทางการเงิน ตัวแปรทางการเงินที่นำมาศึกษานั้นพิจารณาจากความสำคัญและสามารถจัดหาข้อมูลรายเดือนได้ ฉะนั้นจึงศึกษาตัวแปรทางการเงิน 3 ตัว คือ เงินเพื่อ อัตราดอกเบี้ย และปริมาณเงิน โดยพิจารณาถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรแต่ละตัวกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศในกลุ่มประเทศเอเชีย นอกจากนี้ยังทำการเปรียบเทียบผลกระทบดังกล่าวระหว่างกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่ในเอเชีย (NEWLY DEVELOPED COUNTRIES) กลุ่มนี้ได้แก่ ประเทศเกาหลีใต้, ฮองกง, ไต้หวัน และสิงคโปร์ กับกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนา (DEVELOPING COUNTRIES) ได้แก่ ประเทศไทย, ฟิลิปปินส์และมาเลเซีย ดังนั้นจึงทำการหาความสัมพันธ์ดังกล่าวใน 7 ประเทศ ระยะเวลาในการศึกษานั้นใช้ข้อมูลในอดีตรวมเวลาประมาณ 9 ปี นับตั้งแต่ปี 2520 - 2528 ข้อมูลดังกล่าว เป็นรายเดือนจึงได้จำนวนตัวอย่าง (Observations) ค่อนข้างใหญ่ มีประมาณ 103 ตัวอย่าง ยกเว้นประเทศเกาหลีใต้ และไต้หวัน ซึ่งมีขนาดตัวอย่างประมาณ 65 ตัวอย่าง เนื่องจากข้อมูลไม่สมบูรณ์ แหล่งที่มาของข้อมูลได้มาจาก

สมการดังกล่าว เป็นการหาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระในเดือนหนึ่งๆ ( $t$ ) ว่ามีความสัมพันธ์กับแปรตามในเดือนเดียวกัน ( $t$ ) อย่างไร นอกจากนี้ยังศึกษาถึงผลกระทบที่มีต่อตัวแปรตาม โดยนอกจากจะพิจารณาว่าเป็นผลจากตัวแปรอิสระเดือนปัจจุบัน ( $t$ ) แล้วยังนำตัวแปรอิสระที่ผ่านมาแล้ว 1 เดือนถึง 5 เดือน ( $t - 1, t - 2, \dots, t - 5$ ) เข้าร่วมพิจารณาค้น เพื่อหาว่าตัวแปรอิสระ ณ เวลาไหนที่จะสัมพันธ์กับตัวแปรตามมากที่สุด โดยใช้สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) มีรูปแบบดังนี้

$$SR_{it} = \alpha_i + \beta_0 I_t + \beta_1 I_{t-1} + \beta_2 I_{t-2} + \beta_3 I_{t-3} + \beta_4 I_{t-4} + \beta_5 I_{t-5} + \epsilon_{it}$$

สำหรับตัวแปรต่าง ๆ กำหนดค่าได้ดังต่อไปนี้

1. ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ คืออัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหลักทรัพย์ โดยใช้ราคาปิดรายเดือนแทนราคาหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ จำนวนได้ดังนี้

$$SR_{it} = \frac{P_{it+1} - P_{it}}{P_{it}} \times 100$$

เมื่อ  $SR_{it}$  แทนอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ประเทศ  $i$  เดือน  $t$   
 $P_{it}$  แทนระดับราคาของหลักทรัพย์ในประเทศ  $i$  เดือน  $t$

2. เงินเฟ้อ (Inflation) คืออัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index) ในแต่ละเดือน จำนวนได้ดังนี้

$$I_{it} = \frac{CPI_{it+1} - CPI_{it}}{CPI_{it}} \times 100$$

เมื่อ  $I_{it}$  แทนอัตราเงินเฟ้อของประเทศ  $i$  เดือน  $t$   
 $CPI_{it}$  แทนดัชนีราคาผู้บริโภคในประเทศ  $i$  เดือน  $t$

3. อัตราดอกเบี้ย (Interest Rate) ในการศึกษานี้จะหมายถึงอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น (Short-term Interest Rate) จำนวนได้ดังนี้

$$R_{it} = \frac{r_{it+1} - r_{it}}{r_{it}} \times 100$$

เมื่อ  $R_{it}$  แทนอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศ  $i$  เดือน  $t$   
 $r_{it}$  แทนอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศ  $i$  เดือน  $t$

4. ปริมาณเงิน (Money Supply) ในการศึกษานี้หมายถึงอัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน คำนวณได้ดังนี้

$$M_{it} = \frac{m_{it+1} - m_{it}}{m_{it}} \times 100$$

เมื่อ  $M_{it}$  แทนอัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินในประเทศ  $i$  เดือน  $t$

$m_{it}$  แทนปริมาณเงินในประเทศ  $i$  เดือน  $t$

เนื่องจากขนาดตัวอย่างที่น่ามาวิจัยค่อนข้างใหญ่ จึงทำการคำนวณโดยอาศัยเครื่องไมโครคอมพิวเตอร์ คำนวณโดยโปรแกรมสำเร็จรูป Micro - TSP (Time Series Processor for Microcomputers) เพื่อวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) ดังกล่าว

#### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษา

การศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ คาดว่าจะมีประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดทุนในส่วนรวม

1. ผลการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรทางการเงิน กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศในเอเชียสามารถเป็นแนวทางแก่นักลงทุนในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์
2. นักลงทุนระหว่างประเทศจะได้ประโยชน์จากการนำความสัมพันธ์ดังกล่าวมาเป็นแนวทางในการ Diversify international Portfolio
3. หน่วยงานของรัฐที่เกี่ยวข้อง จะสามารถนำความสัมพันธ์ดังกล่าวมาช่วยในการวางแผน และกำหนดนโยบายเพื่อพัฒนาตลาดรองได้