

ลักษณะและปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศ  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นายบัณฑิต ชัยวิชญชาติ



วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

ภาควิชาเศรษฐศาสตร์

บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2539

ISBN 974-636-876-1

ลิขสิทธิ์ของบัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**THE CHARACTERISTICS AND DETERMINANTS  
OF FOREIGN PORTFOLIOS INVESTMENT IN THAILAND**



**MR. BUNDIT CHAIVICHAYACHAT**

**สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย**  
A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Economics

**Department of Economics**

**Graduate School**

**Chulalongkorn University**

**Academic year 1996**

**ISBN 974-636-876-1**

หัวข้อวิทยานิพนธ์ : ลักษณะและปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลัก  
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย : นายบัณฑิต ธีวธิญธาติ

ภาควิชา : เศรษฐศาสตร์

อาจารย์ที่ปรึกษา : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ไพฑูรย์ วิบูลสุตีกุล

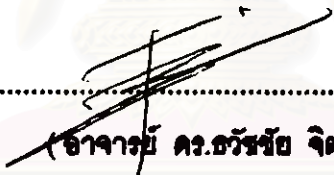
อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.บังอร ทับทิมทอง

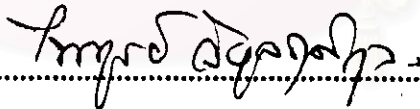


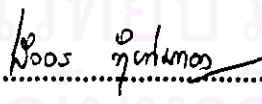
บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิตวิทยาลัยฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่ง  
ของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารบัณฑิต

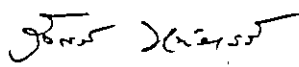
  
.....คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย  
(ศาสตราจารย์ นายแพทย์ศุภวัฒน์ ชุตินวงศ์)

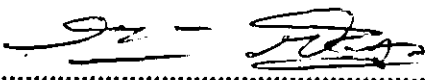
คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

  
.....ประธานกรรมการ  
(อาจารย์ ดร.อรรชัช จิตรภาษนันท์)

  
.....อาจารย์ที่ปรึกษา  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ไพฑูรย์ วิบูลสุตีกุล)

  
.....อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.บังอร ทับทิมทอง)

  
.....กรรมการ  
(ดร.รังสรรค์ หทัยเสรี)

  
.....กรรมการ  
(นาย กฤษดา กิระกุล)

พิมพ์ต้นฉบับบทคัดย่อวิทยานิพนธ์ภายในกรอบสี่เหลี่ยมนี้เพียงแผ่นเดียว



บัณฑิต ชัยวิชญชาติ : ลักษณะและปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (THE CHARACTERISTICS AND DETERMINANTS OF FOREIGN PORTFOLIOS INVESTMENT) อ.ที่ปรึกษา : ผศ.ดร.ไพฑูรย์ วิบูลจุติกุล, อ.ที่ปรึกษาร่วม : ผศ.ดร.บังอร ทับทิมทอง ; 128 หน้า. ISBN 974-636-876-1.

ประเทศไทยประสบกับภาวะขาดแคลนเงินออม เป็นผลทำให้ประเทศไทยไม่สามารถที่จะมีเงินลงทุนได้เพียงพอกับความต้องการ ทำให้ระบบเศรษฐกิจต้องพึ่งพาเงินลงทุนต่างประเทศ ดังนั้นเพื่อชดเชยกับความต้องการในการลงทุนนี้ จึงทำให้เกิดการศึกษานี้ขึ้น โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงลักษณะและปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากผลของการศึกษาสามารถสรุปผลของการศึกษาได้ว่า มูลค่าสุทธิของเงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Net Foreign Portfolio Investment : NFPI) มีลักษณะที่เป็นเงินทุนในระยะสั้น (Hot Money Flow) โดยจะเห็นได้จากค่าความผันผวนที่มีค่าสูง, ระยะเวลาที่เข้ามาลงทุนในประเทศสั้น และมีความสามารถในการทำนายที่ไม่ดีมากนัก ส่วนการศึกษาหาปัจจัยที่กำหนด NFPI นั้น พบว่า ดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index : CPI), ค่าประกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Premium : FP), อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิ (P/E Ratio : PE), ดัชนีหลักทรัพย์ดาวนิวยอร์ก (NYSE), ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศ (IND), สัดส่วนระหว่างความเสี่ยงของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (PRISK) และ ดัชนีการลงทุนภาคอุตสาหกรรมในภาคเอกชน (Private Investment Index : PII) มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของ NFPI ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ยกเว้น ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index : SET) ที่ไม่สามารถอธิบาย NFPI ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในแบบจำลองก็มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Cointegrated) และผลการทดสอบด้วยวิธี Error Correction Model (ECM) สรุปได้ว่า นักลงทุนจากต่างประเทศเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อทำการแสวงหากำไร เนื่องจากดุลยภาพที่หาได้จะมีการเปลี่ยนแปลงไปเมื่อเกิดผลกระทบต่อบัญชีต่างๆ ที่มีผลต่อกำไร

เมื่อทราบเช่นนี้แล้วก็ควรที่จะมีการดำเนินมาตรการต่างๆ ในอันที่จะลดความผันผวนและพฤติกรรมการเก็งกำไรดังกล่าวให้น้อยลง เพื่อที่จะได้นำเงินทุนนี้ไปใช้ให้เกิดประโยชน์ต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศอย่างแท้จริง

เศรษฐศาสตร์

ภาควิชา .....  
เศรษฐศาสตร์  
สาขาวิชา .....  
2539  
ปีการศึกษา .....

ลายมือชื่อนิติ .....  
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา .....  
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาร่วม .....

\*\* C860083 : MAJOR ECONOMICS

KEY WORD: CHARACTERISTICS / DETERMINANTS OF FOREIGN PORTFOLIOS

INVESTMENT IN THAILAND

BUNDIT CHAIVICHAYACHAT : THE CHARACTERISTICS AND DETERMINANTS OF FOREIGN PORTFOLIOS INVESTMENT IN THAILAND. THESIS ADVISOR :

ASSIST.PROF.Ph.D. PAITON VIBOOLCHUTIKUL, THESIS COADVISOR :

ASSIST.PROF.Ph.D. BANGORN TUBTIMTONG 128pp. ISBN 974-636-876-1.

The purpose of this thesis is to study the characteristics and the determinants of foreign portfolios investment in Thailand, using data from January 1990 to June 1996. The source of the data are collected from the Bank of Thailand, the Bangkok Bank and the Stock Exchange of Thailand. The determinants of the capital flows can be used to analyze the savings-investment pattern in Thailand, and provide the policy implication for the capital flows.

From the result of this study, we may conclude that Net Foreign Portfolio Investment (NFPI) in Thailand is more volatile and unpredictable which is classified as "Hot money flow". The statistical test is negative pattern of autocorrelation function. The determinants of the NFPI are Consumer Price Index (CPI), Forward Premium (FP), Price per Earning Ratio (PE), Private Investment Index (PII), Interest Rate Differential (IND), Relative Risk between the Stock Exchange of Thailand and the New York Stock Exchange (PRISK), the New York Stock Exchange Index (NYSE) and the Stock Exchange Thailand Index (SET). These variables except the SET are statistically significant in determining the NFPI, using the cointegration analysis. Therefore, the long run relationship exists between the NFPI and these variables. The variables are cointegrated. The Error Correction Model (ECM) can be used to analyze the short run adjustment process of the movement of NFPI creating from the speculative mechanism in the Thailand Stock Exchange.

Therefore, the government policy implitation should put the emphasis on the prevention of the speculation in the stock market and directing the foreign capital flows into direct investment instead.

ภาควิชา..... ECONOMICS

สาขาวิชา..... ECONOMICS

ปีการศึกษา..... 1996

ปีการศึกษา.....

ลายมือชื่อนิติกร..... *[Signature]*

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา..... *[Signature]*

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาร่วม..... *[Signature]*

## กิตติกรรมประกาศ



วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยความอนุเคราะห์เป็นอย่างดีจากคณาจารย์หลายท่าน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ผศ.ดร.ไพฑูริย์ วิบูลชุตติกุล อาจารย์ที่ปรึกษา และ ผศ.ดร.บังอร ทับทิมทอง อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม ที่กรุณาตลอดเวลาเพื่อให้คำแนะนำ ตรวจสอบ ตลอดจนติดตามความคืบหน้าของการทำวิทยานิพนธ์มาโดยตลอด นอกจากนี้ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ อ.ดร.รัชชัย จิตรภานันท์ ประธานกรรมการ , ดร.รังสรรค์ นัยเสรี และ คุณภฤชดา กิระกุล กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ได้ตลอดเวลาเป็นกรรมการสอบในครั้งนี้ รวมทั้งให้คำแนะนำในการทำวิทยานิพนธ์ ผู้เขียนจึงขอกราบขอบพระคุณไว้ ณ ที่นี้

ผู้เขียนขอขอบคุณ เจ้าหน้าที่หน่วยตุลาการชำระเงิน ฝ่ายวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทย และเจ้าหน้าที่ฝ่ายวิจัยธนาคารกรุงเทพที่อำนวยความสะดวกในเรื่องข้อมูล เพื่อนๆที่ให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์ และทุกๆคนที่มีได้กล่าวถึงที่มีส่วนช่วยเหลือให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้

ท้ายสุดนี้ผู้เขียนกราบขอบพระคุณ บิดา มารดา ป้า อา และน้องๆ ที่คอยให้กำลังใจ รวมทั้งให้ความช่วยเหลือในการทำวิทยานิพนธ์เป็นอย่างดี ทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดีรวม รวมทั้งเพื่อนสนิทที่คอยให้กำลังใจและเตือนตลอดเวลาที่ทำ หากการทำวิทยานิพนธ์ในครั้งนี้ทำให้เกิดคุณความดีขึ้น ผู้เขียนขอมอบให้ บิดา มารดา ป้า อา อาจารย์ผู้ให้วิชาความรู้ และ ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องทุกท่าน ส่วนความผิดพลาดที่เกิดขึ้นผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่ผู้เดียว

บัณฑิต รัชวิทยุชาติ

พฤษภาคม 2540

# สารบัญ



	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ก
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	ข
กิตติกรรมประกาศ.....	ค
สารบัญ.....	ง
สารบัญตาราง.....	ฉ
สารบัญภาพ.....	ช
บทที่	
1 บทนำ.....	1
1.1 ปัญหาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา.....	9
1.3 ขอบเขตและข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา.....	10
1.4 วิธีการศึกษา.....	10
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	12
1.6 โครงสร้างวิทยานิพนธ์.....	12
2 ความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการลงทุนของนักลงทุน จากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	14
2.1 ตลาดเงินและตลาดทุน.....	14
2.2 วิวัฒนาการของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย.....	15
2.3 การลงทุนของนักลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	18
3 ทฤษฎีและผลงานวิจัย ที่เกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์.....	26
3.1 ทฤษฎีเกี่ยวกับการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์.....	26
3.2 วรรณกรรมปริทัศน์.....	35



## สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
4 แบบจำลองและวิธีการศึกษา.....	51
4.1 การทดสอบลักษณะของเงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย.....	51
4.2 การศึกษาปัจจัยที่กำหนดให้นักลงทุนจากต่างประเทศนำเงินเข้ามาลงทุน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	53
5 ผลการประมาณค่า.....	74
5.1 ผลการทดสอบลักษณะของเงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย.....	74
5.2 ผลการศึกษาหาปัจจัยที่กำหนดให้นักลงทุนจากต่างประเทศนำเงินเข้ามาลงทุน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	86
6 สรุปและข้อเสนอแนะ.....	102
6.1 สรุป.....	102
6.2 ข้อเสนอแนะ.....	102
รายการอ้างอิง.....	107
ภาคผนวก.....	111
ประวัติผู้เขียน.....	128



## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1.1 มูลค่าการลงทุนรวมมวลรวมภายในประเทศ , การออมมวลรวมภายในประเทศ และ ช่องว่างระหว่างการลงทุน และการออม.....	2
1.2 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวม ของชาวต่างประเทศ.....	8
2.1 ค่าสถิติที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	19
2.2 มูลค่าเงินลงทุนสุทธิจากต่างประเทศจำแนกตามประเภท.....	22
3.1 ผลการสำรวจปัจจัยที่มีผลต่อการเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยตามกลุ่มประเทศของนักลงทุน.....	42
3.2 ผลการทดสอบทางสถิติ โดยใช้สมการถดถอยแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง ดัชนีราคาหุ้นกับปริมาณการซื้อขายหุ้นสุทธิของต่างประเทศถ่วงน้ำหนัก ด้วยการซื้อขายรวมในตลาด ฯ.....	47
4.1 สมมติฐานเกี่ยวกับผลกระทบของตัวแปรต่าง ๆ ที่มีต่อ NFPI.....	60
5.1 ค่าสถิติเบื้องต้นของ NFPI NFDI และ NNRB.....	75
5.2 ค่า Akaike Criterion ( AIC ) ของ NFPI.....	80
5.3 ผลการทดสอบ ADF ของตัวแปร NFP.....	80
5.4 ค่า Akaike Criterion ( AIC ) ของ DNFPI.....	80
5.5 ผลการทดสอบ ADF ของตัวแปร DNFPI.....	80
5.6 แสดงค่า Q-Statistic ของ Residual ที่ได้จากการประมาณค่าแบบจำลองต่างๆ.....	83
5.7 ค่าสถิติที่ใช้วัดความสามารถในการทำนายของแบบจำลองต่างๆ.....	85
5.8 สรุปผลการทดสอบลักษณะของ NFPI.....	85
5.9 ค่า Akaike Criterion ( AIC ) ของตัวแปรในแบบจำลอง.....	88
5.10 ผลการทดสอบ Stationary ของตัวแปร ในแบบจำลอง.....	88
5.11 ค่า Akaike Criterion ( AIC ) ของตัวแปร First Difference.....	89

## สารบัญตาราง (ต่อ)

5.12 ผลการทดสอบ Stationary ของตัวแปร First Difference.....	89
5.13 ค่า Correlation ระหว่างตัวแปรในแบบจำลอง.....	90
5.14 ผลการประมาณค่าด้วยวิธี Ordinary Least Square.....	92
5.15 ค่า Akaike Criterion ( AIC ) ค่าของ Residual ที่ได้รับจากการประมาณค่า ในตารางที่ 5.13.....	93
5.16 ผลการทดสอบ Stationary ของตัวแปร ค่าของ Residual ที่ได้รับจาก การประมาณค่าในตารางที่ 5.13 .....	93
5.17 ค่า Akaike Criterion ( AIC ) ของแบบจำลอง VAR.....	94
5.18 ค่าสถิติ Eigenvalue และ Likelihood.....	94
5.19 แสดงค่า Unnormalized Cointegrating Coefficient.....	95

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญญภาพ

ภาพที่	หน้า
1.1 มูลค่าการออมมวลรวมภายในประเทศ , การลงทุนมวลรวมภายในประเทศ และ Saving-Investment Gap .....	3
1.2 มูลค่าการไหลเข้าสุทธิของเงินทุนจากต่างประเทศ จำแนกตามประเภทเงินทุน.....	5
1.3 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมและมูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศ.....	7
2.1 แสดงมูลค่า Net Foreign Portfolio Investment (NFPI).....	23
3.1 ลักษณะของเส้นความพอใจเท่ากันของนักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยง.....	29
3.2 ลักษณะของฟังก์ชันอรรถประโยชน์ของนักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยง.....	30
3.3 ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ค่าความแปรปรวน และ อรรถประโยชน์ ที่ทำให้ให้นักลงทุนได้รับความพอใจสูงสุด.....	31
3.4 ลักษณะของ Efficiency Frontier.....	33
3.5 แสดงการเลือกการกระจายการถือหลักทรัพย์อย่างเหมาะสม.....	34
5.1 มูลค่าของ NFPI NNON และ NFDI.....	75
5.2 Correlogram และ NFDI, NFPI และ NNRB.....	78
5.3 แสดงค่า Autocorrelation และ Partial Autocorrelation ของ DNFI.....	81

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย