



บทที่ 6

สรุปและข้อเสนอแนะ

6.1 สรุป

ภายใต้วัตถุประสงค์ของการศึกษาในบทที่ 1 ในการศึกษาครั้งนี้ที่ต้องการศึกษาถึงลักษณะและปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายหลังจากทำการศึกษาได้ข้อสรุปดังนี้

เงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีบทบาทเพิ่มมากขึ้น โดยจะเห็นได้อย่างชัดเจนจาก สัดส่วนของมูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศต่อมูลค่าการซื้อขายรวมทั้งหมด* ที่มีการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจาก 1.83% ในปี พ.ศ.2526 เป็น 12.90% ในปี พ.ศ. 2531 และได้เพิ่มเป็น 26.34% ใน ปีพ.ศ.2538 จนกระทั่งในปี พ.ศ.2539 มีสัดส่วนเท่ากับ 17.12% ซึ่งเป็นอัตราการเพิ่มที่รวดเร็วมาก ทำให้นักลงทุนจากต่างประเทศ กลายเป็นนักลงทุนกลุ่มที่มีความสำคัญและมีความหมายอย่างมากในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะหมายถึงมูลค่าของเงินทุนก้อนใหญ่ที่สามารถส่งผลกระทบต่อภาวะของตลาดทุนในประเทศอย่างเห็นได้ชัด

จากเหตุผลดังกล่าวทำให้การเปลี่ยนแปลงการลงทุนของนักลงทุนจากต่างประเทศย่อมทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ซึ่งจะเห็นได้จากดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีแนวโน้มตามมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดฯ นอกจากนี้ นักลงทุนต่างประเทศยังมีลักษณะที่เป็นผู้นำของตลาดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สาเหตุที่เป็นเช่นนี้ก็สืบเนื่องจากการที่นักลงทุนจาก

*คำนวณจาก (มูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศ/2) / มูลค่าการซื้อขายรวมทั้งตลาด * 100

ต่างประเทศจะมีการพิจารณาถึงปัจจัยต่างๆอย่างรอบคอบ เช่น ศึกษาถึงแนวโน้มของตลาด หรือ ให้ความสำคัญกับงานวิจัยต่างๆที่เกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ ก่อนที่จะตัดสินใจที่จะเลือกลงทุน รวมทั้งนักลงทุนจากต่างประเทศจะมีความชำนาญในการวิเคราะห์หลักทรัพย์มากกว่านักลงทุนในประเทศไทย ด้วยเหตุนี้จึงทำให้นักลงทุนโดยทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยอมรับในการตัดสินใจของนักลงทุนจากต่างประเทศ และมีพฤติกรรมในการลงทุนในทิศทางเดียวกับนักลงทุนต่างประเทศ เป็นการแสดงให้เห็นว่า ในช่วงระยะเวลาที่ผ่านมา นักลงทุนจากต่างประเทศได้มีบทบาทในตลาดหลักทรัพย์ฯเพิ่มมากขึ้นอย่างเห็นได้ชัด

แต่จากผลของการศึกษาในหัวข้อที่ 5.1 สามารถสรุปผลของการศึกษาได้ว่า มูลค่าสุทธิของเงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Net Foreign Portfolio Investment) มีลักษณะที่เป็นเงินทุนในระยะสั้น (Hot Money Flow) โดยจะเห็นได้จากค่าความผันผวนที่ค่อนข้างสูงเมื่อเปรียบเทียบกับ การลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ (NFDI) ซึ่งเป็นเสมือนกับเงินทุนในระยะยาว และค่าความผันผวนมีค่าใกล้เคียงกับบัญชีเงินฝากของผู้ที่ไม่มีถิ่นพำนักอยู่ในประเทศ (NNRB) ที่เป็นลักษณะของเงินทุนในระยะสั้น เพราะ มีค่า Autocorrelation ที่เปลี่ยนจากลบเป็นบวกหลายครั้ง ซึ่งมีลักษณะเช่นเดียวกับ NNRB และต่างจากค่า Autocorrelation ของ NFDI ที่มีค่าบวกเกือบตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษา, ระยะเวลาที่เข้ามาลงทุนในประเทศสั้น และมีความสามารถในการทำนายที่ไม่ดีมากนัก จากลักษณะดังกล่าวจะส่งผลเสียต่อภาวะการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากการนำเงินเข้าหรือถอนเงินออกของนักลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในตลาดหลักทรัพย์อย่างเห็นได้ชัด เพราะเป็นมูลค่าของเงินทุนที่สูง นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังเป็นแหล่งระดมเงินทุนที่สำคัญของประเทศ เมื่อเป็นเช่นนี้รัฐบาลจึงควรที่จะมีนโยบายหรือมาตรการต่างๆที่เกี่ยวกับการดำเนินงานอย่างจริงจังเพื่อที่จะลดความผันผวนดังกล่าวและส่งเสริมให้มีการไหลเข้าอย่างต่อเนื่อง

ความผันผวนของเงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจจะเกิดขึ้นจากปัจจัยที่สำคัญต่างๆหลายประการ ปัจจัยหนึ่งที่น่าจะก่อให้เกิดความผันผวน คือ การดำเนินนโยบายเปิดเสรีทางการเงิน เป็นผลทำให้นักลงทุนจากต่างประเทศสามารถที่จะเคลื่อนย้ายเงินทุนเข้าออกจากรประเทศได้อย่างเสรี ถึงแม้ว่าจะเป็นนโยบายที่ดีในอีกด้านที่จะนำไปสู่การเป็นศูนย์กลางทางการเงินในภูมิภาคนี้ แต่การดำเนินนโยบายดังกล่าวก็มีส่วนทำให้เกิดความผันผวนในการ

เคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศได้ นอกจากนี้ความผันผวนที่เกิดขึ้นอาจจะมีสาเหตุมาจากปัจจัยอื่นๆ โดยจากผลการศึกษาในหัวข้อที่ 5.2 จากแบบจำลองจะให้เห็นว่า ปัจจัยที่มีผลต่อมูลค่าสุทธิของเงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะประกอบไปด้วย ดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index : CPI), ค่าประกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Premium : FP), ส่วนต่างของอัตราผู้ยืมระหว่างธนาคารในประเทศไทยกับอัตราผู้ยืมระหว่างธนาคารในสหรัฐฯ (IND), อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิ (P/E Ratio : PE), ดัชนีหลักทรัพย์ของตลาดหุ้นนิวยอร์ก (NYSE) และสัดส่วนระหว่างความเสี่ยงของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ที่สามารถอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสุทธิของเงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ยกเว้นเพียง ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index : SET) เท่านั้นที่ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสุทธิของเงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในแบบจำลองก็มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Cointegrated) ไม่ว่าจะใช้การทดสอบตามวิธีของ Engle and Granger หรือใช้วิธีการทดสอบของ Soren Johansen ต่างให้ผลสรุปในลักษณะเดียวกัน เป็นการแสดงให้เห็นว่าตัวแปรต่างๆ ที่กล่าวถึงในแบบจำลองมีผลในการกำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลของการศึกษาดังกล่าวสามารถสรุปได้ว่านักลงทุนจากต่างประเทศจะคำนึงถึงผลตอบแทนที่จะได้รับเป็นหลักก่อนการตัดสินใจในการลงทุน จะเห็นได้จากค่าสัมประสิทธิ์ของ CPI, FP, PRISK, IND และ DPE มีค่าที่สูง และตัวแปรอธิบายที่มีนัยสำคัญทางสถิติทั้งหมดเป็นตัวแปรที่มีผลต่อผลตอบแทนและความมั่งคั่งที่นักลงทุนจะได้รับ

เมื่อทราบถึงปัจจัยที่มีผลต่อมูลค่าเงินลงทุนจากต่างประเทศแล้ว การทดสอบด้วยวิธี Error Correction Model (ECM) ยังสามารถที่จะระบุได้อย่างชัดเจนว่าเงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความผันผวนจริง โดยจากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอธิบายตัวใดตัวหนึ่งในแบบจำลอง จะมีผลทำให้ความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวที่เกิดขึ้นนั้นหายไป และจากผลการทดสอบ ECM สามารถที่จะยืนยันข้อสรุปอีกประการหนึ่งเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศได้ว่า นักลงทุนจากต่างประเทศเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อทำการแสวงหากำไร เพราะเมื่อเกิดผลกระทบต่อตัวแปรต่างๆ และผลการเปลี่ยนแปลงของ Error Correction (ผลของตัวแปรอื่นนอกเหนือจากตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลอง) จะไม่ทำให้ความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพนั้นหายไป

จากที่กล่าวมาทั้งหมด สามารถสรุปได้ว่า เงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถึงแม้ว่าจะก่อให้เกิดผลดีต่อสภาพคล่องในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดทุนระบบเศรษฐกิจของประเทศ เช่น สามารถที่จะชดเชยช่องว่างระหว่างเงินออมกับเงินลงทุน (Saving-Investment Gap) ได้ หรือทำให้เกิดประสิทธิภาพและเป็นการเพิ่มขนาดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ผลของเงินลงทุนนี้อาจจะก่อให้เกิดผลเสียได้เช่นเดียวกัน ตัวอย่างเช่น ทำให้เกิดปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด เป็นต้น นอกจากนี้จากผลการศึกษาในครั้งนี้ได้แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนจากต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะเข้ามาในลักษณะของการเก็งกำไร (Speculative) และเข้ามาอยู่ในประเทศเป็นระยะเวลาสั้นๆ (Hot Money Flow) จึงทำให้มีความผันผวนมาก ดังนั้นเมื่อทราบเช่นนี้แล้ว ก็ควรมีการดำเนินมาตรการต่างๆ ในอันที่จะลดความผันผวนและพฤติกรรมเก็งกำไรดังกล่าวให้น้อยลง เพื่อที่จะได้นำเงินทุนนี้ไปใช้ให้เกิดประโยชน์ต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศอย่างแท้จริง

6.2 ข้อเสนอนะ

จากแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้จะเห็นได้ว่า ตัวแปรเกือบทั้งหมดที่กล่าวถึงในแบบจำลองจะเป็นตัวแปรทางด้านการเงิน ยกเว้น ดัชนีราคาผู้บริโภค ถึงแม้ว่าจากผลที่ได้ตัวแปรทั้งหมดสามารถจะอธิบายการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ แต่ก็ควรมีการปรับปรุงแบบจำลองเพื่อที่จะใช้ในการศึกษาในอนาคต ซึ่งควรมีการเพิ่มตัวแปรอื่นๆ นอกเหนือจากตัวแปรทางการเงิน เพื่อที่จะได้แบบจำลองที่มีความสามารถในการอธิบายได้อย่างมีประสิทธิภาพและครอบคลุมผลกระทบต่างๆ ที่กว้างขวางมากขึ้น เช่น ตัวแปรทางการเมือง ก็เป็นปัจจัยที่สำคัญอีกประการหนึ่งที่มีผลต่อการตัดสินใจในการลงทุนของนักลงทุนจากต่างประเทศค่อนข้างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งเสถียรภาพของรัฐบาล ซึ่งในการศึกษาค้างนี้ได้มีการกล่าวไว้แล้ว แต่เนื่องจากการกล่าวถึงสถานการณ์ทางการเมืองในแบบจำลอง จะต้องอยู่ในลักษณะของตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ซึ่งไม่สามารถที่จะนำมาทดสอบ Co-Integration ได้ ดังนั้นในการศึกษาค้างนี้จึงต้องใช้เหตุผลโดยอาศัยทฤษฎีและข้อเท็จจริงแสดงให้เห็นว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถใช้เป็นตัวแทนในการอธิบายสถานการณ์ทางการเมือง แต่อย่างไรก็ตามการใช้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็สามารถที่จะสะท้อนภาพทางการเมืองได้ในระดับหนึ่ง ซึ่งการศึกษาในอนาคตควรจะหาตัวแปรอื่นๆ ที่สามารถสะท้อนถึงภาวะทางการเมืองของประเทศได้อย่างชัดเจน ตัวแปรหนึ่งที่น่าจะใช้เป็นตัวแทนได้ก็คือ ค่าความน่าเชื่อถือของประเทศ

(Country Risk) ที่ในปัจจุบันยังไม่มีการจัดทำอย่างต่อเนื่อง จึงไม่สามารถนำมาใส่ไว้ในแบบจำลองได้

นอกจากนี้ยังมีตัวแปรอื่นๆที่น่าสนใจอีกหลายตัว เช่นรายได้ของนักลงทุนต่างประเทศและประเทศไทย เพราะจะเป็นค่าที่แสดงถึงความสามารถในการลงทุนของนักลงทุน ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปในอนาคตจึงควรที่จะมีการกล่าวถึงตัวแปรต่างๆให้กว้างขวางมากกว่าการศึกษาครั้งนี้ เพื่อที่จะได้แบบจำลองที่อธิบายการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพและมีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย