

กลยุทธ์และผลตอบแทนการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นายฉิมมพร วิชัยธรรมธร

สถาบันวิทยบริการ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์

คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2548

ISBN 974-53-2872-3

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

STRATEGY AND RETURN TO FOREIGN INVESTORS IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

Mr. Tikamporn Wichaitammatorn

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Economics Program in Economics

Faculty of Economics
Chulalongkorn University
Academic Year 2005
ISBN 974-53-2872-3

ฉิมพริ วิชัยธรรมธร : กลยุทธ์และผลตอบแทนการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (STRATEGY AND RETURN TO FOREIGN INVESTORS IN STOCK EXCHANGE OF THAILAND) อ. ที่ปรึกษา : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ชัยรัตน์ เอี่ยมกุลวัฒน์ 144 หน้า. ISBN 974-53-2872-3.

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษากลยุทธ์และผลตอบแทนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนต่างชาติ รวมทั้งทำการเปรียบเทียบกับนักลงทุนประเภทสถาบันและนักลงทุนรายย่อย ตลอดจนศึกษาเสถียรภาพของราคาหุ้นภายหลังจากการซื้อและขายในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติ ในช่วงเดือน มกราคม 2538 ถึง ธันวาคม 2547 โดยแบ่งการพิจารณาออกเป็นสามช่วงคือช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ และช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลรายสัปดาห์ ในลักษณะข้อมูลอนุกรมเวลา และอาศัยการทดสอบสมมติฐาน Positive Feedback ด้วยแบบจำลอง Vector Auto Regressive (VAR)

ผลการศึกษา พบว่า นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดในทุกช่วงเวลาที่ทำการศึกษา โดยการเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 ของผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในแต่ละสัปดาห์ ส่งผลทำให้มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนต่างชาติในสัปดาห์ต่อไปลดลงร้อยละ 138.26 ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ลดลงร้อยละ 11.82 ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ และลดลงร้อยละ 68.08 ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ตรงกันข้ามกับนักลงทุนสถาบันในประเทศที่ใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด ส่วนนักลงทุนรายย่อยมีรูปแบบการลงทุนแบบตามตลาดในช่วงเวลาปกติ แต่กลับใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ นอกจากนี้ การศึกษาผลตอบแทนการลงทุน พบว่า นักลงทุนต่างชาติมีผลตอบแทนการลงทุนที่ดี โดยมีกำไรสะสม 25,354.70 ล้านบาท ในขณะที่นักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อยมีผลขาดทุนสะสม 584.81 และ 24,769.96 ล้านบาท ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาไม่พบว่าการซื้อขายในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติจะส่งผลให้ราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเสถียรภาพไปแต่อย่างใด

สาขาวิชา เศรษฐศาสตร์
ปีการศึกษา 2548

ลายมือชื่อนิสิต..... ศ.อ.พ. ส.อ.พ.ม.
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

4785562129 : MAJOR ECONOMICS

KEY WORD: FOREIGN INVESTORS / POSITIVE FEEDBACK / RETURNS / STOCK EXCHANGE OF THAILAND

TIKAMPORN WICHAITAMMATORN : STRATEGY AND RETURN TO FOREIGN INVESTORS IN STOCK EXCHANGE OF THAILAND. THESIS ADVISOR: ASSISTANT PROFESSOR CHAIRAT AEMKULWAT PH.D., 144 pp. ISBN 974-53-2872-3.

This thesis aims to study strategies and returns of foreign investors in the Stock Exchange of Thailand (SET) and compare with those of institutional and individual investors. Due to high stock turnovers by foreign investors over January 1995 to December 2004, we also test the stabilization of SET index. The time periods studied are divided into three periods: before crisis, during crisis and after crisis. Vector autoregressive model is used to test positive feedback hypothesis using data over 1995 to 2004.

The study finds that foreign investors use negative feedback strategies in all periods; that is, a lagged increase in SET index return by one percentage point leads to a reduction in net weekly foreign investment by 138.26 percent before the crisis, 11.82 percent during crisis and 68.08 percent after the crisis. In contrast, institutional investors use positive feedback strategies during all time periods. Individual investors also use positive feedback during and after the crisis, but use negative feedback during the crisis. In terms of stock returns, foreign investors make profits of 25,354.70 million baht at the expense of local institutional and individual investors. There is no sign of heavy foreign investment transactions destabilizing the stock price in the Stock Exchange of Thailand.

Field of study Economics

Academic year 2005

Student's signature.....

Advisor's signature.....

Tikamporn
Chairat

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลงได้ด้วยดี ด้วยความช่วยเหลืออย่างดียิ่งจากคณาจารย์หลายท่าน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ชัยรัตน์ เอี่ยมกุลวัฒน์ อาจารย์ที่ปรึกษา ซึ่งได้เสียสละเวลาอันมีค่าในการให้คำปรึกษาและข้อคิดเห็นต่างๆที่มีประโยชน์ต่อการศึกษ ตลอดจนได้กรุณาตรวจแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ รวมทั้งการกำหนดระบบการส่งงานที่เป็นระเบียบ จนทำให้วิทยานิพนธ์มีความเรียบร้อยสมบูรณ์ นอกจากนี้ ผู้เขียนยังได้รับความกรุณาอย่างยิ่งจาก รองศาสตราจารย์ ลดาวัลย์ รามางกูร ที่ให้เกียรติเป็นประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และให้คำแนะนำที่ดีเสมอมา พร้อมกันนั้น ขอขอบพระคุณ อาจารย์ ดร.ชัชชัย จิตรภาษณ์นท์ กรรมการสอบวิทยานิพนธ์เป็นอย่างสูง ที่ได้ให้คำแนะนำ ข้อแก้ไขปรับปรุง และตรวจสอบแก้ไขวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นอย่างดี รวมไปถึงการประสิทธิ์ประสาทความรู้ด้านการเงินและการลงทุนให้แก่ผู้เขียน ทั้งนี้ ผู้เขียนขอขอบพระคุณ อาจารย์ ดร.สมประวิณ มันประเสริฐ กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ เป็นอย่างสูง ที่ได้ให้ข้อคิดเห็นที่มีประโยชน์เป็นอันมากต่อวิทยานิพนธ์ พร้อมทั้งให้คำปรึกษาที่มีประโยชน์ต่อการทำงานในอนาคต

นอกจากนี้ ผู้เขียนขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.จูน เจริญเสียง และ อาจารย์ ธาณี ชัยวัฒน์ ที่ได้เสียสละเวลาอันมีค่าอย่างยิ่งในการให้ความรู้และความช่วยเหลือในการทำวิทยานิพนธ์เสมอมา

ขอขอบคุณนายอาทิตย์ ทองเงิน ที่ได้ให้การช่วยเหลือผู้เขียนอย่างเต็มที่ในหลายด้าน นายไชยยันต์ แสงบัณฑิต ที่ได้เป็นธุระในการจัดหาข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ และขอขอบคุณบุคคลอีกหลายท่านที่ได้ให้ความช่วยเหลือแก่ผู้เขียน ที่มีได้ระบุชื่อไว้ในที่นี้

ท้ายนี้ผู้เขียนขอขอบพระคุณ บิดา มารดา ที่ให้กำเนิดมาในโลกใบนี้ และขอขอบพระคุณอาอี้อและอามา ที่ได้ให้การเลี้ยงดู สนับสนุน และให้กำลังใจแก่ผู้เขียนอย่างดียิ่งตลอดเวลา ผู้เขียนหวังเป็นอย่างยิ่งว่า วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อสังคม ผู้ที่สนใจตลอดจนการขยายผลการศึกษาในครั้งต่อไป คุณประโยชน์ของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนขอยกความดีนั้นให้แก่ท่านผู้ที่มีรายนามข้างต้น หากมีข้อผิดพลาดประการใด ผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่ผู้เดียวและขออภัยมา ณ ที่นี้

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ญ
สารบัญภาพ.....	ฎ
บทที่ 1 บทนำ	
1.1 ที่มาและความสำคัญ.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา.....	6
1.3 ขอบเขตของการศึกษา.....	6
1.4 นิยามศัพท์.....	7
1.5 ข้อยกเว้นของการวิจัย.....	8
1.6 แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา.....	8
1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	8
บทที่ 2 แนวคิด สมมติฐาน และวรรณกรรมปริทัศน์	
2.1 กรอบแนวคิดและสมมติฐานที่เกี่ยวข้อง.....	10
2.1.1 พฤติกรรมแบบตามตลาด.....	10
2.1.2 กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาดในตลาดหลักทรัพย์.....	11
2.1.3 สมมติฐาน Positive Feedback.....	12
2.2 วรรณกรรมปริทัศน์.....	13
บทที่ 3 นักลงทุนต่างชาติ	
3.1 การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	26
3.2 กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับเพดานการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ.....	35
3.3 ช่องทางการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย.....	37

บทที่ 4 วิธีการศึกษา

4.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา.....	45
4.2 วิธีการศึกษา.....	46
4.2.1 การทดสอบความนิ่งและการทดสอบหาความล่าที่เหมาะสมของข้อมูล....	46
4.2.1.1 การทดสอบความนิ่งของข้อมูล.....	46
4.2.1.2 การทดสอบหาความล่าที่เหมาะสมของข้อมูล.....	47
4.2.2 การศึกษาผลกระทบการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	48
4.2.3 การศึกษาผลตอบแทนการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	51
4.2.3.1 ความสามารถของการเข้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย.....	51
4.2.3.2 ผลตอบแทนสะสมจากการเข้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย.....	53
4.3 การศึกษาผลกระทบของนักลงทุนต่างชาติต่อเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	54

บทที่ 5 ผลการศึกษา

5.1 ผลกระทบการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนในประเทศ.....	57
5.1.1 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูล.....	57
5.1.2 ผลการทดสอบหาจำนวน Lag ที่เหมาะสมสำหรับแบบจำลองVAR.....	59
5.1.3 ผลการทดสอบผลกระทบการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ.....	60
5.1.4 ผลการทดสอบผลกระทบการลงทุนของนักลงทุนในประเทศ.....	68
5.1.5 ผลการเปรียบเทียบผลกระทบการลงทุนระหว่างนักลงทุนต่างชาติ กับนักลงทุนในประเทศ.....	77
5.2 ผลตอบแทนการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	78
5.2.1 ผลการทดสอบสถิติเบื้องต้นของการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุน ต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย.....	78

5.2.2 ผลการทดสอบประสิทธิภาพการเข้าลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย.....	80
5.2.3 ผลการประเมินผลตอบแทนสะสมของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุน สถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	83
5.3 ผลการทดสอบเสถียรภาพของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายหลังจากการซื้อและขายในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติ.....	86
บทที่ 6 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย	
6.1 สรุปผลการศึกษา.....	89
6.2 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย	90
6.3 ข้อเสนอแนะสำหรับการขยายผลการศึกษาในอนาคต.....	91
รายการอ้างอิง.....	92
ภาคผนวก.....	95
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	144

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
1.1 ประวัติโดยสรุปในยุคราก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	1
2.1 งานศึกษากลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดที่พัฒนาแล้ว.....	16
2.2 งานศึกษากลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดเกิดใหม่.....	17
2.3 งานศึกษากลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ.....	20
2.4 งานศึกษากลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนในประเทศในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ.....	21
2.5 งานศึกษาการเปรียบเทียบกลยุทธ์การลงทุนระหว่างนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุน สถาบันในประเทศ และนักลงทุนรายย่อย.....	22
3.1 สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนต่างชาติในบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ ณ สิ้นปี พ.ศ. 2548.....	32
3.2 ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนต่างชาติ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538 ถึงปี พ.ศ. 2547.....	34
3.3 สัดส่วนการถือครองหุ้นกลุ่มธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ของนักลงทุนต่างชาติ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	36
3.4 สิทธิประโยชน์ทางภาษีของนักลงทุนต่างชาติที่ถือครองหลักทรัพย์ NVDR.....	40
4.1 ตัวอย่างมูลค่าการลงทุนสุทธิและอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามประเภทนักลงทุน.....	53
5.1 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ.....	58
5.2 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ.....	58
5.3 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ.....	59
5.4 ผลการทดสอบหาจำนวน Lag ที่เหมาะสมสำหรับแบบจำลอง VAR.....	60
5.5 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติตามแบบจำลอง VAR ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ.....	61
5.6 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติตามแบบจำลอง VAR ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ โดยใช้ข้อมูลรายวัน.....	62
5.7 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติตามแบบจำลอง VAR ในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ.....	63
5.8 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติตามแบบจำลอง VAR ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ.....	64

ตาราง	หน้า
5.9 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติตามแบบจำลอง VAR ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ โดยใช้ข้อมูลรายเดือน	65
5.10 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนในประเทศตามแบบจำลอง VAR ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ	69
5.11 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนในประเทศตามแบบจำลอง VAR ในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ	71
5.12 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนในประเทศตามแบบจำลอง VAR ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ	72
5.13 ผลการเปรียบเทียบกลยุทธ์การลงทุนระหว่างนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	77
5.14 ค่าทางสถิติเบื้องต้นของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รายสัปดาห์ของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามประเภทนักลงทุนและช่วงเวลาที่ทำการศึกษา	79
5.15 ผลตอบแทนเฉลี่ยภายหลังการเข้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามประเภทนักลงทุนและช่วงเวลาที่ทำการศึกษา	82
5.16 ผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติในช่วงห้าสัปดาห์ก่อนและหลังการซื้อขายหุ้นในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2538 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2547	88

สารบัญภาพ

ภาพประกอบ	หน้า
1.1 ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วง ปี พ.ศ. 2544 - พ.ศ. 2547 ของนักลงทุนต่างชาติ.....	3
1.2 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วง ปี พ.ศ. 2544 - พ.ศ. 2547 ของนักลงทุนต่างชาติ.....	3
1.3 สัดส่วนมูลค่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามประเภทนักลงทุน ในปี พ.ศ. 2544 และ พ.ศ. 2547	4
1.4 มูลค่าการลงทุนสุทธิในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามประเภทนักลงทุน ตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2544 – ธันวาคม พ.ศ. 2547.....	5
3.1 สัดส่วนมูลค่าการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติจากทวีปเอเชีย ในปี พ.ศ. 2547	27
3.2 สัดส่วนมูลค่าการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติจากทวีปยุโรป ในปี พ.ศ. 2547	28
3.3 สัดส่วนมูลค่าการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติจากประเทศสหรัฐอเมริกา และอื่นๆ ในปี พ.ศ. 2547.....	29
3.4 มูลค่าการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติในประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2518 ถึงปี พ.ศ. 2547.....	30
3.5 การซื้อขายหลักทรัพย์ เอ็นวีดีอาร์.....	43
5.1 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติและดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ.2540 ถึงปี พ.ศ.2547.....	66
5.2 ผลการทดสอบ Impulse Response ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนต่างชาติ....	67
5.3 ผลการทดสอบ Impulse Response ในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนต่างชาติ....	68
5.4 ผลการทดสอบ Impulse Response ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนต่างชาติ....	68
5.5 ผลการทดสอบ Impulse Response ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนสถาบัน....	74
5.6 ผลการทดสอบ Impulse Response ในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนสถาบัน....	74
5.7 ผลการทดสอบ Impulse Response ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนสถาบัน....	75
5.8 ผลการทดสอบ Impulse Response ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนรายย่อย....	75
5.9 ผลการทดสอบ Impulse Response ในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนรายย่อย....	76
5.10 ผลการทดสอบ Impulse Response ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนรายย่อย..	76
5.11 ผลตอบแทนสะสมของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538 ถึง พ.ศ. 2547.....	84

ภาพประกอบ

หน้า

- 5.12 ผลตอบแทนสะสมของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538 ถึง พ.ศ. 2547 กรณีรวมผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยน..... 85



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 1

บทนำ

บทนำประกอบด้วยเนื้อหาสำคัญเจ็ดหัวข้อหลักได้แก่ ที่มาและความสำคัญ, วัตถุประสงค์ของการศึกษา, ขอบเขตของการศึกษา, นิยามศัพท์, ข้อจำกัดของการวิจัย, แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา, และประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ ดังนี้

1.1 ที่มาและความสำคัญ

ตลาดทุน (Capital Market) เป็นแหล่งระดมเงินทุนระยะยาวที่สำคัญสำหรับบริษัทเอกชน รัฐวิสาหกิจ และรัฐบาล ซึ่งต้องการเงินทุนไปใช้ในวัตถุประสงค์ต่างๆ เช่น การขยายธุรกิจของบริษัทเอกชน หรือ การลงทุนด้านสาธารณูปโภคต่างๆของรัฐบาล เป็นต้น ตลาดทุนจึงเป็นรากฐานที่สำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ อีกทั้งยังเป็นสิ่งที่สะท้อนถึงสภาพและทิศทางเศรษฐกิจในอนาคต โดยตลาดทุนที่มีขนาดใหญ่แสดงให้เห็นถึงการที่บริษัทต่างๆมีการระดมทุนไปใช้ในการขยายกิจการ เพื่อรองรับการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจในทางกลับกันในช่วงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ การระดมทุนก็จะลดลงตามภาวะเศรษฐกิจ จากความสำคัญนี้ประกอบกับตลาดทุนเป็นส่วนหนึ่งของแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 2 จึงได้มีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขึ้นเมื่อวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 โดยความเป็นมาพอสังเขปของการก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแสดงดังตารางที่ 1.1

ตารางที่ 1.1 ประวัติโดยสรุปในยุคการก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ	เป้าหมาย	เหตุการณ์สำคัญ
ฉบับที่ 1 (พ.ศ.2504 -2509)	การลงทุนของรัฐในด้านสาธารณูปโภค เช่น การชลประทาน การคมนาคม การขนส่ง การไฟฟ้า เพื่อกระตุ้นให้เกิดการลงทุนด้านอุตสาหกรรม	จัดตั้งคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุนเพื่อกิจการอุตสาหกรรม (พ.ศ. 2505) ส่งผลให้นักลงทุนต่างชาตินำเงินมาลงทุนในประเทศไทยเป็นจำนวนมาก

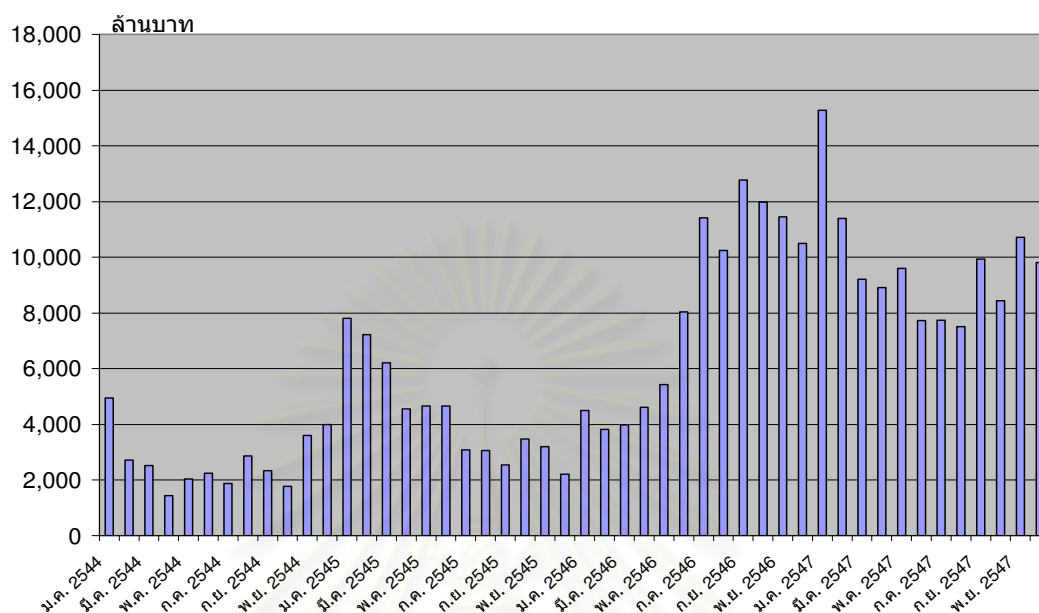
ตารางที่ 1.1 ประวัติโดยสรุปในยุคราก่อนตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ต่อ)

<p>ฉบับที่ 2 (พ.ศ.2510 -2514)</p>	<p>การพัฒนาตลาดทุนเพื่อให้ เอกชนใช้ในการระดมทุนเพื่อ การพัฒนาประเทศ</p>	<p>จัดตั้งคณะกรรมการโครงการ ศึกษาตลาดทุน (พ.ศ. 2512)</p>
<p>ฉบับที่ 3 (พ.ศ.2515 -2519)</p>	<p>การพัฒนาสถาบันการเงิน</p>	<p>ตรากฎหมายจัดตั้งตลาด หลักทรัพย์ (พ.ศ.2515) และตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทยเปิดทำการซื้อ ขายวันแรก ณ วันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518</p>

ที่มา: สรุปจากหนังสือนักลงทุนผู้ชำนาญตลาด, วิกรม เกษมวุฒิ, 2547

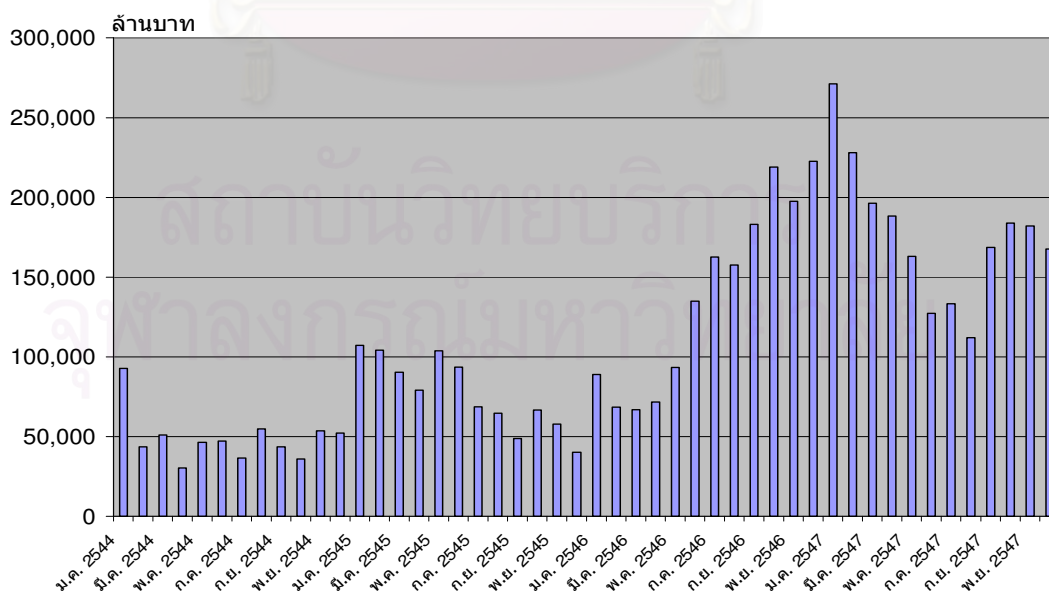
ปัจจุบันนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำแนกเป็น 3 ประเภท คือ นักลงทุนรายย่อย (Individual Investors) นักลงทุนสถาบันในประเทศ (Institutional Investors) และนักลงทุนต่างชาติ (Foreign Investors) ซึ่งนับตั้งแต่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เปิดทำการซื้อขายเมื่อวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 เป็นต้นมา บทบาทของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เพิ่มมากขึ้นเป็นลำดับ ดังเห็นได้ชัดจากปริมาณและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนต่างชาติที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะภายหลังจากปี พ.ศ. 2544 ซึ่งเป็นช่วงที่เศรษฐกิจของประเทศไทยฟื้นตัวจากการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน โดยปริมาณและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2544 – พ.ศ. 2547 ของนักลงทุนต่างชาติแสดงในรูปที่ 1.1 และ 1.2

รูปที่ 1.1 ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2544 – พ.ศ. 2547 ของนักลงทุนต่างชาติ



ที่มา: สร้างจากข้อมูลการซื้อขายแยกประเภทหลักทรัพย์, 2548

รูปที่ 1.2 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2544 – พ.ศ. 2547 ของนักลงทุนต่างชาติ

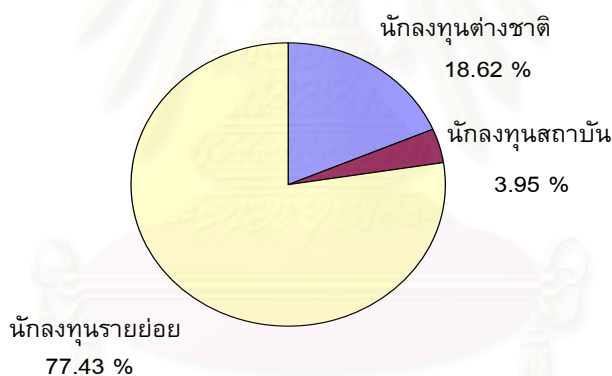


ที่มา: สร้างจากข้อมูลการซื้อขายแยกประเภทหลักทรัพย์, 2548

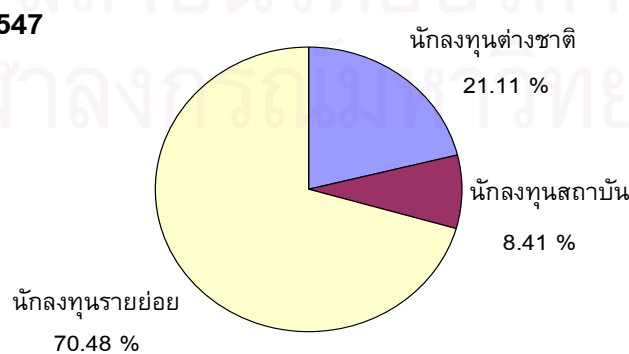
นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาถึงสัดส่วนมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดังแสดงในรูปที่ 1.3 พบว่าในปี พ.ศ. 2547 นักลงทุนต่างชาติมีสัดส่วนมูลค่าการลงทุนที่เพิ่มขึ้นอย่างชัดเจนเมื่อเทียบกับปี พ.ศ. 2544 โดยมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในปี พ.ศ. 2547 คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 21.11 ในขณะที่สัดส่วนมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในปี พ.ศ. 2544 คิดเป็นเพียงร้อยละ 18.62 เท่านั้น การเพิ่มขึ้นนี้คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยร้อยละ 4.46 ต่อปี ในทางกลับกัน สัดส่วนมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ลดลงจากร้อยละ 77.43 ในปี พ.ศ.2544 เป็นร้อยละ 70.48 ในปี พ.ศ.2547 ซึ่งการลดลงนี้มีสาเหตุหนึ่งมาจากการที่รัฐบาลออกนโยบายส่งเสริมให้ประชาชนลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผ่านกองทุนรวม โดยการให้สิทธิพิเศษต่างๆ เช่น สิทธิประโยชน์ทางภาษี เป็นต้น ด้วยเหตุนี้จึงส่งผลให้สัดส่วนมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนสถาบันในประเทศสูงขึ้นในระยะหลัง

รูปที่ 1.3 สัดส่วนมูลค่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามประเภทนักลงทุน ในปี พ.ศ. 2544 และ พ.ศ. 2547

พ.ศ. 2544



พ.ศ. 2547

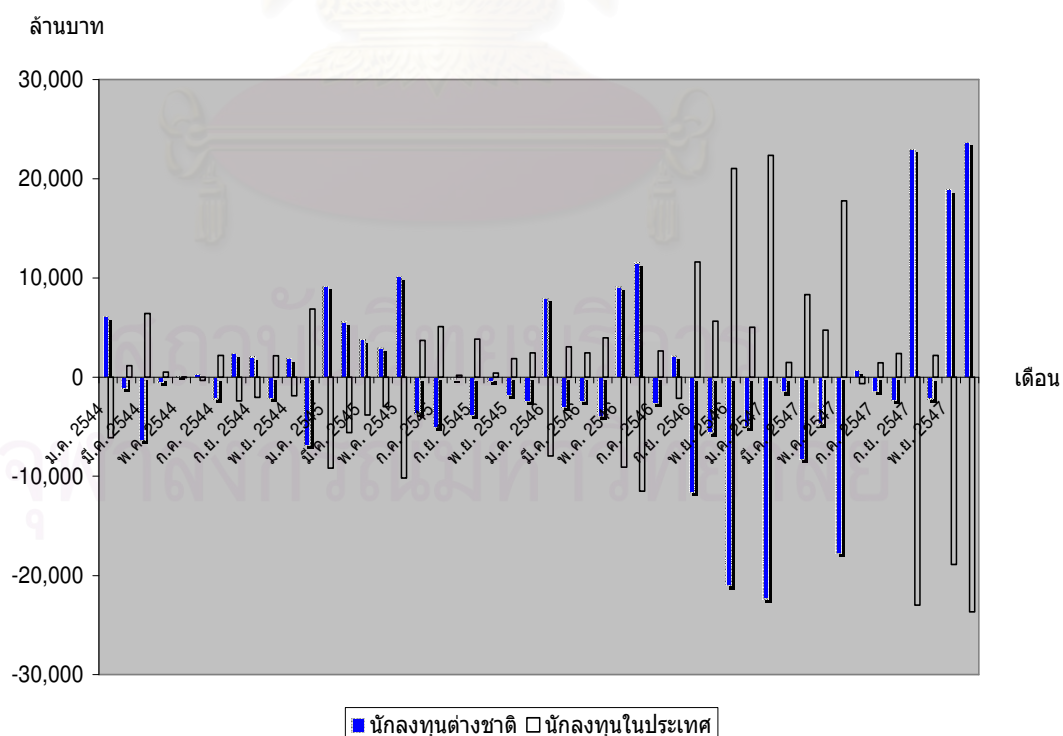


ที่มา: สร้างจากข้อมูลการซื้อขายแยกประเภทนักลงทุน, 2548

สาเหตุสำคัญที่ทำให้ตลาดหุ้นไทยมีความน่าสนใจสำหรับนักลงทุนต่างชาติมีสามประการ ประการแรกคือการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) จึงมีโอกาสเติบโตสูงมากกว่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศที่พัฒนาแล้วในหลายๆ ประเทศ ประการที่สองคือประเทศไทยมีกฎระเบียบที่เอื้อต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติในด้านต่างๆ โดยเฉพาะทางด้านภาษี และประการสุดท้ายคือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นทางเลือกหนึ่งสำหรับการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ

จากนั้นเมื่อทำการพิจารณาเปรียบเทียบทิศทางการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนในประเทศดังรูปที่ 1.4 พบว่าทิศทางการลงทุนระหว่างนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนในประเทศส่วนใหญ่มีทิศทางที่สวนทางกัน แสดงให้เห็นว่านักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนในประเทศใช้รูปแบบกลยุทธ์การลงทุนที่แตกต่างกัน ซึ่งเป็นที่น่าสนใจว่ากลยุทธ์การลงทุนที่แตกต่างกันนี้จะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างไร

รูปที่ 1.4 มูลค่าการลงทุนสุทธิในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามประเภทนักลงทุน ตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ.2544 – ธันวาคม พ.ศ.2547



ที่มา: คำนวณจากข้อมูลการซื้อขายแยกประเภทนักลงทุน, 2548

จากที่กล่าวมาแล้ว การศึกษาถึงพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติจึงมีความน่าสนใจโดยเฉพาะการศึกษากลยุทธ์และผลตอบแทนการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ตลอดจนการเปรียบเทียบกลยุทธ์และผลตอบแทนการลงทุนของนักลงทุนทั้งสามประเภทและทำการศึกษาถึงผลกระทบของนักลงทุนต่างชาติที่มีต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างไรก็ตาม การศึกษาเชิงวิชาการเกี่ยวกับกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังมีอยู่น้อย ประกอบกับยังไม่มียานที่ศึกษาทางด้านการเปรียบเทียบผลตอบแทนการลงทุนระหว่างนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบันในประเทศ และนักลงทุนรายย่อย รวมไปถึงการขาดงานวิจัยทางด้านผลกระทบของนักลงทุนต่างชาติที่มีต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นจึงมีความจำเป็นอย่างยิ่งที่ต้องทำการศึกษากลยุทธ์และผลตอบแทนการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ เพื่อยังประโยชน์แก่ผู้วางกรอบนโยบายและนักลงทุนสถาบันในประเทศและนักลงทุนรายย่อย ตลอดจนผู้สนใจทั่วไป

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อทดสอบกลยุทธ์การลงทุนและประมาณผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนต่างชาติ
2. เพื่อเปรียบเทียบกลยุทธ์และผลตอบแทนการลงทุนระหว่างนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบันในประเทศ และนักลงทุนรายย่อย
3. เพื่อทดสอบผลกระทบจากการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติที่มีต่อเสถียรภาพของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 ขอบเขตของการศึกษา

1. ทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลปริมาณการซื้อขายแยกประเภทนักลงทุนและข้อมูลดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการทดสอบสมมติฐาน Positive Feedback ผลกระทบที่มีต่อเสถียรภาพของราคาหุ้น และการคำนวณ Investment Performance ของนักลงทุนต่างชาติ ตลอดจนการเปรียบเทียบกลยุทธ์และผลตอบแทนการลงทุนของนักลงทุนทั้งสามประเภท
2. ช่วงเวลาที่ทำการศึกษาแบ่งออกเป็น 3 ช่วงเวลา ดังนี้
 - 2.1 ช่วงก่อนการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ โดยทำการศึกษาตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2538 ถึง มิถุนายน พ.ศ. 2540
 - 2.2 ช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ โดยทำการศึกษาตั้งแต่เดือน กรกฎาคม พ.ศ. 2540 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2541

2.3 ช่วงหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ โดยทำการศึกษาตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2542 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2547

1.4 นิยามศัพท์

1.4.1 กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Strategies) หมายถึงรูปแบบการลงทุนที่นักลงทุนซื้อหลักทรัพย์เมื่อราคาเพิ่มขึ้นและทำการขายหลักทรัพย์ในขณะที่ราคาลดลง

1.4.2 กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback Strategies) หมายถึงรูปแบบการลงทุนที่นักลงทุนซื้อหลักทรัพย์เมื่อราคาลดลงและทำการขายหลักทรัพย์ในขณะที่ราคาเพิ่มขึ้น

1.4.3 ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) เป็นดัชนีราคาหุ้นที่คำนวณแบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ซึ่งคำนวณโดยใช้หุ้นสามัญจดทะเบียนทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยมีสูตรการคำนวณ ดังนี้

$$\text{SET Index} = \frac{\text{มูลค่าตลาดรวมวันปัจจุบัน (Current market Value)} \times 100}{\text{มูลค่าตลาดรวมวันฐาน (Base Market Value)}}$$

ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นดัชนีเปรียบเทียบมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญทั้งหมดที่เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในวันปัจจุบันกับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ในวันฐานคือวันที่ 30 เมษายน 2518 โดยมีการปรับฐานการคำนวณในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงของจำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียน เช่น เมื่อมีการรับหรือเพิกถอนหลักทรัพย์ การรับหุ้นเพิ่มทุน เป็นต้น เพื่อให้การเคลื่อนไหวของดัชนีสะท้อนการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

1.4.4 นักลงทุนต่างชาติ (Foreign Investors) หมายถึงผู้ลงทุนที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและไม่ได้ถือสัญชาติไทย รวมถึงนิติบุคคลที่ไม่ได้ถูกจัดตั้งตามกฎหมายไทย

1.4.5 นักลงทุนสถาบันในประเทศ (Institutional Investors) หมายถึงสถาบันภายในประเทศที่ใช้เงินทุนส่วนใหญ่ลงทุนในหลักทรัพย์ เช่น บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันภัยและประกันชีวิต มูลนิธิหรือธนาคาร รวมถึงกองทุนรวมต่างๆ

1.4.6 นักลงทุนรายย่อย (Individual Investors) หมายถึงผู้ลงทุนรายบุคคลที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยตนเอง

1.4.7 หุ้นสามัญ (Common Stock) หมายถึงหลักทรัพย์ที่บริษัทออกจำหน่ายเพื่อระดมเงินทุนมาดำเนินกิจการ ผู้ถือหุ้นสามัญมีสิทธิร่วมเป็นเจ้าของบริษัทมีสิทธิออกเสียงลงมติใน

ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อเลือกตั้งกรรมการบริษัท ร่วมตัดสินใจในนโยบายการดำเนินงานของบริษัท และร่วมตัดสินใจในปัญหาสำคัญของบริษัท ผู้ถือหุ้นสามัญจะได้รับผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผล (Dividend) เมื่อบริษัทมีผลกำไร มีโอกาสได้รับกำไรส่วนทุน (Capital Gain) เมื่อราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้นตามศักยภาพของบริษัท และมีโอกาสได้รับสิทธิจองซื้อหุ้นออกใหม่ (Right) เมื่อบริษัทเพิ่มทุนขยายกิจการ หากบริษัทเลิกกิจการก็จะได้รับส่วนแบ่งในสินทรัพย์ของบริษัทจากยอดสุทธิหลังจากชำระคืนเจ้าหนี้และพันธะต่างๆหมดแล้ว

1.5 ข้อจำกัดของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้มีข้อจำกัดที่สำคัญสองประการ ประการแรกข้อมูลมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติแสดงมูลค่าการลงทุนรวมของนักลงทุนต่างชาติทั้งหมดที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงไม่สามารถระบุได้ว่ามูลค่าการลงทุนนั้นมาจากนักลงทุนต่างชาติประเภทบุคคลหรือนิติบุคคลและไม่สามารถแบ่งแยกได้ว่าเป็นนักลงทุนสัญชาติใด และประการที่สอง คือการศึกษาผลตอบแทนการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติเป็นเพียงการประมาณเท่านั้น เนื่องจากการขาดข้อมูลของหุ้นที่อยู่ในพอร์ตโฟลิโอของนักลงทุนต่างชาติโดยตรง

1.6 แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ประกอบด้วยข้อมูลจากหลายแหล่งข้อมูล ซึ่งสามารถจำแนกได้ดังนี้

1. ฐานข้อมูล SET Market Analysis and Reporting Tool (SETSMART)
2. ฐานข้อมูล CEIC Asia Databases จากบริษัท CEIC Data จำกัด
3. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและบริษัทในเครือ
4. ธนาคารแห่งประเทศไทย

1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้ทราบถึงกลยุทธ์และผลตอบแทนการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ เพื่อให้ให้นักลงทุนในประเทศสามารถนำผลการศึกษามาประกอบการตัดสินใจลงทุนให้มีความเหมาะสมมากยิ่งขึ้น

2. ทำให้สามารถเปรียบเทียบกลยุทธ์และผลตอบแทนการลงทุนของนักลงทุนทั้งสามประเภทได้ อีกทั้งยังทราบถึงประสิทธิภาพการลงทุนจากการวัดผลตอบแทนในเชิงปริมาณ

3. สามารถนำผลการศึกษามาประยุกต์ใช้ในเชิงนโยบาย เพื่อการพัฒนาตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้มีเสถียรภาพมากยิ่งขึ้น ตลอดจนการขยายผลการศึกษาเพิ่มเติม
จากการศึกษาในครั้งนี้



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 2

แนวคิด สมมติฐาน และวรรณกรรมปริทัศน์

2.1 กรอบแนวคิดและสมมติฐานที่เกี่ยวข้อง

ในส่วนนี้ผู้วิจัยได้ทำการรวบรวมแนวคิดและสมมติฐานที่เกี่ยวข้องกับพฤติกรรมและกลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาดจากเอกสารและงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา โดยแบ่งการนำเสนอออกเป็นสามส่วน ดังนี้

2.1.1 พฤติกรรมแบบตามตลาด

พฤติกรรมแบบตามตลาด (Positive Feedback Behavior) เป็นพฤติกรรมที่บุคคลหนึ่งทำการตัดสินใจบนพื้นฐานของแนวโน้มของข้อมูลในอดีต (Trend Chasing) ซึ่งเป็นพฤติกรรมที่พบเห็นได้บ่อยทั้งในตลาดการเงินและการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทอื่น โดยบุคคลที่มีพฤติกรรมแบบตามตลาดจะคิดว่าสิ่งที่เกิดขึ้นในอดีตนั้นจะยังคงเกิดขึ้นต่อไปในปัจจุบันและอนาคต (Extrapolative Expectations) ดังนั้นในกรณีที่ราคาของสินทรัพย์ชนิดหนึ่งในช่วงที่ผ่านมา มีการปรับเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง บุคคลนั้นก็จะเข้าไปซื้อสินทรัพย์ชนิดนั้นเพราะคิดว่าราคาจะปรับเพิ่มขึ้นต่อไปในอนาคต เช่นเดียวกันในกรณีที่ราคาของสินทรัพย์ชนิดนั้นมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง บุคคลนั้นจะทำการขายสินทรัพย์ชนิดนั้นทิ้งเนื่องจากคาดหวังว่าราคาจะลดลงอีกในอนาคต สอดคล้องกับงานศึกษาของ Case และ Shiller (1988) ที่ทำการสำรวจความคิดเห็นนักลงทุนส่วนใหญ่ที่ทำการขายอสังหาริมทรัพย์ในช่วงที่ตลาดเกิดวิกฤต พบว่านักลงทุนส่วนใหญ่ทำการขายเพราะคิดว่าราคาจะลดลงไปอีกในอนาคต

ตัวอย่างของพฤติกรรมแบบตามตลาดที่เห็นได้อย่างชัดเจนในตลาดหุ้น คือ พฤติกรรมการเข้าซื้อหลักทรัพย์ประเภทเก็งกำไรในขณะที่ราคากำลังเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วของนักลงทุนเนื่องจากความคาดหวังว่าราคาจะยังคงเพิ่มขึ้นต่อไปในอนาคต ถึงแม้ว่าพฤติกรรมเช่นนี้อาจส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ยังคงปรับเพิ่มขึ้นในระยะสั้น แต่อย่างไรก็ตาม ในระยะยาวราคาหลักทรัพย์จะปรับลดลงจนเข้าสู่ราคาพื้นฐานของหลักทรัพย์ชนิดนั้น (Bradford et al., 1990)

2.1.2 กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาดในตลาดหลักทรัพย์

สิ่งที่สำคัญที่สุดสิ่งหนึ่งสำหรับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ คือ ช่วงเวลาการซื้อและขายหลักทรัพย์ ซึ่งนักลงทุนแต่ละบุคคลมีมุมมองในเรื่องนี้ที่แตกต่างกันออกไป โดยนักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาดจะทำการซื้อหลักทรัพย์เมื่อเห็นว่าผลตอบแทนในอดีตมีการปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นและทำการขายหลักทรัพย์เมื่อเห็นว่าผลตอบแทนในอดีตเริ่มลดลง ในทางตรงกันข้าม นักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดจะทำการซื้อหลักทรัพย์ในขณะที่ผลตอบแทนที่ผ่านมามีแนวโน้มลดลงและทำการขายหุ้นเมื่อผลตอบแทนที่ผ่านมามีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่านักลงทุนทั้งสองประเภทนี้มีพฤติกรรมการลงทุนที่แตกต่างกันอย่างสิ้นเชิง แต่มีปัจจัยที่กำหนดการตัดสินใจซื้อและขายหลักทรัพย์ปัจจัยเดียวกัน คือ ผลตอบแทนในอดีต

ตัวอย่างของนักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาดสามารถพบได้ทั่วไป เช่น นักลงทุนใช้คำสั่งจำกัดผลขาดทุน (Stop Loss Order) หมายความว่า นักลงทุนจะทำการขายหุ้นเมื่อผลตอบแทนลดลงมาถึงระดับที่ตั้งไว้ หรือการซื้อประกันความเสี่ยงของพอร์ตโฟลิโอ (Portfolio Insurance) ก็เป็นอีกรูปแบบหนึ่งของกลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด และสำหรับนักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดที่เห็นได้ชัด คือ นักลงทุนที่เน้นคุณค่า (Value Investors) ซึ่งนักลงทุนประเภทนี้จะทำการซื้อหุ้นในเวลาที่ราคาหุ้นลดลงอย่างมากและทำการขายหุ้นในเวลาที่ราคาสูงเกินกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น

ที่ผ่านมาได้มีการศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมการลงทุนทั้งสองรูปแบบนี้จำนวนมาก ซึ่งสามารถจำแนกแนวคิดและวิธีการศึกษาได้เป็นสองกลุ่มหลัก ดังนี้คือ

กลุ่มที่ 1 การศึกษาตามแนวคิดของ Asset Pricing

เป็นการศึกษาที่ให้ความสนใจในราคาหุ้นเป็นรายตัว โดยทำการศึกษาว่า นักลงทุนมีการซื้อหุ้นที่มีผลตอบแทนในอดีตที่ดี (Past Winners) และทำการขายหุ้นที่มีผลตอบแทนในอดีตที่ไม่ดี (Past Losers) หรือไม่ โดยในกรณีที่นักลงทุนทำการซื้อหุ้นที่มีผลตอบแทนในอดีตที่ดีและขายหุ้นที่มีผลตอบแทนในอดีตที่ย่ำแย่ แสดงว่า นักลงทุนใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด ในทางกลับกันถ้านักลงทุนทำการซื้อหุ้นที่มีผลตอบแทนในอดีตที่ไม่ดีและขายหุ้นที่มีผลตอบแทนในอดีตที่ดี แสดงว่านักลงทุนทำการลงทุนแบบสวนตลาด ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดของงานที่ศึกษาตามแนวคิดนี้ คือ งานศึกษาของ Grinblatt et al. (1995) ที่ทำการศึกษากลยุทธ์การลงทุนของกองทุนรวมในประเทศสหรัฐอเมริกาโดยเริ่มต้นจากการวัดระดับความรุนแรงของการลงทุนแบบตามตลาดของหุ้นที่ถือโดยกองทุนแต่ละกองทุนดังสมการ

$$M_{i,j,t} = \left(\frac{Q_{i,j,t} - Q_{i,j,t-1}}{\bar{Q}_{i,j,t}} \right) R_{j,t-k}$$

$$\bar{Q}_{i,j,t} = \left(\frac{Q_{i,j,t} + Q_{i,j,t-1}}{2} \right)$$

โดยที่ $M_{i,j,t}$ คือ ระดับความรุนแรงของการลงทุนแบบตามตลาดของหุ้น j ที่ถือโดยกองทุน i ณ เวลา t
 $Q_{i,j,t}$ คือ ปริมาณหุ้น j ที่ถือโดยกองทุน i ณ เวลา t
 $Q_{i,j,t-1}$ คือ ปริมาณหุ้น j ที่ถือโดยกองทุน i ณ เวลา $t-1$
 $R_{j,t-k}$ คือ ผลตอบแทนของหุ้น j ในช่วง $t-k-1$ ถึง $t-k$

Grinblatt et al. (1995) ทำการทดสอบว่ากองทุนแต่ละกองทุนมีการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาดหรือไม่ โดยการทดสอบสมมติฐานหลักที่ว่า $M_{i,j,t}$ มีค่าเท่ากับศูนย์ นั้นเป็นจริงหรือไม่ ซึ่งผลการทดสอบ พบว่า กองทุนรวมในประเทศสหรัฐอเมริกา มีการลงทุนแบบตามตลาด

กลุ่มที่ 2 การศึกษาบนแนวคิดของ International Finance

เป็นการศึกษาถึงความเชื่อมโยงระหว่างการไหลของเงินทุนระหว่างประเทศ (International Capital Flows) กับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในอดีต (Past Returns) โดยถ้าความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งสองนั้นเป็นไปในทิศทางเดียวกัน แสดงว่า เป็นการลงทุนแบบตามตลาด ในทางกลับกันถ้าความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม แสดงว่า เป็นการลงทุนแบบสวนตลาด ซึ่งแนวคิดนี้มีความแตกต่างจากแนวคิดของ Asset Pricing ในประเด็นที่แนวคิดนี้ไม่ได้ให้ความสำคัญกับหุ้นรายตัว แต่เป็นการพิจารณาถึงภาพรวมของมูลค่าการลงทุนทั้งหมดที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาหนึ่งกับผลตอบแทนในอดีตของตลาดหลักทรัพย์ จึงมีข้อได้เปรียบในส่วนของการศึกษาที่สามารถเข้าถึงได้ง่ายกว่า ด้วยเหตุนี้งานศึกษาที่ผ่านมาส่วนใหญ่จึงทำการศึกษาบนพื้นฐานของแนวคิดนี้ (Clark และ Berko 1997, Froot et al. 1998, Kamesaka et al. 2002, Karolyi 2002, Khantavit 1998, Kim และ Wei 1999) ซึ่งต่อมาได้กลายเป็นสมมติฐาน Positive Feedback ที่ใช้ในการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนที่เป็นที่ยอมรับกันทั่วไป

2.1.3 สมมติฐาน Positive Feedback

สมมติฐาน Positive Feedback เป็นสมมติฐานที่ใช้ศึกษารูปแบบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนจากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าการลงทุนในปัจจุบันกับผลตอบแทนที่ผ่านมา

มาในอดีต โดยถ้านักลงทุนทำการลงทุนโดยใช้กลยุทธ์ตามตลาด คือ ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ใน
 ขณะที่ราคากำลังเพิ่มขึ้นและขายหลักทรัพย์ในขณะที่ราคากำลังลดลงแล้ว ความสัมพันธ์ของ
 ผลตอบแทนในอดีตกับมูลค่าการลงทุน ณ ปัจจุบันต้องมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก ในทางกลับกัน
 หากความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนในอดีตกับปริมาณการลงทุน ณ ปัจจุบันมีความสัมพันธ์ใน
 ทิศทางตรงกันข้าม แสดงว่านักลงทุนมีรูปแบบการลงทุนแบบสวนตลาด ทั้งนี้สมมติฐาน Positive
 Feedback สามารถแสดงตามแบบจำลองได้ ดังนี้

$$IF_t = C + \sum_{i=1}^j \beta_j R_{t-j} + \varepsilon$$

โดยที่ IF_t คือ มูลค่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ (Investment Flows)
 ณ เวลา t
 C คือ ค่าคงที่
 β_j คือ ค่าสัมประสิทธิ์
 R_{t-j} คือ ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ณ เวลา $t-j$
 ε คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

2.2 วรรณกรรมปริทัศน์

ในส่วนนี้เป็นการอธิบายถึงการทบทวนเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับกลยุทธ์และ
 ผลตอบแทนการลงทุนในตลาดหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ โดยแบ่งออกเป็นสี่ส่วน คือ

ส่วนที่หนึ่ง เป็นการนำเสนอเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับพฤติกรรมการลงทุนของ
 นักลงทุนต่างชาติ

ส่วนที่สอง เป็นงานวิจัยที่ศึกษาพฤติกรรมการลงทุนในตลาดหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ

ส่วนที่สาม เป็นการนำเสนอเอกสารและงานวิจัยที่ศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนใน
 ตลาดหุ้นของนักลงทุนต่างชาติและส่วนที่สี่ เป็นการนำเสนองานวิจัยที่ศึกษาผลกระทบจากการ
 ลงทุนของนักลงทุนต่างชาติต่อเสถียรภาพของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ดังนี้

ส่วนที่หนึ่ง ปัจจุบันการลงทุนในตลาดหุ้นไม่ได้ถูกจำกัดอยู่แค่ในประเทศใดประเทศ
 หนึ่งเหมือนในอดีต ดังจะเห็นได้จากมูลค่าเงินลงทุนที่ไหลเข้าและออกในตลาดหุ้นต่าง ๆ ทั่วโลกมี
 ปริมาณเพิ่มขึ้นมาก ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการเพิ่มขึ้นของตลาดเกิดใหม่ (Emerging
 Market) และการลดลงของมาตรการการกีดกันทางการลงทุนต่าง ๆ เช่น มาตรการทางภาษี และ
 มาตรการจำกัดการถือครองหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติ (Foreign Limited) เป็นต้น ส่งผล

ให้นักลงทุนต่างชาติซึ่งส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนประเภทสถาบัน (Foreign Institutional Investors) เข้ามามีบทบาทในตลาดทุนทั่วโลก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) ซึ่งการศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติที่ผ่านมามีการศึกษาในหลายประเด็นที่แตกต่างกันออกไป โดยประเด็นแรกที่น่าสนใจคือการศึกษเกี่ยวกับลักษณะของหุ้นที่นักลงทุนต่างชาตินิยมลงทุน ซึ่งผลการศึกษส่วนใหญ่สอดคล้องกัน โดย Kang และ Stulz (1995) พบว่า นักลงทุนต่างชาติในประเทศญี่ปุ่นนิยมลงทุนในหุ้นของบริษัทขนาดใหญ่ ระบบบัญชีมีคุณภาพ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบต่ำ และมีภาวะผูกพันต่ำ เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Kwangsoo Ko, Keunsoo Kim และ Sung Hoon Cho (2004) ที่พบว่า นักลงทุนต่างชาติในประเทศญี่ปุ่น และเกาหลีนิยมลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีขนาดใหญ่ มูลค่าตลาดสูง และผลตอบแทนต่อหุ้นสูง นอกจากนี้ หุ้นของบริษัทที่มีการบริหารจัดการที่ดีและมีความโปร่งใสก็เป็นที่ยอมรับของนักลงทุนต่างชาติเช่นกัน (Reena Aggarwal, Leora Klapper และ Peter D. Wypocki, 2003)

ประเด็นที่น่าสนใจถัดมาคือการศึกษเกี่ยวกับปัจจัยเสี่ยงที่นักลงทุนต่างชาติให้ความสำคัญนอกเหนือจากลักษณะเฉพาะตัวของหุ้น โดยผลการศึกษาที่ผ่านมาพบว่าความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนและความเสี่ยงทางด้านการเมืองเป็นสองปัจจัยเสี่ยงที่มีความสำคัญต่อการลงทุนในตลาดหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (Bekaert และ Harvey, 1995) นอกจากนี้ ในส่วนของการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในประเทศกำลังพัฒนานั้นผู้ที่ได้ทำการศึกษอย่างละเอียดคือ Reena et al. (2003) ที่ทำการศึกษการจัดสรรเงินลงทุนของกองทุนรวมสหรัฐอเมริกา (U.S. Mutual Funds) ในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) รวมทั้งสิ้น 27 ตลาด คือ อาร์เจนตินา, บราซิล, ชิลี, จีน, โคลัมเบีย, สาธารณรัฐประชาชนจีน, อียิปต์, กรีซ, ฮังการี, อินเดีย, อิสราเอล, จอร์แดน, มาเลเซีย, เม็กซิโก, โมร็อกโก, ปากีสถาน, เปรู, ฟิลิปปินส์, โปแลนด์, รัสเซีย, แอฟริกาใต้, เกาหลีใต้, ศรีลังกา, ใต้หวัน, ไทย, ตุรกี และเวเนซุเอลา โดยทำการศึกษปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการจัดสรรเงินลงทุนทั้งในระดับมหภาคและระดับตลาด ซึ่งผลการศึกษา พบว่า ตัวเลขทางเศรษฐกิจมหภาค นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน สิทธิของผู้ถือหุ้น และกรอบทางกฎหมายนั้นมีความสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุนของกองทุนรวมของประเทศสหรัฐอเมริกาที่จะลงทุนในประเทศกำลังพัฒนา

ประเด็นสุดท้ายในส่วนนี้ คือ ระยะเวลาการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (Holding Period) โดยผู้ที่ได้ทำการศึกษ คือ Dias และ Ferreira (2005) ซึ่งทำการศึกษระยะเวลาการถือครองหุ้นสามัญ (Common Stocks) ของนักลงทุนประเภทสถาบันในประเทศโปรตุเกส ตั้งแต่เดือนมกราคม ปี ค.ศ. 2000 ถึง เดือนมกราคม ปี ค.ศ. 2003 พบว่า นักลงทุนต่างชาติมีระยะเวลาการถือครองหุ้นสั้นกว่านักลงทุนในประเทศ ซึ่งปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อระยะเวลาการถือครองหุ้นคือสภาพคล่อง (Liquidity) และต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction Cost) นอกจากนี้ Dias และ Ferreira (2005) ยัง พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมการเงินเป็นกลุ่มที่มี

ระยะเวลาการถือครองสั้นที่สุด และกลุ่มอุตสาหกรรมที่นักลงทุนมีระยะเวลาถือครองยาวนานที่สุดคือกลุ่มอุตสาหกรรมสาธารณูปโภค

ส่วนที่สอง จากการทบทวนงานศึกษาที่เกี่ยวข้องกับกลยุทธ์การลงทุน พบว่า กลยุทธ์การลงทุนที่เป็นที่นิยมศึกษากันอย่างกว้างขวางคือกลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Strategies) และกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback Strategies) โดยกลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด คือ การที่นักลงทุนซื้อหุ้นเมื่อราคาเพิ่มขึ้นและขายหุ้นเมื่อราคาลดลง หรือสามารถกล่าวได้อีกนัยหนึ่งได้ว่า การลงทุนแบบตามตลาด คือ การลงทุนตามแนวโน้มของราคา (Trend Chasing) ซึ่งเป็นผลมาจากการที่นักลงทุนตัดสินใจลงทุนบนความคาดหวังจากข้อมูลที่มีอยู่ (Extrapolative Expectations) ตัวอย่างของพฤติกรรมดังกล่าวสามารถพิจารณาได้จากงานศึกษาของ Shiller(1988) ที่ทำการสำรวจเหตุผลที่นักลงทุนทำการขายหุ้นในช่วงที่ดัชนีดาวโจนส์ (Dow Jones industrial average index)¹ ลดลงอย่างมากในปี 1987 โดยพบว่า สาเหตุที่นักลงทุนส่วนใหญ่ทำการขายหุ้นคือราคาหุ้นในตลาดกำลังลดลง จึงมีการคาดการณ์ต่อไปว่าราคาหุ้นในอนาคตจะลดลง นอกจากนี้ การใช้คำสั่งจำกัดความสูญเสีย (Stop Loss Orders) และการทำประกันความเสี่ยงของพอร์ต (Portfolio Insurance) ก็เป็นอีกหนึ่งตัวอย่างของพฤติกรรมการลงทุนแบบตามตลาด (Martin T. Bohl และ Pierre L. Siklos, 2005) ส่วนกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด คือ พฤติกรรมการลงทุนที่ตรงกันข้ามกับทิศทางของตลาด กล่าวคือ นักลงทุนจะทำการซื้อหุ้นในขณะที่ราคาหุ้นกำลังลดลงและทำการขายหุ้นในขณะที่ราคาหุ้นกำลังเพิ่มขึ้น

การศึกษาที่ผ่านมาของกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติสามารถจำแนกออกเป็นสองประเด็นคือ การศึกษาการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในช่วงเวลาปกติและการศึกษาการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในช่วงเกิดวิกฤต (Crisis) สำหรับประเด็นแรกมีผู้ที่ทำการศึกษาในประเทศต่างๆหลายประเทศ ซึ่งสามารถจำแนกตามพื้นที่ศึกษาได้เป็นสองลักษณะ คือ การศึกษาในกรณีของประเทศที่พัฒนาแล้วและการศึกษาในกรณีของตลาดเกิดใหม่ ซึ่งผลการศึกษาในกรณีของประเทศที่พัฒนาแล้ว สรุปได้ว่า นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Strategies) ดังเช่นงานศึกษาของ Mark Grinblatt และ Matti Keloharju (2000) ที่ทำการศึกษาการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในประเทศฟินแลนด์ โดยใช้ข้อมูลรายวัน ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2538 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2539 และพบว่านักลงทุนต่างชาติทำการซื้อหุ้นที่มีราคาที่ผ่านมาโดดเด่น (Winning Stocks) และขายหุ้นที่มีราคาที่ผ่านมาแย่ (Losers Stocks) แสดงว่านักลงทุนต่างชาติในประเทศฟินแลนด์ใช้

¹ ดัชนีดาวโจนส์ เป็นดัชนีราคาหุ้นที่คำนวณโดยใช้ราคาหุ้นถ่วงน้ำหนัก (Price weighted) โดยใช้หุ้นของบริษัทขนาดใหญ่ที่มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จัก และเป็นบริษัทผู้นำในวงการอุตสาหกรรม หรือที่เรียกว่าหุ้นชั้นดี (Blue Chips) ทั้งหมดจำนวน 30 หุ้น อาทิเช่น หุ้นของบริษัท IBM และบริษัท Coca-Cola เป็นต้น

กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด ผลการศึกษาที่ได้นี้สอดคล้องกับผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในประเทศญี่ปุ่นของ Kamesaka, Nofsinger และ kawakita (2003) ที่ได้ทำการศึกษาวิจัยในประเด็นเดียวกัน

ตารางที่ 2.1 งานศึกษากลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดที่พัฒนาแล้ว (Developed Market)

ผู้วิจัย	ประเทศที่ทำการศึกษา	ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา	ความถี่ของข้อมูล	ผลการศึกษา
Mark Grinblatt และ Matti Keloharju	ฟินแลนด์	ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2538 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2539	วัน	นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback)
Kamesaka, Nofsinger และ kawakita	ญี่ปุ่น	ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2523 ถึงเดือนตุลาคม พ.ศ. 2540	สัปดาห์	นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback)

ที่มา: จากการรวบรวมวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

เมื่อพิจารณากลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) ของประเทศต่างๆ ดังแสดงในตารางที่ 2.2 พบว่า ผลการศึกษาที่ผ่านมามีความแตกต่างกันตามพื้นที่ ช่วงเวลา และความถี่ของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา โดย John Clark และ Elizabeth Berko (1997) ได้ทำการศึกษารูปแบบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เม็กซิโกในช่วงปี พ.ศ. 2532 ถึง พ.ศ. 2539 และพบว่านักลงทุนต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เม็กซิโกใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback) ในขณะที่ผลการศึกษาของ Amita Batra (2003) กลับพบว่านักลงทุนต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดียมีรูปแบบกลยุทธ์การลงทุนทั้งแบบตามตลาด (Positive Feedback) และสวนตลาด (Negative Feedback) กล่าวคือ ในระดับวัน นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) แต่ในระดับเดือนนั้น นักลงทุนต่างชาติได้ปรับเปลี่ยนรูปแบบการลงทุนเป็นแบบสวนตลาด (Negative Feedback)

สำหรับงานวิจัยที่ทำการศึกษากลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ผ่านมาคืองานวิจัยของ Khanthavit (1998) และงานวิจัยของ ทรงวุฒิ นพเจริญกุล (2545) โดย Khanthavit (1996) ได้ทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลมูลค่าการซื้อขายสุทธิและข้อมูลผลตอบแทนรายวันตั้งแต่วันที่ 3 มกราคม พ.ศ. 2538 ถึงวันที่ 27 ตุลาคม พ.ศ. 2540 รวมทั้งสิ้น 691 ตัวอย่าง ซึ่งผลการศึกษพบว่านักลงทุนต่างชาติทำการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้กลยุทธ์แบบตามตลาด (Positive Feedback) และต่อมาในปี พ.ศ. 2545 ทรงวุฒิ นพเจริญกุล ได้ทำการศึกษาในประเด็นเดียวกัน แต่มีความแตกต่างกันทางด้านความถี่ของข้อมูลและช่วงเวลาทำการศึกษา โดย ทรงวุฒิ นพเจริญกุล (2545) ใช้ข้อมูลการซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศและข้อมูลผลตอบแทนของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นรายสัปดาห์และรายเดือนตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2540 ถึงเดือน ธันวาคม พ.ศ. 2544 ซึ่งผลการศึกษา พบว่า นักลงทุนต่างชาติมีพฤติกรรมการลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback) ในระดับสัปดาห์ แต่มีพฤติกรรมการลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) ในระดับเดือน

ตารางที่ 2.2 งานศึกษากลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market)

ผู้วิจัย	ประเทศที่ทำการศึกษา	ช่วงเวลาทำการศึกษา	ความถี่ของข้อมูล	ผลการศึกษา
John Clark และ Elizabeth Berko	เม็กซิโก	ตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2532 ถึงเดือน มีนาคม พ.ศ. 2539	เดือน	นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback)

ตารางที่ 2.2 งานศึกษากลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) (ต่อ)

ผู้วิจัย	ประเทศที่ทำการศึกษา	ช่วงเวลาทำการศึกษา	ความถี่ของข้อมูล	ผลการศึกษา
Amita Batra	อินเดีย	ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2543 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2545	วัน	นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback)
			เดือน	นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback)
Khanthavit	ไทย	ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2538 ถึงเดือนตุลาคม พ.ศ. 2540	วัน	นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback)
ทรงวุฒิ นพเจริญกุล	ไทย	ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2540 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2544	สัปดาห์	นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback)
			เดือน	นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback)

ที่มา: จากการรวบรวมวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนในตลาดหุ้นของนักลงทุนต่างชาติทั้งในประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น ประเทศฟินแลนด์และญี่ปุ่น หรือ ในประเทศที่กำลังพัฒนา เช่น ประเทศอินเดียและไทย ดังกล่าวข้างต้นส่วนใหญ่มีความสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Froot O'Connell และ Seasholes (1998) โดย Froot et al. ทำการศึกษาปริมาณการลงทุนในตลาดหุ้นของนักลงทุนต่างชาติในเชิงกว้าง โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 5 กลุ่มใหญ่ คือ 1. กลุ่มตลาดที่พัฒนาแล้ว (Developed Markets) ประกอบด้วย ออสเตรเลีย, ออสเตรีย, เบลเยียม, แคนาดา, เดนมาร์ก, ฟินแลนด์, ฝรั่งเศส, เยอรมัน, ไอร์แลนด์, อิตาลี, ญี่ปุ่น, เนเธอร์แลนด์, นิวซีแลนด์, นอร์เวย์, สเปน, สวีเดน, สวิสเซอร์แลนด์ และอังกฤษ 2. กลุ่มลาตินอเมริกา ประกอบด้วย อาร์เจนตินา, บราซิล, ชิลี, โคลัมเบีย, เม็กซิโก, เปรู และเวเนซุเอลา 3. กลุ่มเอเชียตะวันออก ประกอบด้วย ฮองกง, อินโดนีเซีย, เกาหลี, มาเลเซีย, ฟิลิปปินส์, สิงคโปร์, ไต้หวัน และไทย 4. กลุ่มตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) ในทวีปยุโรป ประกอบด้วย สาธารณรัฐประชาชนเช็ก, กรีซ, ฮังการี, โปแลนด์, โปรตุเกส และตุรกี และ 5. กลุ่มตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) อื่นๆ ประกอบด้วย อียิปต์, อินเดีย, อิสราเอล, โมร็อกโก, ปากีสถาน, แอฟริกาใต้ และซิมบับเว รวมทั้งสิ้น 46 ตลาดครอบคลุมทั่วทุกภูมิภาคของโลก โดยทำการศึกษาจากข้อมูลรายวัน ในช่วงวันที่ 1 สิงหาคม พ.ศ. 2537 ถึง วันที่ 15 พฤษภาคม พ.ศ. 2541 ซึ่งผลการศึกษาที่ได้ พบว่าการไหลเข้าหรือออกของปริมาณเงินของนักลงทุนต่างชาติถูกเหนี่ยวนำโดยผลตอบแทนในอดีต แสดงว่านักลงทุนต่างชาติมีกลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) นอกจากนี้ Froot et al. ยังพบว่าทิศทางการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในประเทศต่างๆ มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน โดยเฉพาะประเทศในเขตพื้นที่เดียวกัน อย่างไรก็ตาม เป็นที่น่าสนใจว่าปริมาณการไหลเข้าของมูลค่าเงินลงทุนจากนักลงทุนต่างชาติในตลาดที่พัฒนาแล้วไม่สามารถทำนายผลตอบแทนในอนาคตได้ แต่การไหลเข้าของมูลค่าเงินลงทุนจากนักลงทุนต่างชาติในตลาดเกิดใหม่จะส่งผลให้ผลตอบแทนในอนาคตเพิ่มขึ้น

สำหรับประเด็นกลยุทธ์การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติในช่วงวิกฤต (Crisis) มีงานศึกษาที่น่าสนใจ คือ การศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหุ้นของนักลงทุนต่างชาติในช่วงก่อนและระหว่างที่เกิดวิกฤตการณ์ค่าเงินในประเทศเกาหลีของ Kim และ Wei (1999) และการศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในช่วงก่อน ระหว่าง และหลังการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินเอเชีย (Asian Financial Crisis)² ในประเทศญี่ปุ่นของ Karolyi (2002) ซึ่งจากตารางที่ 2.3 พบว่า ผลการศึกษาทั้งสองชิ้นนี้มีความสอดคล้องกันถึงแม้ว่าความถี่ของข้อมูลที่ใช้จะมีความแตกต่างกัน โดยนักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด

² ในปี 1997 ได้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในเอเชีย ซึ่งส่งผลกระทบในวงกว้างทั้งต่อค่าเงินและตลาดหลักทรัพย์ในหลายประเทศ เช่น การประกาศลดค่าเงินบาทในวันที่ 2 ก.ค.ของธนาคารแห่งประเทศไทย ดัชนีฮั่งเส็ง (Hang Seng Index) ลดลง 5.8%, ดัชนีดาวโจนส์ (Dow Jones) ลดลง 7.2% ในวันที่ 27 ต.ค. เป็นต้น

(Positive Feedback) ทั้งในช่วงก่อน ระหว่าง และหลังการเกิดวิกฤตในประเทศญี่ปุ่น เช่นเดียวกับนักลงทุนต่างชาติในประเทศเกาหลีที่มีรูปแบบการลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) ทั้งในช่วงก่อนและระหว่างการเกิดวิกฤต

ตารางที่ 2.3 งานศึกษากลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ (Crisis)

ผู้วิจัย	ประเทศที่ทำการศึกษา	ความถี่ของข้อมูล	ผลการศึกษา		
			ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ	ระหว่างวิกฤตเศรษฐกิจ	หลังวิกฤตเศรษฐกิจ
Woochan Kim และ Shang-Jin Wei	เกาหลี	เดือน	นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback)	นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback)	-
G. Andrew Karolyi	ญี่ปุ่น	สัปดาห์	นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback)	นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback)	นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback)

ที่มา: จากการรวบรวมวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

อย่างไรก็ดี นอกเหนือจากการศึกษากลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติแล้วนั้น Kim และ Wei และ Karolyi ยังได้ทำการศึกษากลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนในประเทศ (Local Investors) ควบคู่ไปด้วย โดยผลการศึกษาของ Kim และ Wei ตามตารางที่ 2.4 พบว่านักลงทุนสถาบันในประเทศเกาหลีใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback) ในช่วงก่อน

วิกฤตเศรษฐกิจ แต่กลับใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) ในช่วงการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ส่วน Karolyi พบว่านักลงทุนในประเทศใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback) ทั้งในช่วงก่อน ระหว่าง และหลังวิกฤตเศรษฐกิจ นอกจากนี้ Kim และ Wei ยังพบว่านักลงทุนต่างชาติมีพฤติกรรมการลงทุนในทิศทางเดียวกัน (Herding) มากกว่านักลงทุนในประเทศ

ตารางที่ 2.4 งานศึกษากลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนในประเทศในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ (Crisis)

ผู้วิจัย	ประเทศที่ทำการศึกษา	ความถี่ของข้อมูล	ผลการศึกษา		
			ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ	ระหว่างวิกฤตเศรษฐกิจ	หลังวิกฤตเศรษฐกิจ
Woochan Kim และ Shang-Jin Wei	เกาหลี	เดือน	นักลงทุนในประเทศใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback)	นักลงทุนในประเทศใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback)	-
G. Andrew Karolyi	ญี่ปุ่น	สัปดาห์	นักลงทุนในประเทศใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback)	นักลงทุนในประเทศใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback)	นักลงทุนในประเทศใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback)

ที่มา: จากการรวบรวมวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนงานวิจัยที่ศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อยในประเทศที่ผ่านมา พบว่าพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในประเทศมีความแตกต่างกันตามพื้นที่ศึกษา โดยจากตารางที่ 2.5 พบว่า Kamesaka et al. (2003) ผู้ที่ทำการศึกษารูปแบบ

การลงทุนของนักลงทุนทั้งสามประเภท ได้แก่ นักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบันในประเทศ³ และนักลงทุนรายย่อยในประเทศญี่ปุ่น ในช่วงปีพ.ศ. 2523 ถึง 2540 มีผลการศึกษาที่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Khanthavit (1998) และ Grinblatt และ Keloharju (2000) ในส่วนของนักลงทุนต่างชาติ พบว่า นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) แต่ผลการศึกษาที่ได้กลับมีความแตกต่างกันในส่วนของนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อย โดย Kamesaka et al. พบว่ากลยุทธ์ที่นักลงทุนประเภทสถาบันใช้คือกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback) ส่วนรูปแบบการลงทุนที่นักลงทุนรายย่อยประเทศญี่ปุ่นใช้คือกลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) ในขณะที่ผลการศึกษาของ Khanthavit ในประเทศไทยกลับพบว่ากลยุทธ์การลงทุนของทั้งนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อยเป็นแบบสวนตลาด (Negative Feedback) และสำหรับงานวิจัยในประเทศฟินแลนด์ของ Grinblatt และ Keloharju กลับพบว่านักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) และแบบสวนตลาด (Negative Feedback) ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม จากผลการศึกษาโดยรวมสามารถสรุปได้ว่านักลงทุนต่างชาติมีรูปแบบกลยุทธ์การลงทุนที่แตกต่างจากนักลงทุนในประเทศ ดังนั้นประเด็นที่น่าสนใจต่อไปคือความแตกต่างของรูปแบบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภทนั้นจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนการลงทุนหรือไม่ ซึ่งได้นำเสนอในส่วนถัดไป

ตารางที่ 2.5 งานศึกษาการเปรียบเทียบกลยุทธ์การลงทุนระหว่างนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบันในประเทศ และนักลงทุนรายย่อย

ผู้วิจัย	ประเทศที่ทำการศึกษา	ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา	ผลการศึกษา		
			นักลงทุนต่างชาติ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย
Kamesaka et al.	ญี่ปุ่น	ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2523 ถึง เดือนตุลาคม พ.ศ. 2540	กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback)	กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback)	กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback)

³ ประกอบด้วยบริษัทหลักทรัพย์ (Securities Firms), ธนาคารพาณิชย์ (Banks), บริษัทประกัน (Insurance Firms), ทรัสต์ (Investment Trusts) และบริษัท (Companies)

ตารางที่ 2.5 งานศึกษาการเปรียบเทียบกลยุทธ์การลงทุนระหว่างนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบันในประเทศ และนักลงทุนรายย่อย (ต่อ)

ผู้วิจัย	ประเทศที่ทำการศึกษา	ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา	ผลการศึกษา		
			นักลงทุนต่างชาติ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย
Khanthavit	ไทย	ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2538 ถึงเดือนตุลาคม พ.ศ. 2540	กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback)	กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback)	กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback)
Mark Grinblatt และ Matti Keloharju	ฟินแลนด์	ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2538 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2539	กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback)	กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback)	กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback)

ที่มา: จากการรวบรวมวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ส่วนที่สาม จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมา พบว่านักลงทุนต่างชาติที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศฟินแลนด์และญี่ปุ่นได้รับผลตอบแทนที่ดีเมื่อเทียบกับนักลงทุนในประเทศ โดยนักลงทุนต่างชาติในประเทศฟินแลนด์ได้รับผลตอบแทนที่เกินปกติ (Positive Abnormal Returns)⁴ จากกลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยในประเทศมีผลตอบแทนที่ย่ำแย่ (Worst Performance) จากกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Grinblatt และ Keloharju, 2000) เช่นเดียวกันกับนักลงทุนต่างชาติในประเทศญี่ปุ่นที่มีผลตอบแทนการลงทุนที่ดี โดยมีผลตอบแทนสะสมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2523 ถึง พ.ศ. 2540 สูงถึง 100 พันล้านเยน ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยในประเทศมีการขาดทุนสะสมมากถึง 180 พันล้านเยน ทั้งนี้นักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนรายย่อยในประเทศต่างก็ใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาดเหมือนกัน โดยสาเหตุที่เป็นเช่นนี้เนื่องจากนักลงทุนรายย่อยในประเทศญี่ปุ่นมีทิศทาง

⁴ ผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) คือ ผลตอบแทนที่เกินจากผลตอบแทนคาดหวัง (Expected Return)

ลงทุนที่ผิดพลาดทั้งในช่วงตลาดกระทิง (Bull Market)⁵ ในปี 1986 และตลาดหมี (Bear Market)⁶ ในปี 1990 (Kamesaka et al., 2003)

ผลการศึกษาที่ได้นี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Karolyi (2002) ที่พบว่านักลงทุนต่างชาติได้รับกำไรจากนักลงทุนในประเทศกว่า 225 พันล้านเยน ในช่วงปี 1997-1998 นอกจากนี้ ในส่วนของการศึกษาผลตอบแทนการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) ก็พบว่านักลงทุนต่างชาติได้รับผลตอบแทนที่ดีจากการลงทุน เนื่องจากมูลค่าเงินลงทุนที่ไหลเข้าสู่ตลาดเกิดใหม่จะส่งผลให้ผลตอบแทนในอนาคตเพิ่มขึ้น (Froot et al., 1998)

สาเหตุหนึ่งที่ทำให้ให้นักลงทุนต่างชาติมีผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหุ้นดีกว่านักลงทุนในประเทศ เนื่องจากนักลงทุนต่างชาติเป็นนักลงทุนที่มีประสบการณ์และมีความชำนาญในการลงทุน (Sophisticated Investors) มากกว่านักลงทุนในประเทศ (Grinblatt และ Keloharju, 2000) ซึ่งเหตุผลนี้ได้รับการสนับสนุนจากผลการศึกษาของ Khanthavit (1998) ที่พบว่านักลงทุนต่างชาติทำการซื้อหลักทรัพย์บนพื้นฐานของสารสนเทศ (Information) แต่ นักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อยทำการซื้อหลักทรัพย์ตามสิ่งรบกวน (Noise)

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาดังกล่าวมีความขัดแย้งกับผลการศึกษาของ Shukla และ Inwegan (1995) และ Bohn และ Tesar (1996) ที่พบว่านักลงทุนต่างชาติได้รับผลตอบแทนการลงทุนที่ไม่ดีจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ โดย Shukla และ Inwegan ได้ทำการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างกองทุนเปิดของประเทศอังกฤษที่เข้าไปลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา (Foreign Investors) และกองทุนเปิดของประเทศสหรัฐอเมริกา (Local Investors) ในช่วงปี พ.ศ. 2524 ถึง 2536 ซึ่งพบว่ากองทุนเปิดของประเทศอังกฤษที่เข้าไปลงทุนในสหรัฐอเมริกานั้นได้รับผลตอบแทนที่ย่ำแย่เมื่อเปรียบเทียบกับกองทุนเปิดของสหรัฐอเมริกา เนื่องจากกองทุนเปิดของประเทศอังกฤษมีความเสี่ยงเปรียบทางด้านขนาดของกองทุนที่เล็กกว่า และข้อจำกัดในการเข้าถึงข้อมูล⁷ นอกจากนี้ กองทุนเปิดของอังกฤษยังมีความเสี่ยงจากปัจจัยต่างๆ เช่น ปัจจัยเสี่ยงจากกฎหมายและข้อจำกัด ปัจจัยเสี่ยงจากอัตรา

⁵ ภาวะตลาดหุ้นที่ราคาหุ้นโดยทั่วไปมีระดับสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องเป็นระยะเวลายาวนานไม่น้อยกว่า 2-3 เดือน และมีปริมาณการซื้อขายมาก

⁶ ภาวะตลาดหุ้นที่ราคาหุ้นโดยทั่วไปมีระดับลดต่ำลงต่อเนื่องเป็นระยะเวลายาวนาน และมีปริมาณการซื้อขายน้อย

⁷ ผลการศึกษาของ Choe, Ko และ Stulz (2001) พบว่านักลงทุนในประเทศมีความได้เปรียบในการเข้าถึงข้อมูลที่เป็นประโยชน์มากกว่านักลงทุนต่างชาติ สามารถศึกษารายละเอียดเพิ่มเติมได้จาก Choe, Ko and Stulz, 2001. "Do Domestic Investors Have More Valuable Information About Individual Stocks Than Foreign Investors". NBER Working Paper No.8073

แลกเปลี่ยน มากกว่ากองทุนเปิดของสหรัฐอเมริกา เช่นเดียวกับการออกไปลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศของกองทุนรวมของสหรัฐอเมริกา ก็ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนที่ย่ำแย่เช่นเดียวกัน (Bohn และ Tesar, 1996)

โดยสรุปแล้ว ผลการศึกษาที่ผ่านมาส่วนใหญ่สำหรับประเด็นนี้ พบว่านักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาดและได้รับผลตอบแทนการลงทุนที่ดีจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดเกิดใหม่ อย่างไรก็ตาม การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศของนักลงทุนต่างชาติยังมีความเสี่ยงจากปัจจัยต่างๆ ส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติไม่ได้รับผลตอบแทนที่ดีเสมอไป

ส่วนที่สี่ จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีตพบงานวิจัยที่ทำการศึกษเกี่ยวกับผลกระทบของนักลงทุนต่างชาติต่อเสถียรภาพของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ งานศึกษาของ Choe, Kho และ Stulz (1998) ที่ทำการศึกษาในกรณีของประเทศเกาหลี, งานศึกษาของ Karolyi (2002) ที่ทำการศึกษาในกรณีของประเทศญี่ปุ่น, และงานศึกษาของ Batra (2003) ที่ทำการศึกษาในกรณีของประเทศอินเดีย ซึ่งผลการศึกษาของทั้งสามคนพบตรงกันว่า การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติไม่มีผลทำให้เสถียรภาพของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์เสียเสถียรภาพไป โดย Choe, Kho และ Stulz (1998) และ Karolyi (2002) ให้เหตุผลว่า การลงทุนแบบตามตลาดของนักลงทุนต่างชาติเพียงกลุ่มเดียวมีปริมาณไม่มากพอที่จะทำให้ราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์เสียเสถียรภาพได้ เนื่องจากนักลงทุนกลุ่มอื่นมีรูปแบบการลงทุนแบบสวนตลาด จึงทำให้ราคาหุ้นยังคงมีเสถียรภาพอยู่ได้

สำหรับประเด็นการศึกษานี้ ยังไม่มีการศึกษาอย่างชัดเจนในประเทศไทย มีแต่เพียงการศึกษาถึงผลกระทบของพฤติกรรมการลงทุนในทิศทางเดียวกันของนักลงทุนสถาบันประเภทกองทุนรวมในประเทศที่มีต่อเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของ นคร เหลืองรวงทอง (2542) เท่านั้น ดังนั้นงานวิจัยชิ้นนี้จึงทำการศึกษาถึงผลกระทบจากการลงทุนแบบตามตลาดของนักลงทุนต่างชาติต่อเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกเหนือจากการทดสอบกลยุทธ์แบบตามตลาดและผลตอบแทนการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บทที่ 3

นักลงทุนต่างชาติ

สำหรับบทนี้เป็นการนำเสนอข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับนักลงทุนต่างชาติในด้านต่างๆ โดยแบ่งเนื้อหาออกเป็นสามส่วนหลัก คือ ส่วนที่หนึ่งเป็นข้อมูลการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนที่สองเป็นกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ และส่วนที่สามเป็นการอธิบายถึงช่องทางการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติ

3.1 การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นักลงทุนต่างชาติ คือ คนต่างด้าวที่เข้ามาลงทุนซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งตามพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจของคนต่างด้าว พ.ศ. 2542 มาตรา 4 ได้นิยามคำว่า “คนต่างด้าว” ไว้ดังนี้

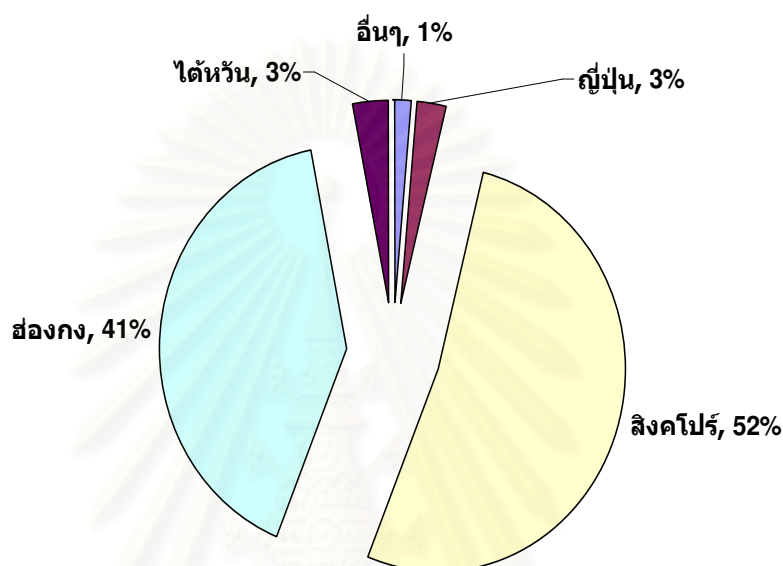
- (1) บุคคลธรรมดาซึ่งไม่มีสัญชาติไทย
- (2) นิติบุคคลซึ่งไม่ได้จดทะเบียนในประเทศไทย
- (3) นิติบุคคลซึ่งจดทะเบียนในประเทศไทย และมีลักษณะดังต่อไปนี้
 - (ก) นิติบุคคลซึ่งมีหุ้นอันเป็นหุ้นตั้งแต่กึ่งหนึ่งของนิติบุคคลนั้น ถือโดยบุคคลตาม (1) หรือ (2) ลงทุนมีมูลค่าตั้งแต่กึ่งหนึ่งของทุนทั้งหมดในนิติบุคคลนั้น
 - (ข) ห้างหุ้นส่วนจำกัดหรือห้างหุ้นส่วนสามัญซึ่งหุ้นส่วนผู้จัดการหรือผู้จัดการเป็นบุคคลตาม (1)
- (4) นิติบุคคลซึ่งจดทะเบียนในประเทศไทย ซึ่งมีหุ้นอันเป็นกึ่งหนึ่งของนิติบุคคลนั้น ถือโดยบุคคลตาม (1) (2) หรือ (3) ลงทุนมีมูลค่าตั้งแต่กึ่งหนึ่งของทุนทั้งหมดในนิติบุคคลนั้น เพื่อประโยชน์แห่งคำนิยามนี้ให้ถือว่าหุ้นของบริษัทจำกัดที่มีไปหุ้นออกให้แก่ผู้ถือเป็นหุ้นของคนต่างด้าว เว้นแต่จะได้มีกฎกระทรวงกำหนดไว้เป็นอย่างอื่น

นักลงทุนต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปัจจุบันประกอบด้วยนักลงทุนจากประเทศต่างๆ ทั้งในแถบทวีปเอเชีย ทวีปยุโรป และนักลงทุนจากประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอื่นๆ ซึ่งสามารถจำแนกนักลงทุนต่างชาติตามทวีปโดยละเอียดได้ดังนี้

1. นักลงทุนต่างชาติจากทวีปเอเชีย ได้แก่ นักลงทุนจากประเทศญี่ปุ่น, สิงคโปร์, ฮองกง, ไต้หวัน, เกาหลีใต้, จีน, มาเลเซีย, อินโดนีเซีย, ฟิลิปปินส์, บรูไน, กัมพูชา, ลาว, พม่า และเวียดนาม โดยสัดส่วนมูลค่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุน

ต่างชาติในทวีปเอเชียสูงสุดสามอันดับแรกในปี พ.ศ.2547 คือ นักลงทุนจากประเทศสิงคโปร์ ฮองกง และไต้หวันตามลำดับ

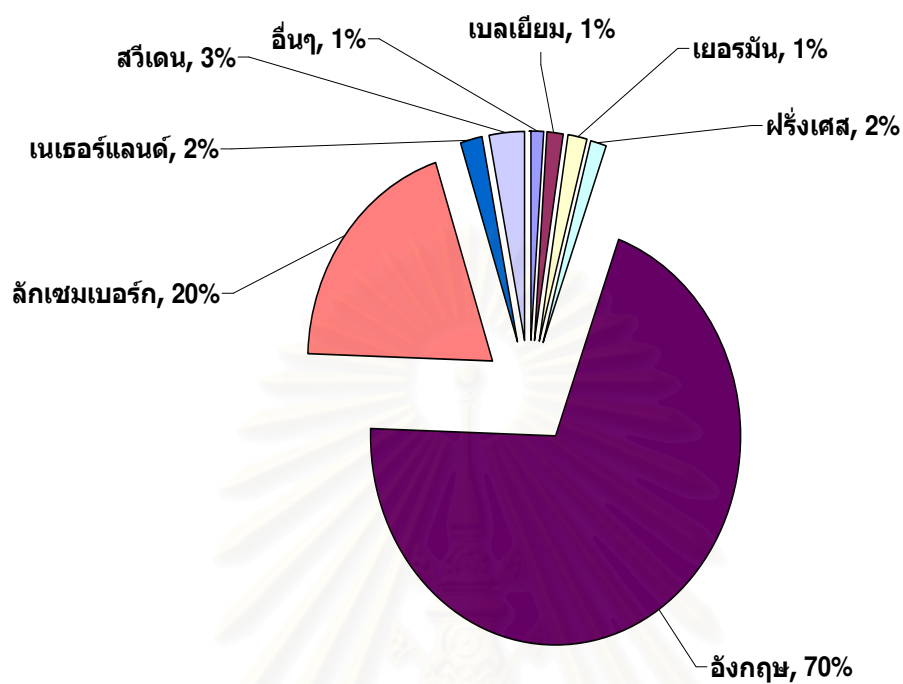
รูปที่ 3.1 สัดส่วนมูลค่าการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติจากทวีปเอเชีย ในปี พ.ศ. 2547



ที่มา: มูลค่าการลงทุนในหลักทรัพย์จำแนกตามประเทศ, ธนาคารแห่งประเทศไทย

2. นักลงทุนต่างชาติจากทวีปยุโรปมีทั้งสิ้น 25 ประเทศได้แก่นักลงทุนจากประเทศ ออสเตรีย, เบลเยียม, เยอรมัน, เดนมาร์ก, สเปน, ฟินแลนด์, ฝรั่งเศส, อังกฤษ, กรีซ, ไอแลนด์, อิตาลี, ลักเซมเบิร์ก, เนเธอร์แลนด์, โปรตุเกส, สวีเดน, ไชปรัส, สาธารณรัฐประชาชนเช็ก เอสทัวเนีย, ฮังการี, ลัตเวีย, ลิทัวเนีย, มอลตาร์, สโลวาเกีย, โปแลนด์ และสโลเวเนีย โดยนัก ลงทุนต่างชาติจากทวีปยุโรปที่เข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ของประเทศไทยมากที่สุดในปี พ.ศ. 2547 คือนักลงทุนจากประเทศอังกฤษ คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 69 รองลงมาได้แก่นักลงทุนจาก ประเทศลักเซมเบิร์กและสวีเดน คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 20 และ 3 ตามลำดับ

รูปที่ 3.2 สัดส่วนมูลค่าการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติจากทวีปยุโรป ในปี พ.ศ. 2547



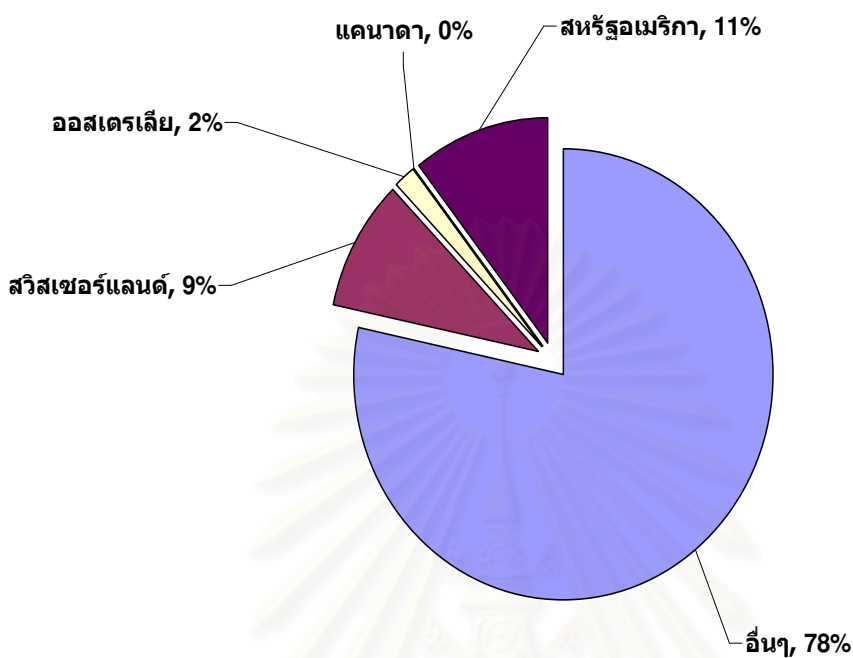
ที่มา: มูลค่าการลงทุนในหลักทรัพย์จำแนกตามประเทศ, ธนาคารแห่งประเทศไทย

3. นักลงทุนต่างชาติจากประเทศสหรัฐอเมริกาและอื่นๆ ได้แก่ นักลงทุนที่มาจากประเทศสหรัฐอเมริกา, แคนาดา, ออสเตรเลีย, สวิสเซอร์แลนด์ และอื่นๆ⁸ โดยนักลงทุนต่างชาติที่มีมูลค่าการลงทุนในปี พ.ศ.2547 มากที่สุดคือนักลงทุนจากประเทศอื่นๆ รองลงมาได้แก่นักลงทุนจากประเทศสหรัฐอเมริกาและสวิสเซอร์แลนด์ ตามลำดับ

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

⁸ ประเทศอื่นๆ นอกเหนือจากประเทศที่กล่าวมาทั้งหมด

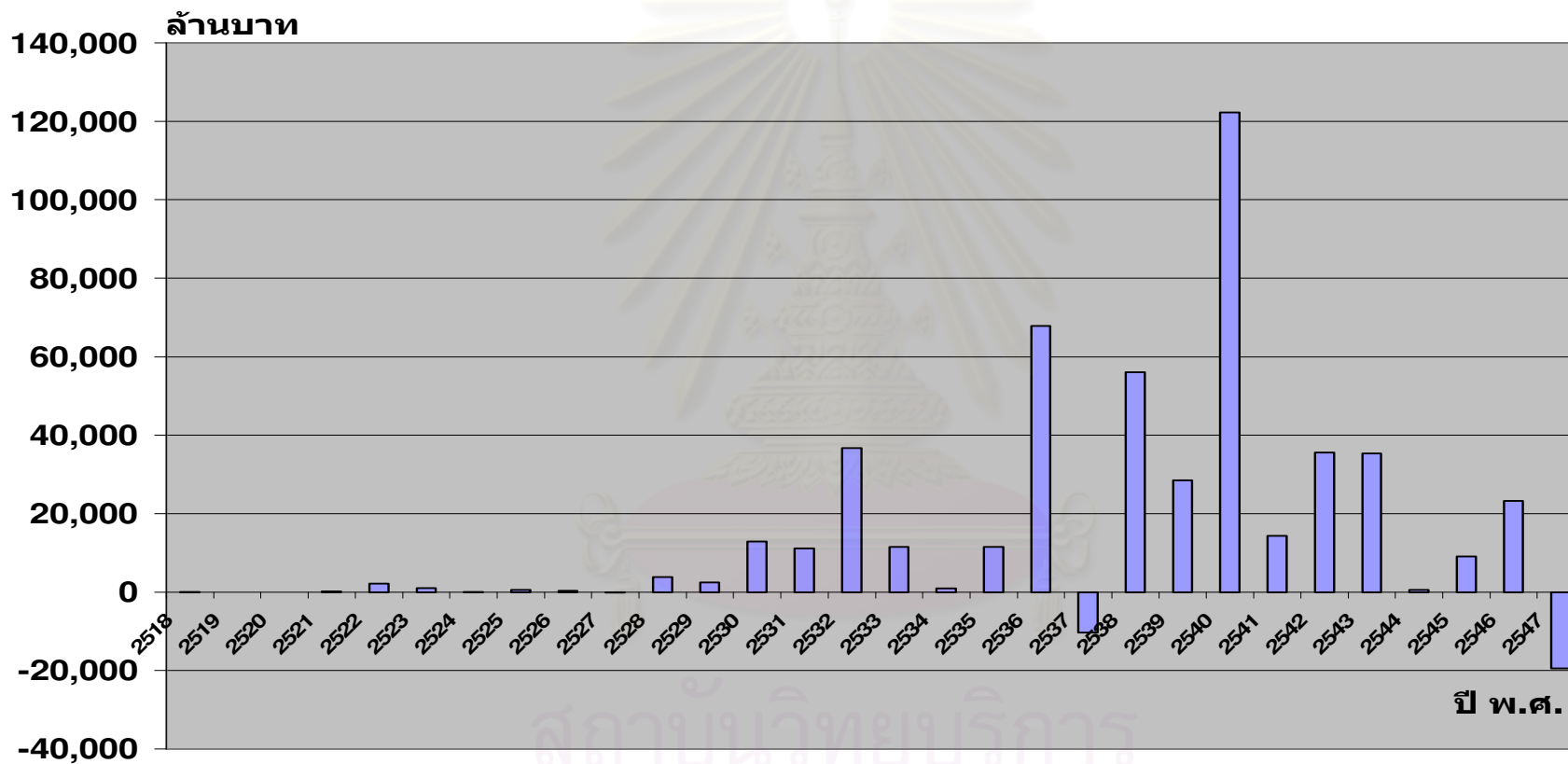
รูปที่ 3.3 สัดส่วนมูลค่าการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติจากประเทศสหรัฐอเมริกาและอื่นๆ ในปี พ.ศ. 2547



ที่มา: มูลค่าการลงทุนในหลักทรัพย์จำแนกตามประเทศ, ธนาคารแห่งประเทศไทย

นับตั้งแต่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เปิดดำเนินการในปี พ.ศ.2518 เป็นต้นมา มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติได้เพิ่มขึ้นเป็นลำดับ จากมูลค่าการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติในปี พ.ศ. 2518 ที่ 27.40 ล้านบาท เป็นมูลค่าการลงทุนระดับหมื่นล้านบาทในปัจจุบัน และเมื่อพิจารณาการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศในรอบสามสิบปีที่ผ่านมาดังแสดงในรูปที่ 3.4 พบว่า ปีที่นักลงทุนต่างชาติมีมูลค่าการลงทุนสูงสุดคือปี พ.ศ.2540 ซึ่งเป็นปีที่ประเทศไทยเกิดวิกฤตทางการเงิน โดยมีมูลค่าการลงทุนที่สูงถึง 122,303 ล้านบาท ทั้งนี้อาจมีสาเหตุหลักมาจากการที่สถาบันการเงินและบริษัทต่างๆ ในช่วงเวลานั้นได้ประสบปัญหาสภาพคล่องจนส่งผลให้ไม่สามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้ ทางภาครัฐจึงได้มีมาตรการการผ่อนผันในเรื่องของเพดานการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ เพื่อดึงดูดเม็ดเงินลงทุนจากต่างประเทศเพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าว

รูปที่ 3.4 มูลค่าการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติในประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ.2518 ถึง ปี พ.ศ.2547



ที่มา: มูลค่าการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ, ธนาคารแห่งประเทศไทย

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาบทบาทของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากสัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญในบริษัทจดทะเบียน พบว่า นักลงทุนต่างชาติมีสัดส่วนการถือครองหุ้นค่อนข้างมากในกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาด (Market Capitalization) สูง เนื่องจากหุ้นในกลุ่มดังกล่าวเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่และมีพื้นฐานการประกอบกิจการดี จึงเป็นที่ต้องการของทั้งนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนในประเทศ ดังจะเห็นได้จากสัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนต่างชาติที่แสดงในตารางที่ 3.1 โดยหุ้นที่นักลงทุนต่างชาติทำการถือครองจนเต็มเพดานการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติแล้วคือหุ้นสามัญของบริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน) ส่วนหุ้นในกลุ่มพลังงานที่นักลงทุนต่างชาติมีสัดส่วนการถือครองมากที่สุดคือหุ้นสามัญของบริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) โดยมีสัดส่วนการถือครองคิดเป็นร้อยละ 27.78 ของหุ้นสามัญทั้งหมดของบริษัท รองลงมา ได้แก่ หุ้นของบริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) และบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) คิดเป็นสัดส่วนการถือครองร้อยละ 23.31 และ 18.87 ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี จะสังเกตเห็นได้ว่าสัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ของนักลงทุนต่างชาติมีสัดส่วนที่สูงเกินกว่าเพดานการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (Foreign Limited) แล้ว โดยเฉพาะธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ที่มีสัดส่วนการถือครองของนักลงทุนต่างชาติที่สูงถึงร้อยละ 56.50 ของจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดของบริษัท เช่นเดียวกับธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) และธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) ที่หุ้นสามัญร้อยละ 48.31 และ 49.22 ตามลำดับ เป็นการถือครองโดยนักลงทุนต่างชาติ สาเหตุที่ทำให้ให้นักลงทุนต่างชาติสามารถถือครองหุ้นในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ได้สูงเกินกว่าที่กำหนดเนื่องมาจากการแก้พระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ในปี พ.ศ. 2540 ซึ่งรายละเอียดจะนำเสนอในส่วนถัดไป อย่างไรก็ตาม การที่ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) ยังคงมีสัดส่วนการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติไม่เกินกว่าเพดานการถือครองหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติ เนื่องมาจากการที่ธนาคารกรุงไทยเป็นธนาคารรัฐวิสาหกิจจึงถูกปกป้องโดยกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับรัฐวิสาหกิจ

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 3.1 สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนต่างชาติในบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ ณ สิ้นปี พ.ศ. 2548

บริษัท	จำนวนหุ้นสามัญที่ นักลงทุนต่างชาติถือครอง (หุ้น)	จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมด (หุ้น)	สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนต่างชาติ (%)	เพดานการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนต่างชาติ (%)
บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	527,763,347	2,797,245,725	18.87	30.00
บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	152,688,416	654,932,100	23.31	40.00
บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)	299,999,900	1,200,000,000	25.00	25.00
ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	922,076,758	1,908,842,894	48.31	25.00
ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)	1,172,050,559	2,381,187,967	49.22	48.98
ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	1,808,589,582	11,179,749,000	16.18	25.00
บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)	566,625,325	2,040,027,873	27.78	40.00
ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)	1,063,262,170	1,881,769,793	56.50	45.81

ตารางที่ 3.1 สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนต่างชาติในบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ ณ สิ้นปี พ.ศ. 2548 (ต่อ)

บริษัท	จำนวนหุ้นสามัญที่นักลงทุนต่างชาติถือครอง (หุ้น)	จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมด (หุ้น)	สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนต่างชาติ (%)	เพดานการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนต่างชาติ (%)
บริษัท ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน)	45,178,973	250,000,000	18.07	25.00
บริษัท แลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	2,748,871,767	8,316,329,406	33.05	49.00

ที่มา: คำนวณจากฐานข้อมูล SETSMART, 2548

ประเด็นที่น่าสนใจต่อมาคือประสิทธิภาพการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนต่างชาติในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งสามารถพิจารณาได้จากการประมาณผลกำไร (ขาดทุน) จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นรายปี โดยจากตารางที่ 3.2 พบว่าในช่วงสิบปีที่ผ่านมา นักลงทุนต่างชาติมีผลกำไรสุทธิจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยประมาณทั้งสิ้น 11,160.80 ล้านบาท โดยมีปีที่มีผลกำไร 6 ปี และปีที่มีผลขาดทุน 4 ปี สำหรับปีที่นักลงทุนต่างชาติได้รับกำไรมากที่สุดคือปี พ.ศ. 2546 กล่าวคือมีกำไรทั้งสิ้น 14,703.11 ล้านบาท ส่วนปีที่นักลงทุนต่างชาติขาดทุนมากที่สุดคือปี พ.ศ. 2542 คิดเป็นผลขาดทุน 11,610.95 ล้านบาท ดังนั้นโดยภาพรวมแล้วจึงสามารถสรุปได้ว่านักลงทุนต่างชาติมีประสิทธิภาพการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538 ถึง ปี พ.ศ. 2547 ที่ค่อนข้างดี

ตารางที่ 3.2 ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนต่างชาติ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538 ถึง ปี พ.ศ.2547

ปี	มูลค่าการลงทุนสุทธิในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ล้านบาท)	ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันทำการแรกของปี	ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันทำการสุดท้ายของปี	ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (%)	กำไร (ขาดทุน) โดยประมาณ (ล้านบาท)
2538	5,645.91	1,354.05	1,280.81	-5.41	-305.38
2539	-24,538.1	1,323.43	831.57	-37.17	9,119.72
2540	14,316.16	803.13	372.69	-53.60	-7,672.79
2541	-6,443.16	366.18	355.81	-2.83	182.47
2542	-33,067.67	356.68	481.92	35.11	-11,610.95
2543	-3,134.14	498.46	269.19	-46.00	1,441.57
2544	30,226.62	272.03	303.85	11.70	3,535.68
2545	55,436.75	305.19	356.48	16.81	9,316.66
2546	12,287.37	351.52	772.15	119.66	14,703.11
2547	48,611.44	790.93	668.1	-15.53	-7,549.27

ที่มา: คำนวณจากฐานข้อมูล SETSMART, 2548

* ไม่รวมผลตอบแทนจากเงินปันผล

3.2 กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับเพดานการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (Foreign Limit)

โดยปกติแล้วกฎหมายกำหนดให้นักลงทุนต่างชาติไม่สามารถมีสัดส่วนการถือครองหุ้นเกินร้อยละ 25 ได้ เนื่องจากเป็นการป้องกันการครอบงำกิจการ (Takeovers)⁹ จากนักลงทุนต่างชาติ อย่างไรก็ตาม กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจบางประเภทในปัจจุบันได้มีการผ่อนผันเรื่องสัดส่วนการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติให้มีความยืดหยุ่นมากขึ้น ดังนั้นผู้วิจัยจึงทำการค้นคว้าและรวบรวมเอกสารที่เกี่ยวข้องกับประเด็นนี้ โดยนำเสนอในกรณีของธุรกิจที่มีการผ่อนผันกฎเกณฑ์ดังกล่าวและมีความสำคัญต่อประเทศไทย ดังนี้

1. ธุรกิจการธนาคารพาณิชย์

พระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ (ฉบับที่ 3) พ.ศ. 2535 มาตรา 5 เบญจ ระบุไว้ว่า “ ธนาคารพาณิชย์ต้องมีจำนวนหุ้นที่บุคคลผู้มีสัญชาติไทยถืออยู่ไม่ต่ำกว่าสามในสี่ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด และต้องมีกรรมการเป็นบุคคลผู้มีสัญชาติไทยไม่ต่ำกว่าสามในสี่ของจำนวนกรรมการทั้งหมด ”

จากมาตรา 5 เบญจ ตามพระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ ได้ระบุไว้อย่างชัดเจนว่า นักลงทุนต่างชาติไม่สามารถถือครองหุ้นเกินกว่าหนึ่งในสี่หรือร้อยละ 25 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดได้ แต่อย่างไรก็ตาม การเกิดวิกฤตทางการเงินในปี พ.ศ. 2540 เป็นผลให้สถาบันการเงินของประเทศไทยประสบปัญหาทางด้านสภาพคล่อง จนทำให้บางกิจการถูกระงับการดำเนินกิจการและเข้าสู่แผนฟื้นฟูกิจการ ด้วยเหตุนี้ รัฐบาลจึงออกพระราชกำหนดสองฉบับคือ พระราชกำหนดแก้ไขพระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ พ.ศ.2505 (ฉบับที่ 2) พ.ศ.2540 มีใจความตอนหนึ่งว่า “ ธนาคารพาณิชย์ต้องมีจำนวนหุ้นที่บุคคลผู้มีสัญชาติไทยถืออยู่ไม่ต่ำกว่าสามในสี่ส่วนของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด และต้องมีกรรมการเป็นบุคคลผู้มีสัญชาติไทย ไม่ต่ำกว่าสามในสี่ส่วนของจำนวนกรรมการทั้งหมด แต่ในกรณีที่มีเหตุจำเป็นต้องแก้ไขฐานะหรือ การดำเนินการของธนาคารพาณิชย์ใด รัฐมนตรีด้วยคำแนะนำของธนาคารแห่งประเทศไทยมีอำนาจ ผ่อนผันให้มีจำนวนหุ้นหรือกรรมการเป็นอย่างอื่นได้ ในการผ่อนผันนั้นจะกำหนดเงื่อนไขใดๆไว้ด้วยก็ได้ ” และพระราชกำหนดฉบับที่สองคือพระราชกำหนดการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน พ.ศ.2540 โดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อการแก้ไขและฟื้นฟูฐานะทางการเงินของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ ซึ่งตามมาตรา 23 หมวด 2 ได้ระบุให้มีการผ่อนผันในเรื่องเพดานการถือครองหุ้นของชาวต่างชาติ ทั้งนี้การผ่อนผันให้ทำการพิจารณาแล้วแต่กรณี โดยอำนาจของคณะกรรมการองค์การ

⁹ การครอบงำกิจการ (Takeovers) หมายถึงการที่บุคคลใดหรือบริษัทใดเข้าซื้อและเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทมหาชน จำกัด เป็นต้นตั้งแต้อัตรา 25 ขึ้นไปของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายแล้วทั้งหมดของบริษัทนั้น

การเปลี่ยนแปลงกฎหมายดังกล่าวจึงส่งผลให้สัดส่วนการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความยืดหยุ่นมากขึ้น ดังเห็นได้จากสัดส่วนการถือครองหุ้นธนาคารพาณิชย์ที่เพิ่มขึ้นของนักลงทุนต่างชาติ โดยจากตารางที่ 3.3 พบว่าสัดส่วนการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติในกลุ่มธนาคารขนาดใหญ่ของไทยคือธนาคารกรุงเทพ ธนาคารไทยพาณิชย์ และธนาคารกสิกรไทย นั้นมีสัดส่วนที่สูงถึงร้อยละ 48.31, 56.50 และ 49.22 ตามลำดับ และเมื่อพิจารณาต่อไปถึงสัญชาติของนักลงทุนต่างชาติที่มีสัดส่วนการถือครองหุ้นกลุ่มธนาคารพาณิชย์มากที่สุดคือนักลงทุนต่างชาติสัญชาติอังกฤษ รองลงมา ได้แก่ นักลงทุนต่างชาติสัญชาติสิงคโปร์และอเมริกันตามลำดับ

ตารางที่ 3.3 สัดส่วนการถือครองหุ้นกลุ่มธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ชื่อธนาคาร	สัญชาติไทย	สัญชาติอื่นๆ
กรุงเทพ	51.69	48.31
ไทยพาณิชย์	43.50	56.50
กสิกรไทย	50.78	49.22

ที่มา: ฐานข้อมูล SETSMART, 2548

หมายเหตุ ธนาคารกรุงเทพ เป็นข้อมูล ณ วันที่ 23 มีนาคม พ.ศ.2548
 ธนาคารไทยพาณิชย์ เป็นข้อมูล ณ วันที่ 16 มีนาคม พ.ศ.2548
 ธนาคารกสิกรไทย เป็นข้อมูล ณ วันที่ 18 มีนาคม พ.ศ.2548

2. ธุรกิจโทรคมนาคม

“ กิจการโทรคมนาคม ” หมายความว่า กิจการโทรคมนาคมตามกฎหมายว่าด้วยองค์กรจัดสรรคลื่นความถี่และกำกับการวิทยุกระจายเสียง วิทยุโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคม

“ การประกอบกิจการโทรคมนาคม ” หมายความว่า การประกอบกิจการในลักษณะที่เป็นผู้ให้บริการด้านกิจการโทรคมนาคมแก่บุคคลอื่นทั่วไป

ตามพระราชบัญญัติการประกอบกิจการโทรคมนาคม พ.ศ.2544 มาตรา 8 ได้กำหนดคุณสมบัติของผู้ขอรับใบอนุญาตประกอบกิจการโทรคมนาคมต้องไม่ใช่บุคคลต่างด้าว และต้องมีสัดส่วนการถือครองหุ้นของบุคคลผู้มีสัญชาติไทยไม่น้อยกว่าร้อยละเจ็ดสิบห้าของหุ้นทั้งหมดในนิติบุคคลนั้น รวมทั้งต้องมีกรรมการไม่น้อยกว่าสามในสี่ของจำนวนกรรมการทั้งหมด และผู้มีอำนาจกระทำการผูกพันนิติบุคคลนั้นต้องเป็นผู้มีสัญชาติไทยด้วย ในการนี้ คณะกรรมการอาจ

กำหนดให้ผู้ขอรับใบอนุญาตสำหรับประกอบกิจการบางลักษณะหรือบางประเภทที่เป็นนิติบุคคล จะต้องกำหนดข้อห้ามการกระทำอื่นใดที่มีลักษณะเป็นการครอบงำกิจการโดยบุคคลผู้ไม่มีสัญชาติไทยอีกด้วยก็ได้

จากพระราชบัญญัตินี้ส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติไม่สามารถถือครองหุ้นในบริษัทที่ประกอบกิจการโทรคมนาคมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกินร้อยละ 25 ได้ อย่างไรก็ตาม การประกอบกิจการโทรคมนาคมจำเป็นต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมากในการดำเนินการและต้องใช้เทคโนโลยีสูง ดังนั้นการกำหนดคุณสมบัติของผู้ขอรับใบอนุญาตตามพระราชบัญญัติการประกอบกิจการโทรคมนาคม พ.ศ.2544 มาตรา 8 จึงเป็นอุปสรรคต่อการระดมทุนจากผู้ลงทุนต่างประเทศ ด้วยเหตุนี้ ในวันที่ 20 มกราคม พ.ศ.2549 จึงได้มีการออกพระราชบัญญัติการประกอบกิจการโทรคมนาคม (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2549 เพื่อแก้ไขสัดส่วนการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติให้สามารถถือครองหุ้นในบริษัทที่ประกอบกิจการโทรคมนาคมได้มากขึ้นจากไม่เกินร้อยละ 25 เป็นไม่เกินร้อยละ 49

3.3 ช่องทางการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นักลงทุนต่างชาติที่ต้องการซื้อขายหุ้นในประเทศไทยสามารถทำการซื้อขายได้ในสองตลาดคือตลาดแรกและตลาดรอง

การซื้อขายในตลาดแรก คือการที่บริษัทต้องการระดมเงินทุนเพื่อมาขยายธุรกิจหรือเพื่อใช้ในวัตถุประสงค์อื่น ได้ทำการออกและเสนอขายหุ้นแก่ผู้ลงทุน ซึ่งโดยปกติแล้วบริษัทจะทำการเสนอขายแก่นักลงทุนสามกลุ่มคือ นักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนเฉพาะบุคคลในวงจำกัด (Private Placement)¹⁰ และประชาชนทั่วไป (Public Offering)

การซื้อขายในตลาดรอง คือการซื้อขายหุ้นที่ผ่านการซื้อขายในตลาดแรกมาแล้ว สำหรับกรณีของประเทศไทย ตลาดรองคือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งนักลงทุนต่างชาติสามารถซื้อหุ้นผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ 2 ช่องทางคือการซื้อขายหุ้นผ่านกระดานต่างประเทศ (Foreign Board) และการซื้อขายหุ้นผ่านกระดานหลัก (Main Board) โดยการซื้อในลักษณะของใบสำคัญแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงไทย ดังนี้

¹⁰ การเสนอขายหลักทรัพย์แก่บุคคลในวงจำกัด หมายความว่า (1). การออกและเสนอขายหุ้นที่มีจำนวนไม่เกิน 20 ล้านบาท ในระยะเวลา 12 เดือนที่ผ่านมา (2). การออกและเสนอขายหุ้นให้แก่ นักลงทุนจำนวนไม่เกิน 35 รายในระยะเวลา 12 เดือนที่ผ่านมา (3). การออกและเสนอขายหุ้นให้แก่ นักลงทุนที่จัดอยู่ในนักลงทุนประเภทสถาบันหรือที่มีลักษณะเฉพาะ

1. การซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านกระดานต่างประเทศ (Foreign Board)

กระดานต่างประเทศเป็นกระดานการซื้อขายหลักทรัพย์อันได้แก่ หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ ที่บุคคลต่างด้าวเป็นผู้ถือหลักทรัพย์ตามทะเบียนผู้ถือหลักทรัพย์ การซื้อขายบนกระดานต่างประเทศใช้วิธีการซื้อขายแบบ AOM และ Put through ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

Automatic Order Matching (AOM) เป็นวิธีการซื้อขายที่ผู้ซื้อและผู้ขายส่งการเสนอซื้อและเสนอขายด้วยคอมพิวเตอร์ผ่านเข้ามายังระบบการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากนั้นระบบคอมพิวเตอร์จะทำการเรียงลำดับและจับคู่คำสั่งซื้อขายให้โดยอัตโนมัติบนหลักการราคาและเวลาที่ดีที่สุด (Price and Time Priority)

Put-through (PT) เป็นวิธีการซื้อขายที่สมาชิกผู้ซื้อและผู้ขายทำความตกลงซื้อขายกันเอง เมื่อทำการตกลงซื้อขายกันเรียบร้อยแล้วจึงทำการบันทึกรายละเอียดของรายการซื้อขายดังกล่าวผ่านระบบการซื้อขายให้ตลาดหลักทรัพย์ทราบภายใน 15 นาที นับตั้งแต่มีการตกลงซื้อขายกัน

อย่างไรก็ตาม การซื้อขายหุ้นผ่านกระดานต่างประเทศของนักลงทุนต่างชาตินั้นไม่สามารถทำได้อย่างเต็มที่ เนื่องจากข้อจำกัดทางด้านการถือครองหลักทรัพย์สำหรับชาวต่างชาติ (Foreign Limit)

2. การซื้อขายหลักทรัพย์ในกระดานหลัก (Main Board) ผ่านบริษัท NVDR

NVDR คือ ใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงไทย ซึ่งเป็นตราสารที่ออกโดยบริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด (Thai NVDR Company Limited) โดยมีลักษณะเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนโดยอัตโนมัติ

ใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงไทย หรือ NVDR มีวัตถุประสงค์หลักสามประการ ได้แก่ ประการแรกเพื่อให้ชาวต่างชาติลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนได้โดยไม่ติดเรื่องเพดานการถือครองหลักทรัพย์ของชาวต่างชาติ (Foreign Limit) และสามารถได้รับสิทธิประโยชน์ทางการเงิน เช่น เงินปันผล และสิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุน เช่นเดียวกับการลงทุนในหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ประการที่สอง คือ การเพิ่มสภาพคล่องแก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และประการที่สามเพื่อขจัดปัญหาของผู้ลงทุนสถาบันต่างประเทศบางประเทศที่ไม่สามารถลงทุนในหน่วยลงทุน ซึ่งรวมถึงหน่วยลงทุนของกองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนซึ่งเป็นคนต่างด้าว (Thai Trust Fund : TTF) ได้ อย่างไรก็ตาม นักลงทุน

ต่างชาติที่ถือครองหลักทรัพย์ NVDR จะไม่มีสิทธิออกเสียงในที่ประชุมของบริษัทจดทะเบียน (Non-Voting Rights)

ถึงแม้ว่าหลักทรัพย์ NVDR มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อส่งเสริมการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ แต่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ได้มีข้อห้ามให้นักลงทุนไทยในการลงทุนในหลักทรัพย์ NVDR ดังนั้น ผู้ลงทุนที่สามารถลงทุนในหลักทรัพย์ NVDR ได้มีดังนี้

1. ผู้ลงทุนรายย่อยที่ถือสัญชาติไทย
2. ผู้ลงทุนสถาบันที่จดทะเบียนในประเทศไทย
3. ผู้ลงทุนรายย่อยชาวต่างชาติ
4. ผู้ลงทุนสถาบันที่จดทะเบียนในต่างประเทศ

2.1 สิทธิประโยชน์ของหลักทรัพย์ NVDR

สิทธิประโยชน์จากการถือครองหลักทรัพย์ NVDR แบ่งออกเป็นสองด้านคือสิทธิประโยชน์ทั่วไป และสิทธิประโยชน์ทางภาษี

สิทธิประโยชน์ทั่วไป คือ นักลงทุนต่างชาติสามารถลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้โดยไม่ติดข้อจำกัดเรื่องการถือครองหลักทรัพย์ (Foreign Limit) หรือการลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนซึ่งเป็นคนต่างด้าว (Thai Trust Fund)

สิทธิประโยชน์ทางภาษีของนักลงทุนต่างชาติที่ถือครองหลักทรัพย์ NVDR ดังที่แสดงในตารางที่ 3.4 สามารถจำแนกประเภทผู้ลงทุนออกเป็นสองประเภทคือนักลงทุนต่างชาติประเภทบุคคลธรรมดาและนักลงทุนต่างชาติประเภทนิติบุคคล โดยนักลงทุนต่างชาติบุคคลธรรมดาที่อาศัยอยู่ในประเทศตั้งแต่ 180 วันขึ้นไปในปีภาษีจะได้รับการยกเว้นภาษีจากกำไรจากการซื้อขาย (Capital Gain) แต่นักลงทุนยังคงมีภาระภาษีสำหรับเงินได้จากเงินปันผลในอัตราร้อยละ 10 และในกรณีที่นักลงทุนไม่ยินยอมให้บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด หักภาษี ณ ที่จ่ายในอัตราร้อยละ 10 นักลงทุนจะต้องนำเงินดังกล่าวมารวมคำนวณเพื่อเสียภาษีเงินได้ ส่วนนักลงทุนต่างชาติบุคคลธรรมดาที่อาศัยอยู่ในประเทศไทยไม่เกิน 180 วัน ในปีภาษี จะได้รับการยกเว้นภาษีสำหรับกำไรจากการซื้อขาย (Capital Gain) แต่ต้องเสียภาษีรายได้จากเงินปันผลในอัตราร้อยละ 10 ของจำนวนเงินที่ได้รับ

สำหรับนักลงทุนประเภทนิติบุคคลที่จัดขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศนั้น สามารถแบ่งได้เป็นสองลักษณะ คือ ห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ประกอบกิจการในไทย และที่มีได้ประกอบกิจการ

ในไทย โดยห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ประกอบกิจการในไทยนั้นจะต้องนำกำไรจากการซื้อขาย (Capital Gain) และรายได้จากเงินปันผลมาคำนวณในเงินได้ของกิจการ ส่วนห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่มีได้ประกอบกิจการในไทยนั้นจะต้องเสียภาษีในอัตราร้อยละ 15 ของกำไรจากการซื้อขาย (Capital Gain) และเสียภาษี ณ ที่จ่ายในอัตราร้อยละ 10 ของรายได้จากเงินปันผล

ตารางที่ 3.4 สิทธิประโยชน์ทางภาษีของนักลงทุนต่างชาติที่ถือครองหลักทรัพย์ NVDR

ประเภทของผู้ลงทุน	กำไรจากการซื้อขาย	เงินได้เทียบเท่าเงินปันผล
บุคคลธรรมดาที่อาศัยอยู่ในประเทศไทย ณ 180 วันในปีภาษี	ได้รับการยกเว้นภาษี	1. กรณียินยอมให้บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด หักภาษี ณ ที่จ่ายในอัตราร้อยละ 10 จะได้รับการยกเว้นไม่ต้องนำเงินดังกล่าวมารวมคำนวณเพื่อเสียภาษีเงินได้ 2. กรณีไม่ยินยอมให้บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด หักภาษี ณ ที่จ่ายในอัตราร้อยละ 10 จะต้องนำเงินดังกล่าวมารวมคำนวณเพื่อเสียภาษีเงินได้
บุคคลธรรมดาที่มีได้อาศัยอยู่ในประเทศไทยหรืออาศัยอยู่ในประเทศไทยไม่เกิน 180 วันในปีภาษี	ได้รับการยกเว้นภาษี	เสียภาษีหัก ณ ที่จ่ายในอัตราร้อยละ 10
ห้างหุ้นส่วนนิติบุคคล ¹¹ ที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายของต่างประเทศที่ประกอบกิจการในไทย	ต้องนำมารวมคำนวณเป็นเงินได้ของกิจการ	ต้องนำมาคำนวณในเงินได้ของกิจการ

¹¹ ห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายของต่างประเทศที่มีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย หากประเทศดังกล่าวมีอนุสัญญาภาษีซ้อน (Double Tax Treaty) กับประเทศไทยจะได้รับการยกเว้นภาษีดังกล่าว

ตารางที่ 3.4 สิทธิประโยชน์ทางภาษีของนักลงทุนต่างชาติที่ถือครองหลักทรัพย์ NVDR
(ต่อ)

ประเภทของผู้ลงทุน	กำไรจากการซื้อขาย	เงินได้เทียบเท่าเงินปันผล
ห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายของต่างประเทศที่มีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย	เสียภาษีในอัตราร้อยละ 15	เสียภาษีหัก ณ ที่จ่ายในอัตราร้อยละ 10

ที่มา: บริษัทไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด, 2548

2.2 การซื้อขายหลักทรัพย์ NVDR

นักลงทุนต่างชาติมีกระบวนการซื้อขายหุ้นผ่านหลักทรัพย์ NVDR ในลักษณะเดียวกับการซื้อขายหุ้นทั่วไป กล่าวคือ นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ NVDR ผ่านทางสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ (Broker) ได้ตลอดเวลา โดยมีค่าธรรมเนียมการซื้อขายในอัตราร้อยละ 0.25 ของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์และกำหนดให้มีการส่งมอบและชำระราคาผ่านบริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด ในวันที่สามหลังจากวันที่ทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ NVDR นั้น (T+3) อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่หากตลาดหลักทรัพย์มีเหตุจำเป็นต้องสั่งห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์อ้างอิงเป็นการชั่วคราว โดยการขึ้นเครื่องหมาย H (Halt) หรือ SP (Suspend) ที่หลักทรัพย์นั้น ย่อมส่งผลให้การซื้อขายหลักทรัพย์ NVDR ของหลักทรัพย์อ้างอิงหยุดการซื้อขายด้วย

เครื่องหมาย H (Halt) เป็นเครื่องหมายแสดงการห้ามซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนเป็นการชั่วคราวโดยแต่ละครั้งมีระยะเวลาไม่เกินกว่าหนึ่งรอบการซื้อขาย ซึ่งตลาดหลักทรัพย์มีหลักเกณฑ์การขึ้นเครื่องหมาย H ดังนี้

1. มีข้อมูลหรือข่าวสารสำคัญที่อาจมีผลกระทบต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหลักทรัพย์ หรือต่อการตัดสินใจในการลงทุน หรือต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาของหลักทรัพย์ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ยังไม่ได้รับรายงานจากบริษัท และอยู่ในระหว่างการสอบถามข้อเท็จจริงและรอคำชี้แจงจากบริษัท ซึ่งตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าบริษัทสามารถชี้แจงได้ทันที

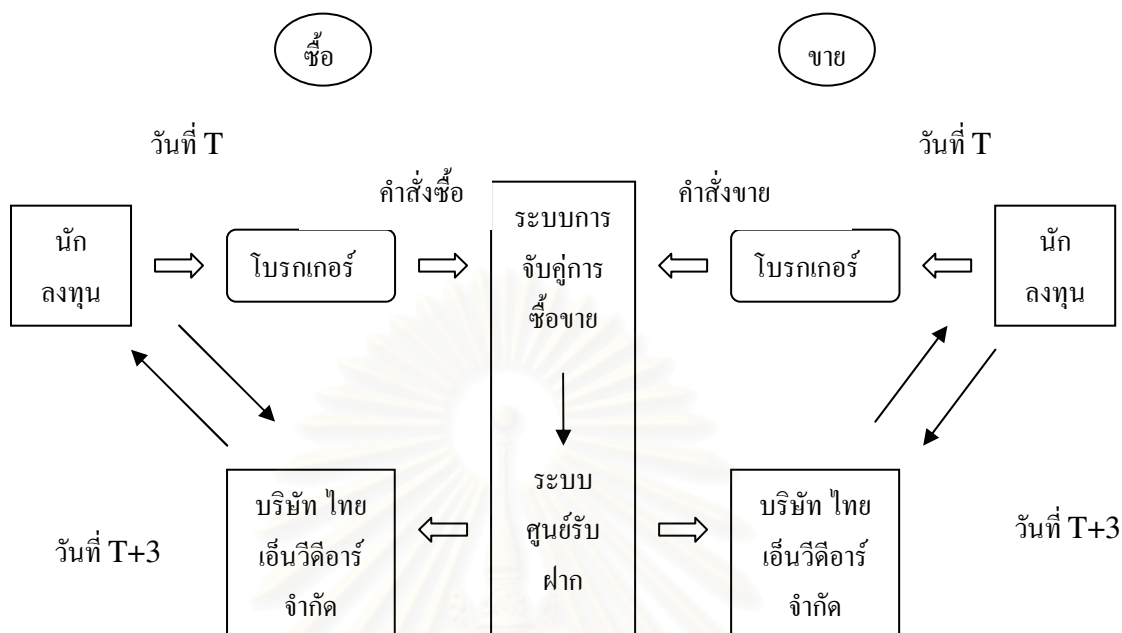
2. ภาวะการณ์ซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทใดบริษัทหนึ่งน่าสงสัยว่าจะมีผู้ลงทุนบางกลุ่มทราบข้อมูลหรือข่าวสารที่สำคัญ และอยู่ในระหว่างการสอบถามข้อเท็จจริงจากบริษัท และตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าบริษัทสามารถชี้แจงได้ทันที
3. บริษัทร้องขอให้ตลาดหลักทรัพย์สั่งห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์ของตนเองเป็นการชั่วคราว เนื่องจากบริษัทอยู่ในระหว่างรอการเปิดเผยข้อมูลหรือข่าวสารที่สำคัญ และตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าบริษัทสามารถชี้แจงได้ทันที
4. มีเหตุอันใดที่อาจมีผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น

เครื่องหมาย SP (Suspension) เป็นเครื่องหมายแสดงการห้ามซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนเป็นการชั่วคราว โดยแต่ละครั้งมีระยะเวลาเกินกว่าหนึ่งรอบการซื้อขาย ซึ่งตลาดหลักทรัพย์มีหลักเกณฑ์การขึ้นเครื่องหมาย SP ดังนี้

1. เมื่อเกิดกรณีเช่นเดียวกับข้อ 1 ถึง 3 ของการขึ้นเครื่องหมาย H และตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าบริษัทไม่สามารถชี้แจงหรือเปิดเผยข้อมูลได้ทันที
2. บริษัทฝ่าฝืนหรือละเลยไม่ปฏิบัติตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ คำสั่ง มติคณะกรรมการ ข้อตกลง ตลอดจนหนังสือเวียนที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้บริษัทปฏิบัติตาม
3. บริษัทไม่นำส่งงบการเงินให้ตลาดหลักทรัพย์ภายใน 5 วันนับตั้งแต่วันที่ตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเครื่องหมาย NP¹² ไว้บนกระดานของหลักทรัพย์
4. บริษัทนำส่งงบการเงินล่าช้าติดต่อกัน 3 ครั้ง
5. หลักทรัพย์อยู่ระหว่างการพิจารณาเพิกถอนหรืออยู่ระหว่างการปรับปรุงสภาพเพื่อให้พ้นข่ายการถูกเพิกถอน
6. หลักทรัพย์จะครบกำหนดเวลาในการไถ่ถอนหรือการแปลงสภาพหรือการใช้สิทธิหรือการขายคืน
7. มีเหตุการณ์ที่อาจส่งผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์

¹² NP (Notice Pending) เป็นเครื่องหมายที่แสดงให้ผู้ลงทุนทราบว่าบริษัทจดทะเบียนมีข่าวสารหรือสารสนเทศต้องชี้แจงหรือรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์ โดยตลาดหลักทรัพย์จะขึ้นเครื่องหมายดังกล่าวเมื่อบริษัทจดทะเบียนไม่จัดส่งงบการเงินหรือรายงานให้ตลาดหลักทรัพย์ภายในระยะเวลาที่กำหนด หรือตลาดหลักทรัพย์อยู่ระหว่างรอคำชี้แจงหรือรายงานเพิ่มเติมจากบริษัทจดทะเบียน หรือข่าวสารที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนยังไม่ครบถ้วนหรือชัดเจนเพียงพอ

รูปที่ 3.5 การซื้อขายหลักทรัพย์ NVDR



ที่มา: สร้างจากข้อมูลของบริษัทไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด, 2548

2.3 การรายงานการถือครองหลักทรัพย์

ถึงแม้ว่าวัตถุประสงค์หลักของหลักทรัพย์ NVDR คือการจัดข้อกำหนดเรื่องเพดานการถือครองหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติ อย่างไรก็ตาม เพื่อป้องกันปัญหาการครอบงำกิจการที่อาจเกิดขึ้นจากการมีบุคคลเข้ามาซื้อหลักทรัพย์ NVDR ดังนั้นผู้ถือหลักทรัพย์ NVDR จะต้องรายงานการได้มาและการจำหน่ายไปต่อบริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด เช่นเดียวกับหลักทรัพย์อ้างอิงทั่วไป ดังนี้

ผู้ถือ NVDR ต้องรายงานการได้มาหรือจำหน่ายไปทุก 5% ของทุนจดทะเบียนของหลักทรัพย์อ้างอิงที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของกิจการ (นับทั้ง NVDR และหุ้นรวมกัน) ต่อบริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด และบริษัทจะเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวต่อสาธารณชน ทั้งนี้หากผู้ถือ NVDR ไม่รายงานข้อมูลดังกล่าว บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด สามารถปรับเงินจากผู้ถือในอัตราเดียวกับบทกำหนดโทษที่กำหนดไว้ในกรณีไม่ปฏิบัติตามมาตรา 246 ของพ.ร.บ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

นอกจากนี้ ในกรณีที่ผู้ถือครอง NVDR รายใดรายหนึ่งถือครองเอ็นวีดีอาร์เกิน 25% ของทุนจดทะเบียนของหลักทรัพย์อ้างอิงที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของกิจการ (นับทั้งเอ็นวีดีอาร์ และหุ้นรวมกัน) บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด มีสิทธิจะบังคับซื้อคืนเอ็นวีดีอาร์ส่วนที่เกินได้ทันที



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 4

วิธีการศึกษา

ในบทนี้เป็นการนำเสนอถึงแนวคิดและวิธีการในการหาคำตอบของงานวิจัยชิ้นนี้ ในรูปแบบของแบบจำลองต่างๆ โดยแบ่งเนื้อหาออกออกเป็นสองส่วนหลัก คือ ส่วนที่หนึ่งเป็นการนำเสนอข้อมูลทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา และส่วนที่สองเป็นการนำเสนอวิธีการศึกษาที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้

4.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2538 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2547 ซึ่งประกอบด้วย

1. ข้อมูลมูลค่าการซื้อขายแยกประเภทของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบันในประเทศ และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นข้อมูลที่แสดงถึงมูลค่าทั้งหมด (บาท) ในการซื้อและขายหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนแต่ละประเภท ซึ่งเก็บและรวบรวมโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกสิ้นวันทำการของทุกวัน โดยข้อมูลมูลค่าการซื้อขายแยกประเภทที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้มาจากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ข้อมูลดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) เป็นข้อมูลที่คำนวณจากการนำมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ทั้งหมดของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในปัจจุบันหารด้วยมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ทั้งหมดของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนเมื่อวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 แล้วทำการคูณด้วย 100 เพื่อปรับให้อยู่ในรูปร้อยละ ดังนั้นดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) จึงเปรียบเสมือนกับตัวแทนของราคาหุ้นทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลานั้น ซึ่งมีความเหมาะสมในการนำมาใช้เพื่อวิจัยผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนทั้งสามประเภท อย่างไรก็ตาม ข้อมูลราคาปิดของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ที่นำมาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นข้อมูลรายวัน แต่ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลรายสัปดาห์ จึงมีความจำเป็นต้องดัดแปลงข้อมูลจากรายวันให้เป็นรายสัปดาห์ โดยการใช้ข้อมูลราคาปิดของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ณ สิ้นวันทำการแรกของสัปดาห์เป็นตัวแทนของสัปดาห์นั้น และในกรณีในวันทำการแรก

ของสัปดาห์ซึ่งปรกติตรงกับวันจันทร์ตรงกับวันปิดทำการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก็ให้ใช้ราคาปิดของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ณ สิ้นวันทำการถัดมา

3. ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐ เป็นข้อมูลที่มีความสำคัญค่อนข้างมากต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ เนื่องจากการซื้อและขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นไม่สามารถใช้เงินสกุลอื่นได้นอกจากเงินบาทไทย ดังนั้นนักลงทุนต่างชาติจึงมีความจำเป็นต้องนำเงินสกุลต่างๆมาแลกเปลี่ยนเป็นเงินบาท โดยสกุลเงินตราต่างประเทศที่ประเทศไทยผูกติดและเป็นที่ยอมรับของนักลงทุนต่างชาติมากที่สุด คือ สกุลดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐ ในที่นี้ใช้ระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนโดยตรง (Direct Quotation)¹³ อย่างไรก็ตาม ข้อมูลในส่วนนี้นำมาจากรธนาคารแห่งประเทศไทยและฐานข้อมูล CEIC ซึ่งเป็นข้อมูลรายวัน ดังนั้นจึงมีความจำเป็นต้องแปลงข้อมูลรายวันเป็นรายสัปดาห์โดยใช้วิธีการเดียวกับการแปลงข้อมูลดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index)

4.2 วิธีการศึกษา

แบ่งการศึกษาออกเป็นสี่ส่วน คือ

4.2.1 การทดสอบความนิ่ง (Stationary) และการทดสอบหาความล่าที่เหมาะสม (Optimum Lag) ของข้อมูล

4.2.1.1 การทดสอบความนิ่ง (Stationary) ของข้อมูล

เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน Positive Feedback ผ่านทางแบบจำลอง Vector Auto Regressive (VAR) นั้น เป็นข้อมูลในลักษณะอนุกรมเวลา (Time Series) จึงจำเป็นต้องมีการทดสอบความนิ่ง (Stationary) ของตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลองเสียก่อน เพื่อป้องกันการเกิดปัญหา Spurious Regression ขึ้น เพราะจะทำให้ค่าทดสอบทางสถิติไม่น่าเชื่อถือ

การศึกษาครั้งนี้ทดสอบความนิ่ง (Stationary) ของตัวแปรโดยวิธี Augmented Dickey-Fuller (ADF-Test) เนื่องจากเป็นวิธีที่มีความเหมาะสมในการทดสอบ Unit Root มากกว่าวิธีอื่น

¹³ เป็นระบบที่กำหนดค่าเงินตราสกุลของตนเอง (Domestic Currency, DC) เทียบกับเงินตราต่างประเทศ (Foreign Currency, FC) เช่น 40 บาท เท่ากับ 1 ดอลลาร์สหรัฐ

เพราะได้มีการใส่ตัวแปรล่า (Lag) ของตัวแปรนั้นในลำดับที่สูงขึ้น เพื่อขจัดปัญหา Autocorrelation โดยมีรูปแบบสมการที่ใช้ในการทดสอบดังนี้

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta T + \gamma \Delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \theta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

โดยมีสมมติฐานที่ทดสอบคือ

$$H_0: \gamma = 0$$

$$H_1: \gamma \neq 0$$

ในกรณีที่ผลการทดสอบปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H_0) แสดงว่าข้อมูลมีความนิ่ง (Stationary) ที่ระดับ (Level) จึงสามารถนำตัวแปรไปใช้ในแบบจำลอง Vector Auto Regressive (VAR) เพื่อทดสอบสมมติฐาน Positive Feedback ได้ในขั้นตอนต่อไป

4.2.1.2 การทดสอบหาความล่าที่เหมาะสม (Optimum Lag) ของข้อมูล

วัตถุประสงค์หนึ่งของการศึกษาครั้งนี้ คือ เพื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างทิศทางการลงทุนของนักลงทุนกับผลตอบแทนที่ผ่านมาในอดีต ซึ่งสามารถทำการทดสอบได้โดยใช้แบบจำลอง Vector Auto Regressive (VAR) อย่างไรก็ตาม ปัญหาที่ต้องพิจารณาต่อไปคือการหาจำนวนความล่าที่เหมาะสม เนื่องจากการใส่จำนวนความล่าเข้าไปในสมการที่มากเกินไปจะเป็น จะส่งผลให้จำนวนตัวแปรที่ต้องประมาณค่ามีจำนวนมากขึ้น ทำให้ Degree of Freedom ลดลง การทดสอบจำนวนความล่าที่เหมาะสมด้วยวิธีทางสถิติมีหลายวิธี แต่การศึกษานี้ใช้วิธี Akaike Information Criterion (AIC) เนื่องจากเป็นวิธีการทดสอบหาจำนวนความล่าที่เป็นที่ยอมรับกันอย่างกว้างขวาง โดยวิธีการทดสอบ AIC มีดังนี้

$$AIC = T \log |\Sigma| + 2N$$

โดยที่ T คือ จำนวนของ Usable Observations

$|\Sigma|$ คือ determinant ของ Variance/Covariance Matrix ของค่าผิดพลาด

N คือ จำนวนพารามิเตอร์ทั้งหมดที่ใช้ประมาณของทุกสมการในระบบ

เพราะฉะนั้น ถ้าในแต่ละสมการของแบบจำลอง Vector Auto Regressive (VAR) มีจำนวนตัวแปรทั้งสิ้น n ตัวแปร มีความล่าเท่ากับ P และมีค่าคงที่ในระบบสมการ จะได้ว่า

$$N = n^2 p + n$$

ส่วนวิธีการเลือกจำนวนความล่าที่เหมาะสมนั้น สามารถพิจารณาจากแบบจำลองที่ให้ค่า Akaike Information Criterion (AIC) ต่ำที่สุด

4.2.2 การศึกษากลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การศึกษาในส่วนนี้เป็นการศึกษารูปแบบการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบันในประเทศ และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการทดสอบสมมติฐาน Positive Feedback ซึ่งในกรณีที่นักลงทุนใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) นักลงทุนจะทำการซื้อและขายหุ้นในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนในอดีต ดังนั้นจึงสามารถทดสอบสมมติฐาน Positive Feedback ได้โดยการใช้แบบจำลอง Vector Auto Regressive (VAR)¹⁴ ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างทิศทางการลงทุนของนักลงทุนกับผลตอบแทนในอดีต ดังนี้

$$Y_t = c + \sum_{i=1}^j \Theta_i Y_{t-i} + u_t$$

$$\begin{bmatrix} NIF_{nt} \\ RSET_t \\ REXC_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} C_1 \\ C_2 \\ C_3 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \Theta_{11} & \Theta_{12} \\ \Theta_{21} & \Theta_{22} \\ \Theta_{31} & \Theta_{32} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} NIF_{t-1} \\ RSET_{t-1} \\ REXC_{t-1} \end{bmatrix} + \dots + \begin{bmatrix} \Theta_{17} & \Theta_{18} \\ \Theta_{27} & \Theta_{28} \\ \Theta_{37} & \Theta_{38} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} NIF_{nt-j} \\ RSET_{t-j} \\ REXC_{t-j} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} u_{1t} \\ u_{2t} \\ u_{3t} \end{bmatrix}$$

โดยที่ NIF_{nt} คือ มูลค่าการลงทุนสุทธิ (Net Investment Flow) ของนักลงทุน n ณ เวลา t

NIF_{nt-j} คือ มูลค่าการลงทุนสุทธิ (Net Investment Flow) ของนักลงทุน n ณ เวลา t-j

$RSET_t$ คือ ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t

$RSET_{t-j}$ คือ ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t-j

$REXC_t$ คือ ผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยน ณ เวลา t

$REXC_{t-j}$ คือ ผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยน ณ เวลา t-j

¹⁴ แบบจำลอง VAR ที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เขียนอยู่ในรูปมาตรฐาน (Standard Var) เนื่องจากมีข้อดีคือสามารถคำนวณหาค่าพารามิเตอร์ของตัวแบบได้โดยตรงด้วยวิธี OLS นอกจากนี้ ยังสามารถนำไปใช้พยากรณ์ตัวแปรภายในได้โดยตรงอีกด้วย

C คือ ค่าคงที่

⊖ คือ พารามิเตอร์

u คือ ค่าคลาดเคลื่อน

ทั้งนี้การหา Lag ที่เหมาะสมของตัวแปรข้างต้นสามารถพิจารณาได้จากค่า Akaike Information Criterion (AIC) ซึ่งผลการทดสอบแสดงในบทถัดไป

สำหรับมูลค่าการลงทุนสุทธิ (NIF) สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$NIF_{nt} = \frac{\text{Purchasing Value}_{nt} - \text{Selling Value}_{nt}}{\text{Purchasing Value}_{nt} + \text{Selling Value}_{nt}}$$

โดยที่ Purchasing Value_{nt} คือ มูลค่าการซื้อหุ้นทั้งหมดของนักลงทุน n ณ เวลา t

Selling Value_{nt} คือ มูลค่าการขายหุ้นทั้งหมดของนักลงทุน n ณ เวลา t

ทั้งนี้มูลค่าการลงทุนสุทธิ (NIF) ของนักลงทุนจำแนกเป็นมูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ (NIFF) มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนสถาบัน (NIFINS) และมูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนรายย่อย (NIFIND)

ส่วนผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถคำนวณได้จากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังสมการ

$$RSET_t = \log P_t - \log P_{t-1}$$

โดยที่ P_t คือ ราคาปิดของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t

P_{t-1} คือ ราคาปิดของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t-1

ในทำนองเดียวกันผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยนสามารถคำนวณได้จากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐ ดังสมการ

$$REXC_t = \log EXC_t - \log EXC_{t-1}$$

โดยที่ EXC_t คือ อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐ ณ เวลา t

EXC_{t-1} คือ อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐ ณ เวลา t-1

ในกรณีที่ผลการทดสอบพบว่ามูลค่าการลงทุนสุทธิมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนในอดีตแสดงว่านักลงทุนใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด ในทางกลับกันถ้าความสัมพันธ์ของมูลค่าการลงทุนสุทธิมีทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนในอดีตแสดงว่านักลงทุนใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด

นอกจากนั้น การพิจารณาทิศทางและระยะเวลาของผลกระทบจากตัวแปรผลตอบแทนในอดีตที่มีต่อมูลค่าการลงทุนสุทธิในปัจจุบันยังสามารถพิจารณาได้จาก Impulse Response Function (IRF) เนื่องจาก Impulse Response Function (IRF) เป็นวิธีการวิเคราะห์ผลกระทบจากความคลาดเคลื่อน (Shock) ของตัวแปรตัวหนึ่งที่มีต่อตัวแปรอื่นๆในระบบสมการ ทั้งในช่วงเวลาเดียวกันและช่วงเวลาในอนาคต โดยวิธีการหา Impulse Response Function มีขั้นตอนดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 ทำการเปลี่ยนแบบจำลอง Vector Auto Regressive (VAR) ให้อยู่ในรูป Vector Moving Average (VMA) ดังนี้

$$Y_t = \bar{Y}_t + \sum_{i=1}^{\alpha} B_i \varepsilon_{t-i}$$

โดยที่ \bar{Y}_t เป็นค่าคาดการณ์ของ Y_t

ขั้นตอนที่ 2 ทำการแทนค่า $\varepsilon_t = A^{-1}u_t$ เนื่องจากในแบบจำลอง Vector Auto Regressive (VAR) ค่า ε_t จะไม่มีความสัมพันธ์แบบต่อเนื่อง (Serially Uncorrelated) แต่อาจมีความสัมพันธ์ในช่วงเวลาเดียวกัน (Comtemporaneously) ดังนี้

$$Y_t = \bar{Y}_t + \sum_{i=0}^{\alpha} B_i A^{-1} u_{t-i}$$

ขั้นตอนที่ 3 กำหนดให้ $\phi_i = B_i A^{-1}$ ส่งผลให้สมการสามารถเขียนในรูปแบบใหม่ได้ดังนี้

$$Y_t = \bar{Y}_t + \sum_{i=0}^{\alpha} \phi_i u_{t-i}$$

ดังนั้นจึงสามารถเขียนแบบจำลอง Vector Auto Regressive (VAR) ที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน Positive Feedback ในรูปของ Impulse Response Function ได้ดังนี้

$$\begin{bmatrix} NIF_{it} \\ RSET_{it} \\ REXC_{it} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} NIF_{it} \\ RSET_{it} \\ REXC_{it} \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\alpha} \begin{bmatrix} \phi_{11}(i) & \phi_{12}(i) & \phi_{13}(i) \\ \phi_{21}(i) & \phi_{22}(i) & \phi_{23}(i) \\ \phi_{31}(i) & \phi_{32}(i) & \phi_{33}(i) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} u_{NIF_{it}} \\ u_{RSET_{it}} \\ u_{REXC_{it}} \end{bmatrix}$$

โดย $\phi_{jk}(i)$ คือ ค่า Impulse Response Function ที่แสดงถึงการตอบสนองของผลกระทบที่เกิดจากความคลาดเคลื่อน (Shock) ในคาบค่า i เช่น $\phi_{12}(0)$ คือ ค่าผลกระทบในทันทีจากการเปลี่ยนแปลงความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ($u_{RSET_{it}}$) ส่วน $\phi_{12}(1)$ คือ ค่าผลกระทบที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงเวลาก่อน ($u_{RSET_{t-1}}$) ที่มีต่อมูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุน NIF_{it} อย่างไรก็ตาม การพิจารณา Impulse Response Function นิยมพิจารณาในลักษณะของกราฟ เนื่องจากทำให้เห็นทิศทางของผลกระทบที่ชัดเจน ซึ่งการสร้างกราฟทำได้โดยการนำค่า Impulse Response Function ในคาบค่าต่างๆ มาวาดต่อกัน

4.2.3 การศึกษาผลตอบแทนการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สำหรับการศึกษาในหัวข้อนี้แบ่งการศึกษาออกเป็นสองส่วน คือ ส่วนแรกเป็นการศึกษาถึงความสามารถของการเข้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Market Timing Performance) และส่วนที่สองคือการประมาณผลตอบแทนสะสมจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Cumulative Return) ของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อย

4.2.3.1 ความสามารถในการเข้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Market Timing Performance)

การพิจารณาความสามารถของการเข้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการวิจัยครั้งนี้ ใช้วิธีการศึกษาของ Kamesaka et al. (2003) ที่ทำการวัดความสามารถของการเข้าลงทุนในตลาดโดยพิจารณาจากจังหวะการซื้อและขายหุ้นของนักลงทุน ซึ่งมีขั้นตอนดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 ทำการแบ่งตัวอย่างจากข้อมูลทั้งหมดออกเป็นกลุ่มกลุ่มละ 4 สัปดาห์ จากนั้นจึงทำการเลือกสัปดาห์ที่มีการซื้อและขายสุทธิสูงสุดใน 4 สัปดาห์นั้น เพื่อเป็นตัวแทน (Proxies) ของจังหวะในการซื้อและขายหุ้นของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขั้นตอนที่ 2 ทำการพิจารณาประสิทธิภาพของจังหวะการซื้อและขายหุ้นของนักลงทุน โดยการคำนวณอัตราผลตอบแทนภายหลังจากสัปดาห์ที่เป็นตัวแทน เพื่อพิจารณาว่าสัปดาห์ที่นักลงทุนมีการซื้อและขายหุ้นสุทธินั้นเป็นจังหวะเวลาในการเข้าตลาดที่ดีหรือไม่ ซึ่งสามารถแบ่งการวิเคราะห์สถานการณ์ที่อาจเกิดขึ้นในกรณีต่างๆ ออกเป็น 4 กรณี ดังนี้

กรณีที่ 1 ภายหลังจากสัปดาห์ที่นักลงทุนทำการซื้อหุ้นแล้วดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ได้ปรับตัวสูงขึ้น หรือ กล่าวในอีกนัยหนึ่งได้ว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเพิ่มขึ้น แสดงว่านักลงทุนมีจังหวะในการซื้อหุ้นที่ดี

กรณีที่ 2 ภายหลังจากสัปดาห์ที่นักลงทุนทำการขายหุ้นแล้วดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ได้ปรับตัวลดลง หรือ กล่าวในอีกนัยหนึ่งได้ว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าลดลง แสดงว่านักลงทุนมีจังหวะในการขายหุ้นที่ดี

กรณีที่ 3 ภายหลังจากสัปดาห์ที่นักลงทุนทำการซื้อหุ้นแล้วดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ได้ปรับตัวลดลง หรือ กล่าวในอีกนัยหนึ่งได้ว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าลดลง แสดงว่านักลงทุนมีจังหวะในการซื้อหุ้นที่ไม่ดี

กรณีที่ 4 ภายหลังจากสัปดาห์ที่นักลงทุนทำการขายหุ้นแล้วดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้น หรือ กล่าวในอีกนัยหนึ่งได้ว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเพิ่มขึ้น แสดงว่านักลงทุนมีจังหวะในการขายหุ้นที่ไม่ดี

ขั้นตอนที่ 3 ทำการคำนวณหาค่ากลางของข้อมูลที่ได้จากขั้นตอนที่ 2 ทั้งหมดโดยวิธีการหาค่าเฉลี่ยเลขคณิต

ตัวอย่างการคำนวณ

จากตารางที่ 4.1 พบว่าสัปดาห์ที่เป็นตัวแทนของสัปดาห์ซื้อและขายของนักลงทุน ก คือ สัปดาห์ที่หนึ่งและสองตามลำดับ เนื่องจากเป็นสัปดาห์ที่มีมูลค่าการซื้อและขายหุ้นสุทธิสูงสุดในช่วงสี่สัปดาห์ ซึ่งอัตราผลตอบแทนภายหลังจากสัปดาห์ที่หนึ่งและสองไปหนึ่งสัปดาห์คือ 20 และ -25 เปอร์เซ็นต์ ตามลำดับ แสดงว่านักลงทุน ก มีจังหวะการลงทุนที่ดี และเมื่อทำการพิจารณาทางด้านนักลงทุน ข และนักลงทุน ค จะพบว่าสัปดาห์ที่นักลงทุน ข และนักลงทุน ค มีมูลค่าการซื้อและขายหุ้นสุทธิมากที่สุด คือ สัปดาห์ที่สองและหนึ่งตามลำดับ ซึ่งอัตราผลตอบแทนในสัปดาห์ถัดมามีค่าเท่ากับ -25 และ 20 เปอร์เซ็นต์ตามลำดับ ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่านักลงทุน ข และนักลงทุน ค มีช่วงจังหวะในการซื้อขายหุ้นที่ไม่ดี

ตารางที่ 4.1 ตัวอย่างมูลค่าการลงทุนสุทธิและอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามประเภทนักลงทุน

สัปดาห์ ที่	มูลค่าการลงทุนสุทธิ (ล้านบาท)			ดัชนีราคาหุ้นตลาด หลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย	อัตรา ผลตอบแทน (%)
	นักลงทุน ก	นักลงทุน ข	นักลงทุน ค		
1	5,000	-2,000	-3,000	100	-
2	-5,000	2,000	3,000	120	20
3	2,000	-500	-1,500	90	-25
4	-3,000	1,000	2,000	75	-16.67

4.2.3.2 ผลตอบแทนสะสมจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Cumulative Return)

การประมาณผลตอบแทนสะสมจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนสามารถคำนวณได้โดยการรวมผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในแต่ละช่วงเวลาภายใต้สมมติฐานที่ว่านักลงทุนมีระยะเวลาการถือครองหุ้น (Holding Period) หนึ่งสัปดาห์ กล่าวคือนักลงทุนจะทำการซื้อหุ้นในสัปดาห์นี้และทำการขายหุ้นในสัปดาห์ถัดไป ดังสมการ

$$\text{Cumulative Return} = \sum_{i=1}^T (\text{Buys}_{t-1} - \text{Sales}_{t-1}) \text{RSI}_t$$

โดยที่ Cumulative Return คือ ผลตอบแทนสะสม

Buys_{t-1} คือ มูลค่าการซื้อหุ้น ณ สัปดาห์ t-1

Sales_{t-1} คือ มูลค่าการขายหุ้น ณ สัปดาห์ t-1

RSI_t คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ณ สัปดาห์ t

สำหรับการประมาณผลตอบแทนสะสมของนักลงทุนต่างชาติจะนำผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยนเข้ามาร่วมพิจารณาเพื่อให้ผลการประมาณที่ได้ใกล้เคียงกับความเป็นจริงมากขึ้น ดังนี้

$$\text{Cumulative Return} = \sum_{i=1}^T (\text{Buys}_{t-1} - \text{Sales}_{t-1}) \text{RT}_t$$

โดย RT_t คืออัตราผลตอบแทนรวมของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งสามารถคำนวณได้ดังนี้

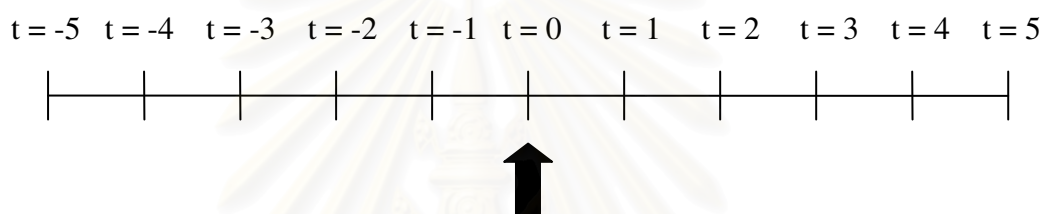
$$\begin{aligned} \text{RT}_t &= \frac{(1 + \text{RSI}_t)}{(1 + \text{REX}_t)} - 1 \\ &= \frac{\left(\frac{\text{SI}_{t+1}}{\text{SI}_t}\right)}{\left(\frac{\text{EX}_{t+1}}{\text{EX}_t}\right)} - 1 \end{aligned}$$

โดยที่ SI_t คือราคาปิดของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t
 SI_{t+1} คือราคาปิดของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา $t+1$
 EX_t คืออัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐ ณ เวลา t
 EX_{t+1} คืออัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐ ณ เวลา $t+1$

4.3 การศึกษาผลกระทบของนักลงทุนต่างชาติต่อเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในส่วนนี้เป็นการศึกษาถึงเสถียรภาพของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายหลังจากการซื้อและขายหุ้นในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติ โดยทำการทดสอบว่าการซื้อและขายหุ้นในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติจะส่งผลให้ราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเสถียรภาพหรือไม่ ซึ่งสามารถพิจารณาได้จากราคาหุ้นภายหลังจากการซื้อและขายหุ้นในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติ โดยในกรณีราคาหุ้นมีการปรับตัวเพิ่มขึ้น (ลดลง) อย่างต่อเนื่องภายหลังจากการซื้อ (ขาย) หุ้นในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติ แสดงว่า การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติทำให้ราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเสถียรภาพ (Destabilize) ไปจริง

สำหรับการทดสอบแนวคิดดังกล่าวในการศึกษาครั้งนี้ใช้วิธีการศึกษาของ Batra (2003) โดยการเลือกสัปดาห์ที่นักลงทุนต่างชาติมีการซื้อและขายหุ้นสุทธิมากที่สุดในช่วงสี่สัปดาห์เพื่อเป็นตัวแทน (Proxies) ของเหตุการณ์การซื้อและขายในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติ จากนั้นจึงทำการคำนวณผลตอบแทน (Raw Return) และผลตอบแทนเกินปรกติ (Abnormal Return) จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ของสัปดาห์ที่เป็นตัวแทน (t=0), สัปดาห์ก่อนหน้าเหตุการณ์หนึ่งสัปดาห์ (t=-1), สัปดาห์ก่อนหน้าเหตุการณ์สองสัปดาห์ (t=-2), สัปดาห์ก่อนหน้าเหตุการณ์สามสัปดาห์ (t=-3), สัปดาห์ก่อนหน้าเหตุการณ์สี่สัปดาห์ (t=-4), สัปดาห์ก่อนหน้าเหตุการณ์ห้าสัปดาห์ (t=-5), สัปดาห์ภายหลังเหตุการณ์หนึ่งสัปดาห์ (t=1), สัปดาห์ภายหลังเหตุการณ์สองสัปดาห์ (t=2), สัปดาห์ภายหลังเหตุการณ์สามสัปดาห์ (t=3), สัปดาห์ภายหลังเหตุการณ์สี่สัปดาห์ (t=4) และสัปดาห์ภายหลังเหตุการณ์ห้าสัปดาห์ (t=5) ดังนี้



สัปดาห์ที่นักลงทุนต่างชาติทำการซื้อ(ขาย)หุ้นมากที่สุดในรอบ 4 สัปดาห์

จากนั้นจึงทำการคำนวณผลตอบแทน (Raw Return) และผลตอบแทนเกินปรกติ (Abnormal Return) ดังนี้

1. ผลตอบแทนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คำนวณจาก

$$RSET_t = \log P_t - \log P_{t-1}$$

โดยที่ $RSET_t$ คือผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t

P_t คือราคาปิดของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t

P_{t-1} คือราคาปิดของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t+1

2. ผลตอบแทนเกินปรกติจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลตอบแทนเกินปรกติ (Abnormal Return) คือ ผลต่างระหว่างผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง (Raw Return) กับผลตอบแทนคาดหวัง (Expected Return) ดังนั้นการคำนวณผลตอบแทนเกินปรกติ (Abnormal Return) สามารถทำได้โดยการนำผลตอบแทนคาดหวัง (Expected Return) หักออกจากผลตอบแทน (Raw Return) ดังนี้

$$ARSET_t = RSET_t - E(RSET)_t$$

โดยที่ $ARSET_t$ คือผลตอบแทนเกินปรกติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t
 $E(RSET)_t$ คือผลตอบแทนคาดหวังของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t

โดย $E(RSET)_t$ สามารถคำนวณได้จากค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ (Moving Average) ระยะสั้น 4 สัปดาห์¹⁵ ดังนี้

$$E(RSET)_t = \frac{\sum_{n=0}^3 RSET_{t-n}}{4}$$

เมื่อได้ผลตอบแทนเกินปรกติของห้าสัปดาห์ก่อนและหลังสัปดาห์ที่เป็นตัวแทนในทุกช่วงสี่สัปดาห์ของข้อมูลทั้งหมดแล้ว จากนั้นจึงทำการเฉลี่ยค่าที่ได้ทั้งหมดเพื่อใช้เป็นค่ากลางในการพิจารณาว่าภายหลังจากการซื้อ (ขาย) หุ้นสุทธิในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติจะทำให้ผลตอบแทนเพิ่มขึ้น (ลดลง) อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยมีเกณฑ์การพิจารณาคือผลตอบแทนเกินปรกติ (Abnormal Return) ภายหลังจากการซื้อ(ขาย)สุทธิในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติต้องมีค่าเพิ่มขึ้น (ลดลง) ตลอดทั้ง 5 ช่วงเวลา ถ้าหากว่าการซื้อ (ขาย) สุทธิของนักลงทุนต่างชาติทำให้ผลตอบแทนเพิ่มขึ้น (ลดลง) อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าการลงทุนแบบตามตลาดของนักลงทุนต่างชาติทำให้ราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์เสียเสถียรภาพ (Destabilize)

¹⁵ การวิเคราะห์แนวโน้มราคาหุ้นระยะสั้นของการวิเคราะห์ทางเทคนิค(Technical Analysis) นิยมใช้ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ระยะสั้น 25 วัน แต่เนื่องจากข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลรายสัปดาห์ ดังนั้นจึงใช้ 4 สัปดาห์ในการคำนวณ

บทที่ 5

ผลการศึกษา

สำหรับบทนี้เป็นการนำเสนอผลการศึกษิตตามวิธีการศึกษิตดั่งที่ได้แสดงไว้ในบทที่ 4 โดยแบ่งผลการศึกษิตออกเป็นสามส่วน คืือ ส่วนที่หนึ่งเป็นผลการทดสอบกลุ่การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติตและนักลงทุนในประเทศ ส่วนที่สองเป็นผลการประมาถนผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไท่ของนักลงทุนต่างชาติต นักลงทุนสถาบันในประเทศ และนักลงทุนรายย่อย และส่วนที่สามเป็นการวัดผลกระทบจากการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติตที่มีต่อเสถียรภาพของราคารู้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไท่

5.1 กลุ่การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติตและนักลงทุนในประเทศ

5.1.1 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Stationary)

จากการทดสอบความนิ่ง (Stationary) โดยวิธี Augmented Dickey – Fuller test ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษิตทั้งหมด 5 ตัวแปร ได้แก่ มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนต่างชาติต (NIFF), มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนสถาบัน (NIFINS), มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนรายย่อย (NIFIND), ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไท่ (RSET) และผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยน (REXC) ดั่งแสดงในตารางที่ 5.1 พบว่า ตัวแปรดั่งกล่าวทุกตัวมีค่า Augmented Dickey – Fuller Test Statistics ต่ำกว่าค่า MacKinnon Critical Values ที่ระดับความเชื่อมั่นต่าง ๆ แสดงว่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษิตดั่งกล่าวมีความนิ่ง (Stationary) ที่ทุกระดับนัยสำคัญ

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 5.1 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ

ตัวแปร	ADF statistics	p-values	Test Critical Values		
			ระดับความเชื่อมั่น 99%	ระดับความเชื่อมั่น 95%	ระดับความเชื่อมั่น 90%
NIFF	-5.200758	0.0002	-4.033108	-3.446168	-3.148049
NIFINS	-6.584296	0.0000	-4.033108	-3.446168	-3.148049
NIFIND	-5.467232	0.0001	-4.033108	-3.446168	-3.148049
RSET	-8.375821	0.0000	-4.033108	-3.446168	-3.148049
REXC	-9.36471	0.0000	-4.033108	-3.446168	-3.148049

หมายเหตุ ผลการ Run ข้อมูลแสดงในภาคผนวก ก.

ผลการทดสอบความนิ่งของตัวแปร NIFF, NIFINS, NIFIND, RSET และREXC ในช่วงระหว่างวิกฤตเศรษฐกิจตามตารางที่ 5.2 พบว่า ตัวแปร NIFINS, NIFIND, RSET และREXC มีค่า p-value ต่ำกว่า 0.01 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 1 ส่วนตัวแปร NIFF มีค่า p-value ต่ำกว่า 0.10 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 10 แสดงว่าตัวแปรที่ทำการทดสอบดังกล่าวมีความนิ่ง (Stationary) ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 1 และร้อยละ 10 ตามลำดับ

ตารางที่ 5.2 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ

ตัวแปร	ADF Statistics	p values	Test Critical Values		
			ระดับความเชื่อมั่น 99%	ระดับความเชื่อมั่น 95%	ระดับความเชื่อมั่น 90%
NIFF	-3.266600	0.0797	-4.081666	-3.469235	-3.161518
NIFINS	-4.683178	0.0016	-4.081666	-3.469235	-3.161518
NIFIND	-4.484206	0.0030	-4.081666	-3.469235	-3.161518
RSET	-5.330064	0.0002	-4.081666	-3.469235	-3.161518
REXC	-5.925335	0.0000	-4.081666	-3.469235	-3.161518

หมายเหตุ ผลการ Run ข้อมูลแสดงในภาคผนวก ก.

จากตารางที่ 5.3 พบว่า ตัวแปรที่ทำการทดสอบความนิ่งทุกตัวมีค่า Augmented Dickey – Fuller Test Statistics ต่ำกว่าค่าวิกฤตของ MacKinnon ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 1 แสดงว่าผลการทดสอบไม่พบ Unit Root จึงสามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 1 หรือกล่าวในอีกนัยหนึ่งได้ว่าตัวแปรดังกล่าวมีความนิ่ง (Stationary)

ตารางที่ 5.3 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ

ตัวแปร	ADF Statistics	p values	Test Critical Values		
			ระดับความเชื่อมั่น 99%	ระดับความเชื่อมั่น 95%	ระดับความเชื่อมั่น 90%
NIFF	-9.710073	0.0000	-3.987841	-3.424340	-3.135208
NIFINS	-7.804229	0.0000	-3.987841	-3.424340	-3.135208
NIFIND	-9.508732	0.0000	-3.987841	-3.424340	-3.135208
RSET	-11.67433	0.0000	-3.987841	-3.424340	-3.135208
REXC	-11.7961	0.0000	-3.987841	-3.424340	-3.135208

หมายเหตุ ผลการ Run ข้อมูลแสดงในภาคผนวก ก.

การที่ตัวแปรมูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ (NIFF), มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนสถาบัน (NIFINS), มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนรายย่อย (NIFIND), ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (RSET) และผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยน (REXC) มีความนิ่ง (Stationary) ในทุกช่วงเวลาที่ทำการศึกษา จึงมีความเหมาะสมที่จะนำไปใช้ในการศึกษาในขั้นต่อไป

5.1.2 ผลการทดสอบหาจำนวน Lag ที่เหมาะสมสำหรับ VAR Model

จากตารางที่ 5.4 แสดงผลการทดสอบหาจำนวน Lag ที่เหมาะสม (Optimum Lag) โดยใช้ Akaike information criterion (AIC) พบว่า จำนวน Lag ที่เหมาะสมในแต่ละช่วงเวลามีความแตกต่างกันโดยในช่วงก่อนการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (เดือนมกราคม พ.ศ.2538 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ.2540) นั้นมีจำนวน Lag ที่เหมาะสมคือ 1 Lag ส่วนจำนวน Lag ที่เหมาะสมสำหรับช่วงการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (เดือนกรกฎาคม พ.ศ.2540 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2541) และหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (เดือนมกราคม พ.ศ.2542 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2547) คือ 2 และ 1 Lag ตามลำดับ

ความแตกต่างของจำนวน Lag ที่เกิดขึ้นในแต่ละช่วงเวลาอาจเกิดจากความแปรปรวนเฉพาะตัวของข้อมูลในแต่ละช่วงเวลา โดยข้อมูลที่มีความแปรปรวนมากจะต้องใช้ข้อมูลในอดีตมากยิ่งขึ้น เพื่อให้ค่าประมาณที่ได้มีความแปรปรวนน้อยที่สุด ซึ่งผลการทดสอบหาจำนวน Lag ที่เหมาะสมที่ได้ก็สอดคล้องกับความเป็นจริง กล่าวคือข้อมูลในช่วงเวลาการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจย่อมมีความแปรปรวนมากกว่าในช่วงเวลาปกติ

ตารางที่ 5.4 ผลการทดสอบหาจำนวน Lag ที่เหมาะสมสำหรับ VAR Model โดยใช้ Akaike information criterion (AIC) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ช่วงเวลา	จำนวน Lag ที่เหมาะสม
ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ	1
ระหว่างวิกฤตเศรษฐกิจ	2
หลังวิกฤตเศรษฐกิจ	1

หมายเหตุ ผลการ Run ข้อมูลแสดงในภาคผนวก ข.

5.1.3 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ

จากตารางที่ 5.5 แสดงการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยการทดสอบสมมติฐาน Positive Feedback พบว่าในช่วงก่อนการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ณ ปัจจุบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอดีตที่ระดับนัยสำคัญ 0.1 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -1.3826 หมายความว่าเมื่อผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอดีตเพิ่มขึ้น (ลดลง) ร้อยละ 1 นักลงทุนต่างชาติจะทำการลด (เพิ่ม) มูลค่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลงร้อยละ 138.26 ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่านักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback)

เมื่อพิจารณาถึงผลตอบแทนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ พบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับทิศทางการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมายความว่านักลงทุนต่างชาติทำการซื้อหุ้นเมื่อผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐลดลง หรือกล่าวในอีกนัยหนึ่งได้ว่านักลงทุนต่างชาติทำการซื้อหุ้นเมื่อเงินบาทมีทิศทางแข็งค่าขึ้น (Appreciate) โดยการแข็งค่าขึ้นร้อยละ 1 ของเงินบาท ส่งผลให้มูลค่าการซื้อหุ้นของนักลงทุนต่างชาติเพิ่มขึ้นร้อยละ 245.05 ซึ่งความสัมพันธ์ที่

เกิดขึ้นนี้สอดคล้องกับความเป็นจริง เนื่องจากการแข็งค่าของเงินบาทนั้นเกิดขึ้นพร้อมกันกับการอ่อนค่าลงของเงินดอลลาร์สหรัฐ ดังนั้นนักลงทุนต่างชาติที่ทำการถือเงินบาทในช่วงที่เงินบาทแข็งค่าขึ้นจึงได้รับกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนได้ในอีกทางหนึ่ง

ผลการศึกษาที่ได้นี้มีความแตกต่างจากผลการศึกษาของ Khanthavit (1998) ที่ทำการศึกษาในประเด็นเดียวกันและใช้ข้อมูลในการศึกษาอยู่ในช่วงเวลาที่ใกล้เคียงกัน โดย Khanthavit พบว่านักลงทุนต่างชาติจะทำการซื้อหุ้นในขณะที่ราคาหุ้นเพิ่มขึ้นหรือนักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) ความแตกต่างที่เกิดขึ้นนี้เป็นผลมาจากระดับความถี่ของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา กล่าวคือการศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ในการศึกษา แต่การศึกษาของ Khanthavit ได้ใช้ข้อมูลรายวัน

ตารางที่ 5.5 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติตามแบบจำลอง VAR ในช่วงก่อนการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ¹⁶

	NIFF	RSET	REXC
NIFF (-1)	0.5865 *** [6.8420]	0.0619 *** [6.9628]	-1.76E-05 [-0.0146]
RSET (-1)	-1.3826 * [-1.6723]	-0.3505 *** [-4.0883]	0.0132 [1.1320]
REXC (-1)	-2.4505 [-0.3500]	-0.9719 [-1.3386]	-0.0943 [-0.9552]
C	0.0046 [0.3862]	-0.0052 *** [-4.2199]	0.0002 [1.2864]
R-squared	0.2887	0.3005	0.0179

หมายเหตุ * ระดับความเชื่อมั่น 90 %

** ระดับความเชื่อมั่น 95 %

*** ระดับความเชื่อมั่น 99 %

[] คือ ค่า t – statistic

¹⁶ การศึกษาในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนั้นจะทำการตัดข้อมูลในช่วง 4 สัปดาห์สุดท้ายก่อนที่จะเกิดวิกฤตเศรษฐกิจออกไป เนื่องจากข้อมูลในช่วงเวลาดังกล่าวมีความแปรปรวนสูงมาก จนทำให้ผลการศึกษาที่ได้มีความคลาดเคลื่อนมากจนไม่สามารถสรุปผลได้

อย่างไรก็ตาม ตามตารางที่ 5.6 เมื่อทำการทดสอบกลยุทธ์ของนักลงทุนต่างชาติในช่วงก่อนการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจอีกครั้งโดยใช้ข้อมูลรายวัน พบว่า ทิศทางการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในปัจจุบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนในอดีต กล่าวคือค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 6.3917 และมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99 % แสดงให้เห็นว่านักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) ด้วยมูลค่าการลงทุนสุทธิที่เพิ่มขึ้นถึงร้อยละ 639.17 ต่อการเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 ของผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอดีต ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาที่ผ่านมาของ Khanthavit (1998)

ตารางที่ 5.6 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติตามแบบจำลอง VAR ในช่วงก่อนการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ โดยใช้ข้อมูลรายวัน

	NIFF	RSET	REXC
NIFF(-1)	0.5889 *** [18.5773]	0.0051 *** [3.2423]	0.0005 [0.8195]
RSET(-1)	6.3917 *** [7.3851]	0.0777 * [1.7875]	-0.0146 [-0.8116]
REXC(-1)	-0.6327 [-0.3184]	0.0302 [0.3033]	-0.2479 *** [-5.9888]
C	0.0128 ** [2.4406]	-0.0007 ** [-2.4736]	-2.93E-05 [-0.2673]
R-squared	0.4917	0.0334	0.0595

หมายเหตุ * ระดับความเชื่อมั่น 90 %

** ระดับความเชื่อมั่น 95 %

*** ระดับความเชื่อมั่น 99 %

[] คือ ค่า t – statistic

จากตารางที่ 5.7 พบว่า ในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback) โดยทำการซื้อหุ้นในขณะที่ราคาหุ้นลดลง และทำการขายหุ้นในขณะที่ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น เช่นเดียวกันกับในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ดังจะเห็นได้จากค่าสัมประสิทธิ์ที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนต่างชาติกับผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอดีตย้อนหลังไปหนึ่งและสองช่วงเวลาเท่ากับ -0.1183 กับ -0.2328 ตามลำดับ ซึ่งหมายความว่าทุกการเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 ของผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในหนึ่งและสองสัปดาห์ก่อนหน้านั้น

ส่งผลให้มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนต่างชาติลดลงร้อยละ 11.83 และ 23.28 ตามลำดับ นอกจากนี้ ประเด็นที่น่าสนใจสำหรับการศึกษากลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจคือ นักลงทุนต่างชาติทำการซื้อหุ้นในขณะที่ค่าเงินบาทอ่อนลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจที่นักลงทุนต่างชาติทำการซื้อหุ้นในขณะที่ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ โดยปรากฏการณ์นี้อาจมีสาเหตุมาจากการที่นักลงทุนต่างชาติเห็นว่าค่าเงินบาทได้อ่อนค่าลงมากเกินไปเกินกว่ามูลค่าพื้นฐานของประเทศไทย เช่นเดียวกับราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ที่ปรับตัวลดลงค่อนข้างมากในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ นักลงทุนต่างชาติจึงได้ใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดในช่วงเวลาดังกล่าว

ตารางที่ 5.7 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติตามแบบจำลอง VAR ในช่วงการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ

	NIFF	RSET	REXC
NIFF(-1)	0.3525 *** [3.2158]	0.1430 *** [4.4301]	0.0148 [0.8504]
NIFF(-2)	0.3042 ** [2.4524]	-0.0838 ** [-2.2928]	-0.0046 [-0.2358]
RSET(-1)	-0.1182 [-0.2874]	-0.0482 [-0.3982]	0.0473 [0.7234]
RSET(-2)	-0.2328 [-0.6306]	0.2115 * [1.9458]	-0.1299 ** [-2.2149]
REXC(-1)	-0.0866 [-0.1210]	0.0507 [0.2411]	0.1150 [1.0116]
REXC(-2)	1.6002 ** [2.2948]	0.1109 [0.5402]	0.0218 [0.1971]
C	0.0107 [0.8018]	-0.0059 [-1.5008]	0.0004 [0.1989]
R-squared	0.4152	0.2919	0.1064

หมายเหตุ * ระดับความเชื่อมั่น 90 %
 ** ระดับความเชื่อมั่น 95 %
 *** ระดับความเชื่อมั่น 99 %
 [] คือ ค่า t – statistic

สำหรับการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในช่วงภายหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ดังตารางที่ 5.8 พบว่า นักลงทุนต่างชาติยังคงใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback) เช่นเดียวกับช่วงก่อนและระหว่างการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ดังจะเห็นได้จากความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างมูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนต่างชาติกับผลตอบแทนในอดีต ซึ่งแสดงถึงการลดลงของมูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนต่างชาติร้อยละ 68.08 ต่อการเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 ของอัตราผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอดีต นอกจากนี้ ผลการศึกษาที่ได้แสดงให้เห็นว่านักลงทุนต่างชาติทำการซื้อหุ้นในขณะที่เงินบาทแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ

ตารางที่ 5.8 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติตามแบบจำลอง VAR ในช่วงภายหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ

	NIFF	RSET	REXC
NIFF(-1)	0.4230 *** [7.4970]	0.0919 *** [9.1744]	-0.0118 *** [-5.4366]
RSET(-1)	-0.6808 ** [-2.1302]	-0.1688 *** [-2.9741]	-0.0169 [-1.3818]
REXC(-1)	-1.3292 [-0.9093]	0.0828 [0.3193]	-0.1054 * [-1.8812]
C	-0.0097 * [-1.8319]	0.0027 *** [2.8209]	-8.32E-05 [-0.4093]
R-squared	0.1611	0.2149	0.1191

หมายเหตุ * ระดับความเชื่อมั่น 90%

** ระดับความเชื่อมั่น 95%

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%

[] คือ ค่า t – statistic

ผลการศึกษาในช่วงภายหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนั้นสอดคล้องกับผลการศึกษาของทรงวุฒิ นพเจริญกุล (2545) ที่ได้ทำการศึกษาในประเด็นเดียวกันและใช้ข้อมูลในการศึกษาในช่วงเวลาที่ใกล้เคียงกัน อย่างไรก็ตาม ทรงวุฒิ นพเจริญกุล พบว่านักลงทุนต่างชาติมีการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) ในระดับเดือน ซึ่งจากการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนใหม่โดยใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน ตามตารางที่ 5.9 กลับพบว่าผลการศึกษาที่ได้ไม่

แตกต่างจากการใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ กล่าวคือนักลงทุนต่างชาติยังคงใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback)

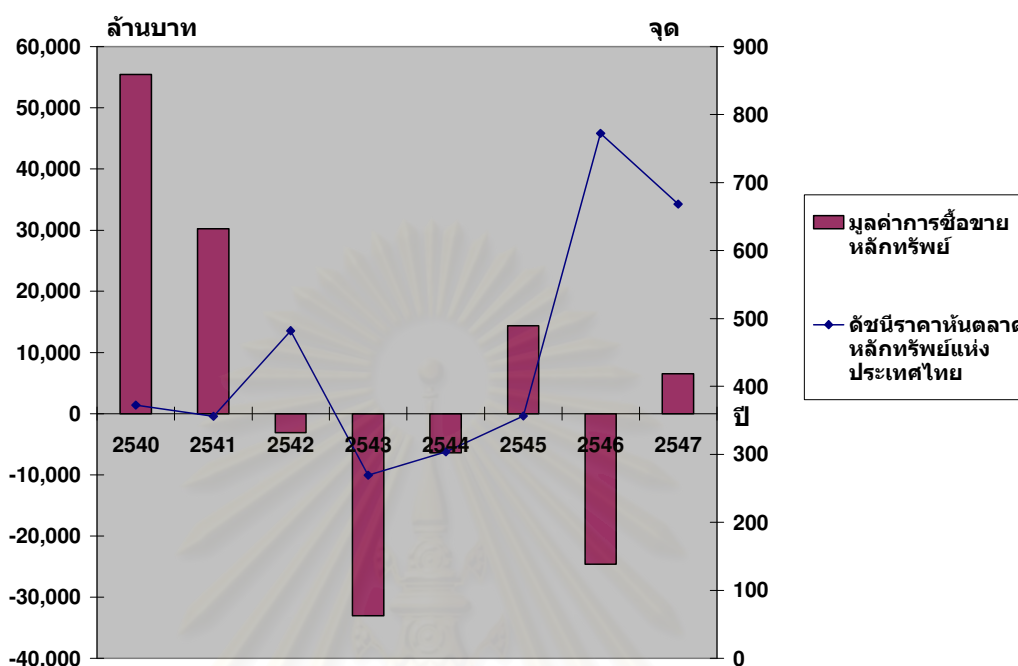
ตารางที่ 5.9 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติตามแบบจำลอง VAR ในช่วงภายหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ โดยใช้ข้อมูลรายเดือน

	NIFF	RSET	REXC
NIFF(-1)	0.2086 [1.3060]	-0.0397 [-0.4106]	-0.0092 [-0.6066]
RSET(-1)	-0.2973 [-1.1530]	-0.0800 [-0.5122]	-0.0498 ** [-2.0315]
REXC(-1)	0.3823 [0.3067]	-0.1669 [-0.2211]	0.2426 ** [2.0446]
C	-0.0088 [-1.0569]	0.0035 [0.6956]	0.0003 [0.3948]
R-squared	0.0299	0.0145	0.2302

หมายเหตุ * ระดับความเชื่อมั่น 90%
 ** ระดับความเชื่อมั่น 95%
 *** ระดับความเชื่อมั่น 99%
 [] คือ ค่า t – statistic

ความแตกต่างนี้เกิดจากการใช้ช่วงเวลาในการศึกษาที่แตกต่างกัน โดยที่การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2542 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ.2547 ในขณะที่การศึกษาของ ทรงวุฒิ นพเจริญกุล ใช้ข้อมูลตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2540 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ.2544 อย่างไรก็ตาม จากการพิจารณามูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติควบคู่ไปกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 ถึง พ.ศ. 2547 ดังแสดงในรูปที่ 5.1 พบว่านักลงทุนต่างชาติทำการซื้อสะสมหุ้นในช่วงที่ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดต่ำลงและทำการขายหุ้นเมื่อดัชนีมีการปรับตัวสูงขึ้นเพื่อทำกำไร โดยเฉพาะในช่วงปลายปี พ.ศ.2542 ต่อเนื่องถึงปี พ.ศ.2543 และในช่วงปลายปี พ.ศ.2546 ต่อเนื่องจนถึงกลางปี พ.ศ.2547 ที่นักลงทุนต่างชาติทำการขายหุ้นในปริมาณมากเมื่อดัชนีราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น แสดงว่านักลงทุนต่างชาติมีการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback) อย่างชัดเจน

รูปที่ 5.1 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติและดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ.2540 ถึง ปี พ.ศ. 2547



ที่มา: สร้างจากมูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติ, 2548

จากผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในสามช่วงเวลาที่พิจารณาสามารถสรุปได้ว่า นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback) เมื่อศึกษาโดยใช้ข้อมูลรายสัปดาห์และใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) เมื่อศึกษาโดยใช้ข้อมูลรายวัน แสดงให้เห็นว่านักลงทุนต่างชาติทำการซื้อขายหุ้นในขณะที่ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น (ลดลง) ในระยะสั้น แต่ระยะกลางนักลงทุนต่างชาติทำการขายเพื่อทำกำไรเมื่อราคาหลักทรัพย์สูงเกินไปและทำการซื้อหุ้นเมื่อเห็นว่าราคาหลักทรัพย์ต่ำเกินไป นอกจากนี้ ผลการศึกษาที่ได้ยังแสดงให้เห็นว่าโดยปกติแล้วทิศทางการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติเป็นไปในทิศทางเดียวกับทิศทางการแข็งค่าของเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ ยกเว้นในช่วงการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ

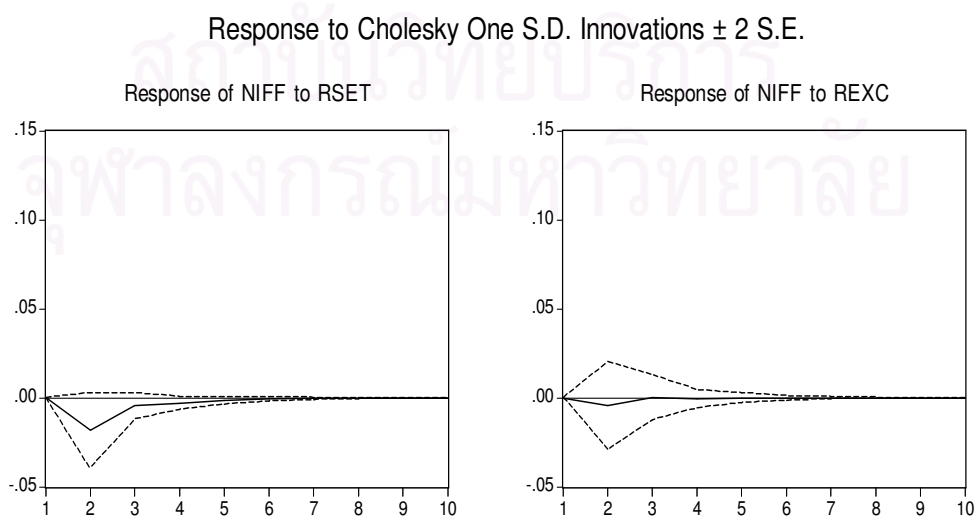
การพิจารณาถึงผลกระทบของ Shock จากผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐที่มีต่อมูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนต่างชาติในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ สามารถทำได้โดยการทดสอบ Impulse Response ดังแสดงในรูปที่ 5.2 พบว่า ผลกระทบของ Shock จากผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (RSET) ที่เพิ่มขึ้นจะทำให้มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ (NIFF) ลดลง และผลกระทบมีค่าลดลงเรื่อยๆ จนกระทั่ง

หมดไปในสัปดาห์ที่หก ส่วนผลกระทบของ Shock จากผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ (REXC) ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนต่างชาติลดลงในสัปดาห์ที่สองและผลกระทบของ Shock นั้นได้หมดไปในสัปดาห์ที่สาม

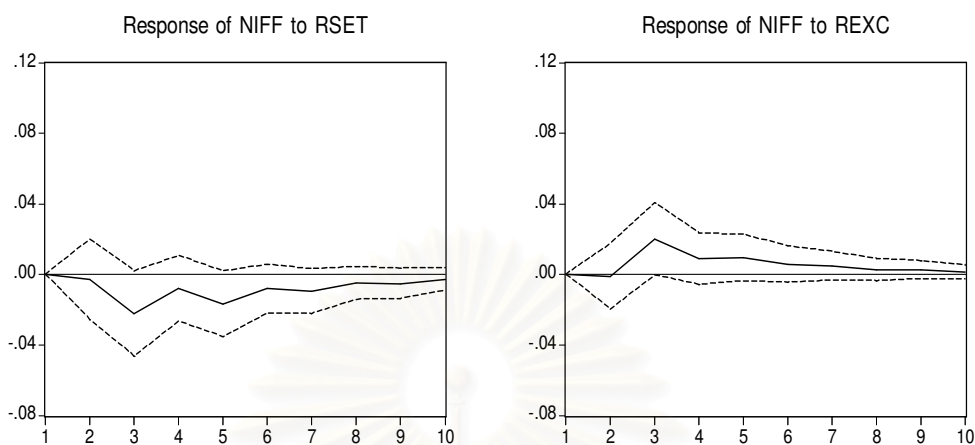
จากรูปที่ 5.3 พบว่า เมื่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (RSET) มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างฉับพลัน ส่งผลให้มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ (NIFF) ปรับตัวลดลง ส่วนการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ (REXC) กลับส่งผลให้มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ (NIFF) ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ ผลกระทบของ Shock ที่เกิดขึ้นในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจมีระยะเวลาที่ยาวนานกว่าในช่วงก่อนการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ โดยผลกระทบของ Shock จากผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (RSET) และผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ (REXC) ที่มีต่อมูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนต่างชาติจะหมดไปในสัปดาห์ที่สิบสี่และสิบสองตามลำดับ

สำหรับผลกระทบของ Shock ในช่วงหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนั้น สามารถพิจารณาได้จากรูปที่ 5.4 โดยพบว่า การเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (RSET) และผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ (REXC) ส่งผลให้มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ (NIFF) ลดลงในสัปดาห์ที่สองและผลกระทบจะค่อยๆ ลดลงจนกระทั่งเป็นศูนย์ในสัปดาห์ที่สี่ และเมื่อทำการพิจารณาเปรียบเทียบกับช่วงก่อนและระหว่างการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ จะพบว่าภายหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนั้น ผลกระทบของ Shock จะมีค่าน้อยและหมดไปอย่างรวดเร็ว

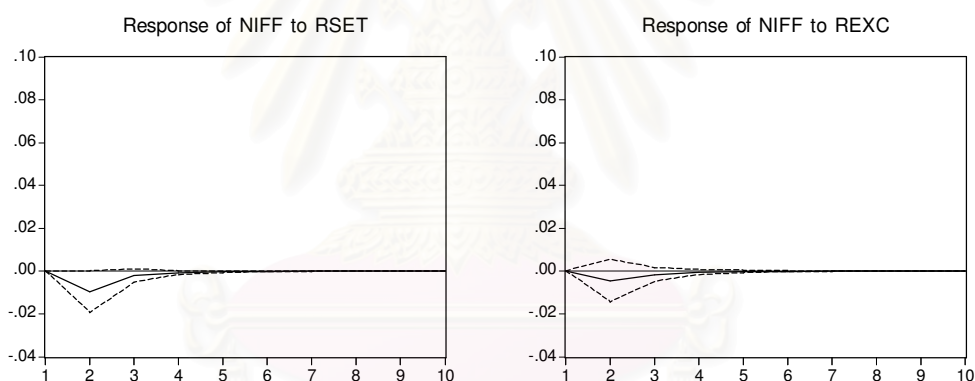
รูปที่ 5.2 Impulse Response ในช่วงก่อนการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนต่างชาติ



รูปที่ 5.3 Impulse Response ในช่วงการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนต่างชาติ

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.

รูปที่ 5.4 Impulse Response ในช่วงหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนต่างชาติ

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.

5.1.3 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนในประเทศ

จากตารางที่ 5.10 การทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนในประเทศ ซึ่งประกอบไปด้วยนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อย โดยการทดสอบสมมติฐาน Positive Feedback เช่นเดียวกับนักลงทุนต่างชาติ พบว่าในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนั้นนักลงทุนในประเทศมีรูปแบบกลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) ดังจะเห็นได้จากค่าสัมประสิทธิ์ที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนสถาบัน (NIFINS) กับผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอดีต (RSET(-1)) และค่าสัมประสิทธิ์ที่แสดงความสัมพันธ์มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนรายย่อย (NIFIND) กับผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอดีต (RSET(-1)) มีค่าเท่ากับ 0.5733 และ 0.6624

ตามลำดับ หมายความว่า การเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอดีตร้อยละ 1 จะส่งผลให้มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนสถาบันเพิ่มขึ้นร้อยละ 57.33 ในทำนองเดียวกัน นักลงทุนรายย่อยจะมีมูลค่าการลงทุนเพิ่มขึ้นร้อยละ 66.24 ทุกการเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 ของผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอดีต

ตารางที่ 5.10 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนในประเทศตามแบบจำลอง VAR ในช่วงก่อนการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ¹⁷

	นักลงทุนสถาบัน			นักลงทุนรายย่อย		
	NIFINS	RSET	REXC	NIFIND	RSET	REXC
NIFINS(-1)	0.2270*** [2.4367]	-0.0220 *** [-2.3984]	-0.0008 [-0.8176]	0.5430*** [6.2119]	-0.0995*** [-5.9516]	-0.0002 [-0.0797]
RSET(-1)	0.5733 [0.6164]	-0.1379 [-1.5069]	0.0108 [1.0022]	0.6624 [1.4288]	-0.3127*** [-3.5288]	0.0127 [1.0976]
REXC(-1)	8.3990 [0.9741]	-1.4345 * [-1.6899]	-0.1070 [-1.0739]	-0.3401 [-0.0857]	-0.6892 [-0.9085]	-0.0935 [-0.9434]
C	-0.0291** [-1.9863]	-0.0041*** [-2.8608]	0.0002 [1.0452]	0.0048 [0.7324]	-0.003*** [-2.6581]	0.0002 [1.3189]
R-squared	0.0491	0.0665	0.0233	0.2508	0.2424	0.0180

หมายเหตุ * ระดับความเชื่อมั่น 90%

** ระดับความเชื่อมั่น 95%

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%

[] คือ ค่า t - statistic

¹⁷ การศึกษาในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนั้นจะทำการตัดข้อมูลในช่วง 4 สัปดาห์สุดท้ายก่อนที่จะเกิดวิกฤตเศรษฐกิจออกไป เนื่องจากข้อมูลในช่วงเวลาดังกล่าวมีความแปรปรวนสูงมาก จนทำให้ผลการศึกษาที่ได้มีความคลาดเคลื่อนมากจนไม่สามารถสรุปผลได้

เมื่อพิจารณาถึงกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนในประเทศในระหว่างเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ตามตารางที่ 5.11 พบว่ามูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนสถาบัน (NIFINS) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอดีต (RSET(-1) และ RSET(-2)) โดยที่ตัวแปร RSET(-2) มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90% แสดงว่านักลงทุนสถาบันใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) เหมือนกับช่วงก่อนการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ แต่สิ่งที่น่าสนใจคือมูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนสถาบันจะขึ้นอยู่กับผลตอบแทนในอดีตที่ระดับความล่าสองคาบเวลา (RSET(-2)) มากกว่าผลตอบแทนในอดีตที่ระดับความล่าหนึ่งคาบเวลา (RSET(-1)) ดังจะเห็นได้จากทุกการเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 ของผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นเมื่อสองคาบเวลาก่อน จะส่งผลให้มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนสถาบันในปัจจุบันเพิ่มขึ้นถึงร้อยละ 149.92 ในขณะที่การเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 ของผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นเมื่อหนึ่งคาบเวลาก่อน จะส่งผลให้มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนสถาบันในปัจจุบันเพิ่มขึ้นเพียงร้อยละ 32.03 เท่านั้น

ส่วนผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนรายย่อย พบว่านักลงทุนรายย่อยมีการเปลี่ยนกลยุทธ์การลงทุนจากแบบตามตลาด (Positive Feedback) ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจเป็นแบบสวนตลาด (Negative Feedback) ในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ดังจะเห็นได้จากค่าสัมประสิทธิ์ที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนรายย่อย (NIFIND) กับผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอดีตหนึ่งสัปดาห์ ((RSET(-1)) และสองสัปดาห์ (RSET(-2)) มีค่าเท่ากับ -0.2065 และ -0.0608 ตามลำดับ ซึ่งหมายความว่า การเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นในอดีตจะส่งผลให้มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนรายย่อยในปัจจุบันลดลง นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาในทำนองเดียวกันกับนักลงทุนสถาบัน จะพบว่านักลงทุนรายย่อยให้ความสำคัญกับผลตอบแทนเมื่อหนึ่งสัปดาห์ที่ผ่านมา มากกว่าผลตอบแทนในอดีตเมื่อสองสัปดาห์ที่ผ่านมา

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 5.11 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนในประเทศตามแบบจำลอง VAR ในช่วงการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ

	นักลงทุนสถาบัน			นักลงทุนรายย่อย		
	NIFINS	RSET	REXC	NIFIND	RSET	REXC
NIFINS(-1)	0.3219 **	-0.0244	0.002	0.2727 **	-0.0978 **	-0.0276
	[2.64055]	[-1.45019]	[0.24342]	[2.40407]	[-2.47357]	[-1.40568]
NIFINS(-2)	0.0507	-0.0025	-0.0007	0.1406	0.0712 *	0.0157
	[0.41300]	[-0.14639]	[-0.08602]	[1.17068]	[1.70010]	[0.75758]
RSET(-1)	0.3203	-0.0974	0.0527	-0.2065	-0.0505	0.0539
	[0.37744]	[-0.83158]	[0.92388]	[-0.58982]	[-0.41415]	[0.89064]
RSET(-2)	1.4992 *	0.2564 **	-0.122 **	-0.0608	0.238 **	-0.1293 **
	[1.78947]	[2.21826]	[-2.16671]	[-0.18443]	[2.07123]	[-2.26834]
REXC(-1)	-1.6437	0.047	0.142	0.3787	0.1745	0.1305
	[-0.97371]	[0.20183]	[1.25113]	[0.58385]	[0.77169]	[1.16336]
REXC(-2)	-0.4376	0.0603	0.0317	-1.6002 **	0.1717	0.0385
	[-0.26032]	[0.25989]	[0.28040]	[-2.58128]	[0.79450]	[0.35912]
C	-0.0461	-0.0055	0.001	-0.0128	-0.0041	0.0006
	[-1.53490]	[-1.32508]	[0.49094]	[-1.11813]	[-1.01679]	[0.29929]
R-squared	0.2052	0.1232	0.0978	0.2328	0.1786	0.1243

หมายเหตุ * ระดับความเชื่อมั่น 90%

** ระดับความเชื่อมั่น 95%

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%

[] คือ ค่า t – statistic

สำหรับการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนในประเทศในช่วงภายหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจสามารถพิจารณาได้จากตารางที่ 5.12 ซึ่งพบว่านักลงทุนสถาบันยังคงใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) เช่นเดียวกับช่วงก่อนและระหว่างการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ดังจะเห็นได้จากค่าสัมประสิทธิ์ที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนสถาบัน (NIFINS) กับผลตอบแทนในอดีต (RSET(-1)) มีค่าเท่ากับ 0.1747 กล่าวคือ

มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนประเภทสถาบันจะเพิ่มขึ้นร้อยละ 17.47 ต่อการเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 ของผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นในอดีต ส่วนนักลงทุนรายย่อยนั้นมีการปรับเปลี่ยนกลยุทธ์การลงทุนจากแบบสวนตลาด (Negative Feedback) ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจมาเป็นแบบตามตลาด (Positive Feedback) โดยทุกครั้งที่ผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นในอดีตเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 นักลงทุนรายย่อยจะมีมูลค่าการลงทุนเพิ่มขึ้นร้อยละ 16.49

ตารางที่ 5.12 ผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนในประเทศตามแบบจำลอง VAR ในช่วงหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ

	นักลงทุนสถาบัน			นักลงทุนรายย่อย		
	NIFINS	RSET	REXC	NIFIND	RSET	REXC
NIFINS(-1)	0.4551 *** [8.7515]	0.0048 [0.6898]	0.001 [0.7487]	0.3592 *** [6.3326]	-0.2632 *** [-11.734]	0.0329 *** [6.4838]
RSET(-1)	0.1747 [0.3824]	0.0177 [0.2881]	-0.0379*** [-3.0844]	0.1649 [1.2354]	-0.1883 *** [-3.5677]	-0.015 [-1.2601]
REXC(-1)	-0.8033 [-0.3693]	-0.0855 [-0.2927]	-0.086 [-1.4688]	1.1001 * [1.7840]	0.1766 [0.7243]	-0.1167 ** [-2.1159]
C	0.009 [1.1509]	0.0008 [0.7313]	0.0001 [0.5953]	0.0062 *** [2.7559]	0.0036 *** [4.0155]	-0.0002 [-0.9629]
R-squared	0.2033	0.002	0.0363	0.136	0.3092	0.1505

หมายเหตุ * ระดับความเชื่อมั่น 90%

** ระดับความเชื่อมั่น 95%

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%

[] คือ ค่า t – statistic

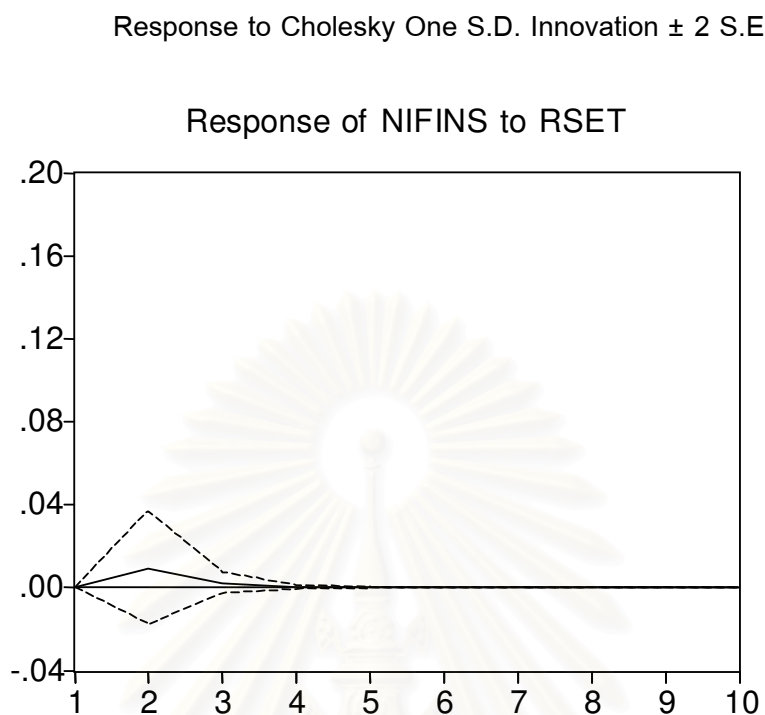
จากผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อยในประเทศที่ผ่านมาทั้งสามช่วงเวลาที่แตกต่างกัน สามารถสรุปผลได้ว่าโดยรวมแล้วนักลงทุนในประเทศใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive feedback) ยกเว้นนักลงทุนรายย่อยในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจที่ใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback) ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากการที่ราคาหุ้นในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจมีการปรับลดลงมาก และนักลงทุนรายย่อยเล็งเห็นว่าราคาหุ้นปรับลดลงมากเกินจริงจึงได้ทำการลงทุนแบบสวนตลาด ส่วนการที่นัก

ลงทุนสถาบันไม่ทำการซื้อหุ้นในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจเหมือนนักลงทุนรายย่อย เนื่องจากนักลงทุนประเภทสถาบันมักมีการกำหนดกลยุทธ์การลงทุนที่แน่นอน ประกอบกับในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนั้น กองทุนรวม (Mutual Fund) จำเป็นต้องเตรียมเงินสำรองไว้สำหรับการรับซื้อคืนหน่วยลงทุนจากผู้ถือหน่วยลงทุนมากกว่าในช่วงเวลาปกติ

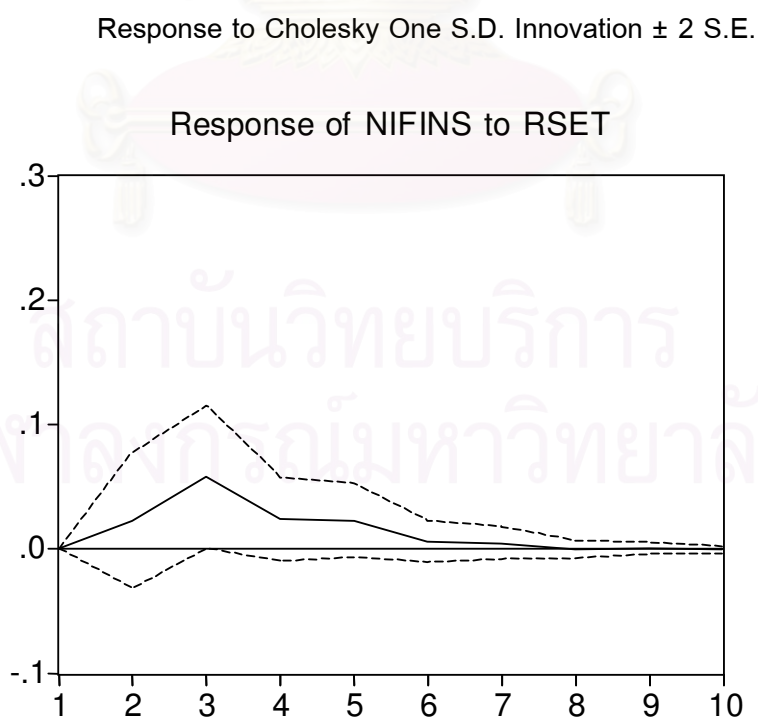
เมื่อพิจารณาถึงผลกระทบจาก Shock ของผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้น (RSET) ที่มีต่อมูลค่าการลงทุนสุทธิ (NIFF) ของนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อยจาก Impulse Response พบว่าผลกระทบของ Shock ที่เกิดขึ้นมีระยะเวลาตอบสนองแตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลา โดยในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจผลกระทบของ Shock มีผลกระทบยาวนานกว่าในช่วงก่อนและหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ดังแสดงในรูปที่ 5.6 ผลกระทบของ Shock จากตัวแปร RSET ทำให้มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนสถาบัน (NIFINS) เพิ่มขึ้นและมีผลกระทบยาวนานถึงสี่ปีครึ่งที่แปด ในขณะที่ผลกระทบจากตัวแปร RSET ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ตามรูปที่ 5.5 มีระยะเวลาตอบสนองเพียงสี่ปีครึ่งเท่านั้น เช่นเดียวกับผลกระทบของ Shock จากตัวแปร RSET ในช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจจะหมดไปในสี่ปีครึ่งที่ห้า ดังรูปที่ 5.7 และเมื่อพิจารณาผลกระทบของ Shock จากตัวแปร RSET ในช่วงก่อน ระหว่าง และหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจสำหรับนักลงทุนรายย่อยตามรูปที่ 5.8, 5.9 และ 5.10 ตามลำดับ พบว่าผลกระทบของ Shock ในขณะที่กำลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนั้นมีความรุนแรงมากกว่าช่วงเวลาอื่น เหมือนกับนักลงทุนสถาบัน

อย่างไรก็ตาม ประเด็นที่น่าสนใจคือผลการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนรายย่อยในช่วงระหว่างเกิดวิกฤตเศรษฐกิจโดยใช้แบบจำลอง VAR นั้นพบว่านักลงทุนรายย่อยมีการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback) แต่เมื่อทำการพิจารณาในส่วนของ Impulse Response ดังแสดงในรูปที่ 5.9 พบว่าเมื่อเกิด Shock ขึ้นจะส่งผลให้มูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนรายย่อยลดลงในสี่ปีครึ่งที่สอง แต่กลับเพิ่มขึ้นในสี่ปีครึ่งที่สาม และลดลงอีกครั้งในสี่ปีครึ่งที่สี่ หลังจากนั้นผลกระทบจาก Shock จะส่งผลต่อมูลค่าการลงทุนสุทธิของนักลงทุนรายย่อยในลักษณะผันผวนรอบๆ ค่าศูนย์และปรับตัวลดลงเรื่อยๆ จนหมดไปในสี่ปีครึ่งที่สิบ แสดงว่านักลงทุนรายย่อยมีรูปแบบการลงทุนในช่วงการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอน พฤติกรรมการลงทุนแบบนี้มักไม่พบในกรณีของนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบัน โดยมีสาเหตุหลักสองประการคือ ประการแรกนักลงทุนรายย่อยประกอบด้วยนักลงทุนจำนวนมากจึงทำให้เกิดมุมมองที่แตกต่างกันโดยเฉพาะในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ตรงกันข้ามกับนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบันที่มีการวางกลยุทธ์การลงทุนที่แน่นอนและมักมีการตัดสินใจไปในทางเดียวกัน และประการที่สองคือการที่นักลงทุนรายย่อยมีความตื่นตระหนกต่อข่าวและขาดการวิเคราะห์ข้อมูลที่ดีพอเมื่อเทียบกับนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบัน

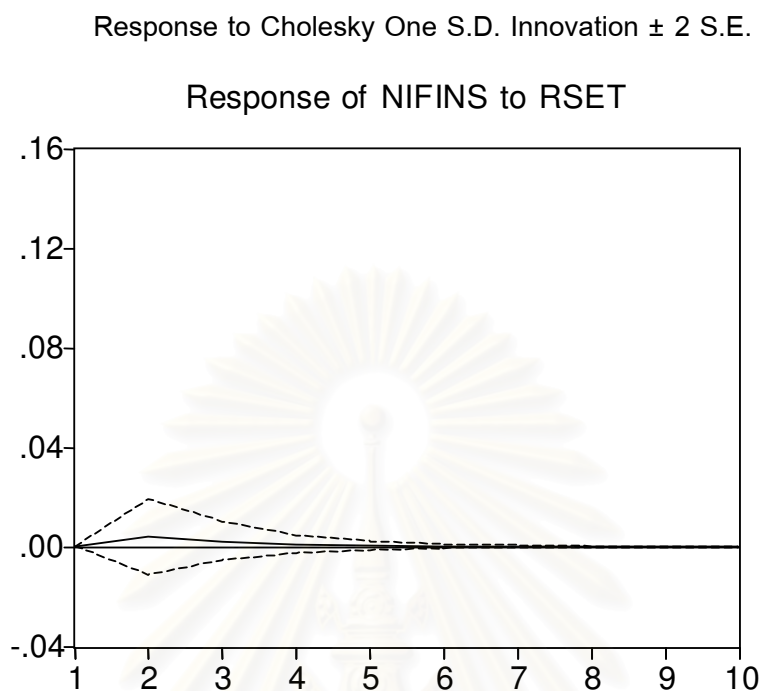
รูปที่ 5.5 Impulse Response ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนสถาบัน



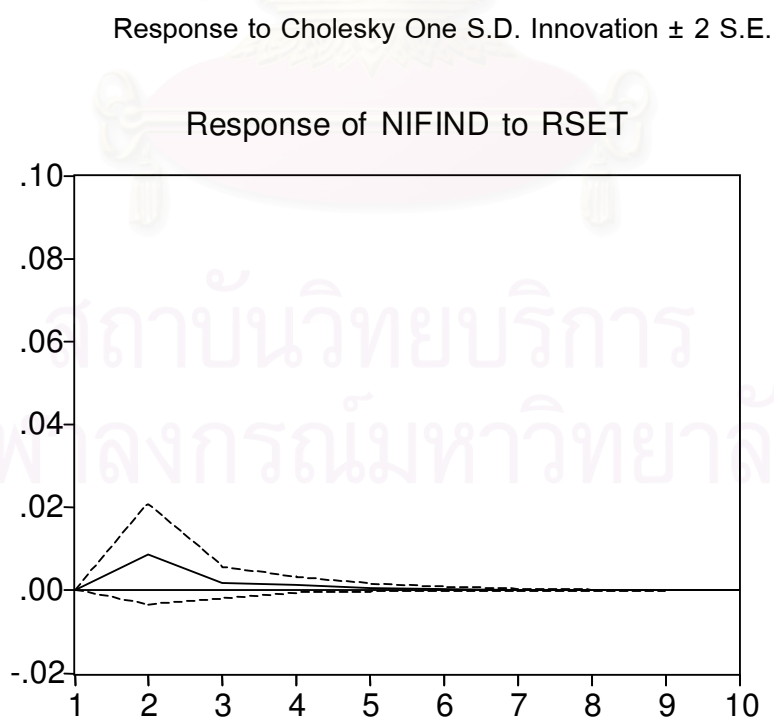
รูปที่ 5.6 Impulse Response ในช่วงระหว่างเกิดวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนสถาบัน



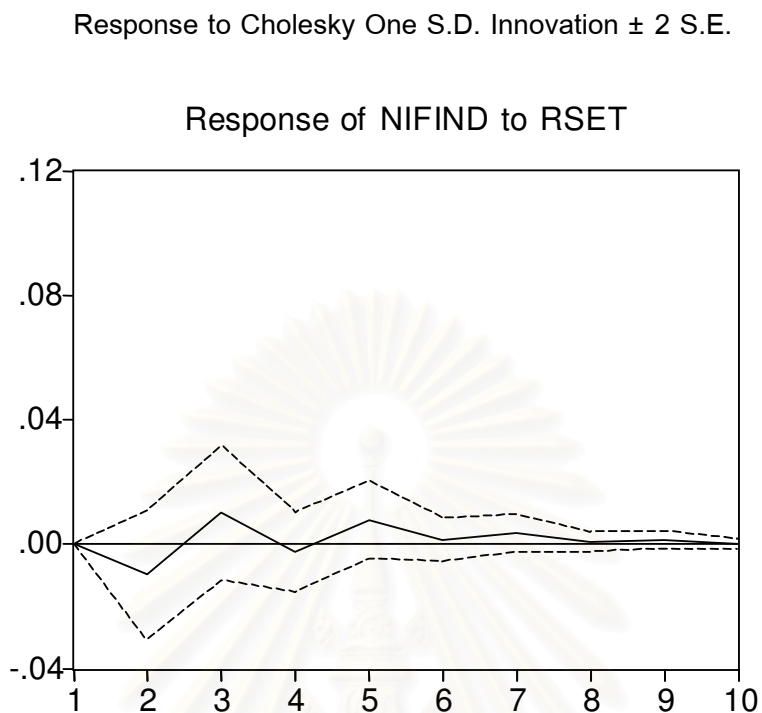
รูปที่ 5.7 Impulse Response ในช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนสถาบัน



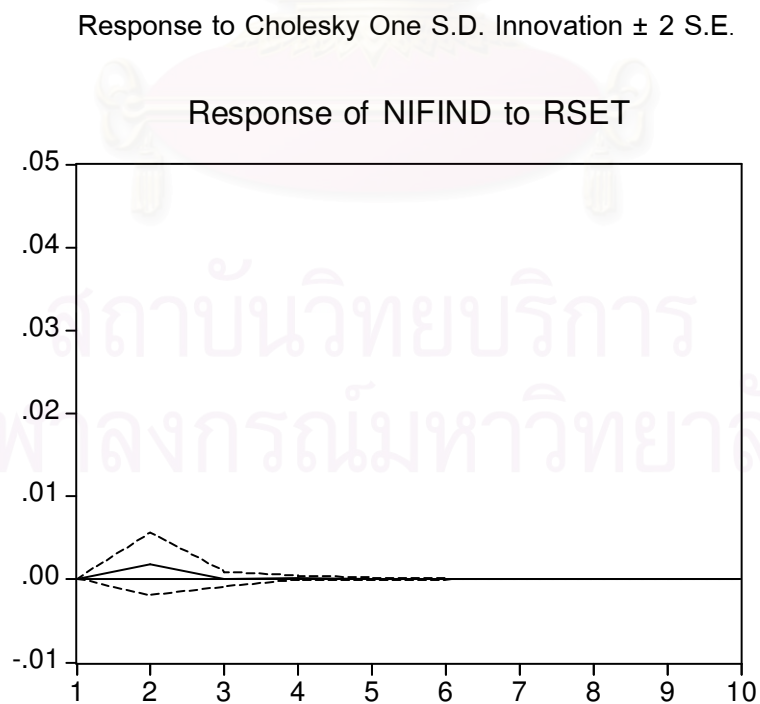
รูปที่ 5.8 Impulse Response ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนรายย่อย



รูปที่ 5.9 Impulse Response ในช่วงระหว่างเกิดวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนรายย่อย



รูปที่ 5.10 Impulse Response ในช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจของนักลงทุนรายย่อย



5.1.4 ผลการเปรียบเทียบกลยุทธ์การลงทุนระหว่างนักลงทุนต่างชาติกับนักลงทุนในประเทศ

จากผลการศึกษาที่ผ่านมาในหัวข้อที่ 5.1.2 และ 5.1.3 ดังตารางที่ 5.13 พบว่านักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback) ในทุกช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ส่วนนักลงทุนรายย่อยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) ในช่วงก่อนและหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ แต่ใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback) ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ และนักลงทุนสถาบันใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) ในทุกช่วงเวลาที่ทำการศึกษา จึงสามารถสรุปได้ว่าโดยรวมแล้วนักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback) ในขณะที่นักลงทุนในประเทศกลับใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) ซึ่งความแตกต่างของพฤติกรรมการลงทุนระหว่างนักลงทุนต่างชาติกับนักลงทุนในประเทศมีสาเหตุหลัก 3 ประการ ดังสรุปได้ดังนี้

1. ความแตกต่างทางด้านข้อมูลข่าวสารที่ได้รับ อันมีสาเหตุมาจากแหล่งข้อมูลและความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลที่แตกต่างกัน
2. ความแตกต่างทางด้านข้อจำกัดของการลงทุน ซึ่งนักลงทุนต่างชาติมักมีข้อจำกัดมากกว่านักลงทุนในประเทศเช่น ข้อจำกัดของการถือครองหลักทรัพย์ของชาวต่างชาติหรือข้อจำกัดทางด้านช่องทางการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น
3. ความแตกต่างทางด้านปัจจัยเสี่ยงของการลงทุน โดยปกติแล้วนักลงทุนต่างชาติจำเป็นต้องคำนึงถึงปัจจัยเสี่ยงที่มากกว่านักลงทุนในประเทศ เช่น ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น

ตารางที่ 5.13 ผลการเปรียบเทียบกลยุทธ์การลงทุนระหว่างนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประเภทนักลงทุน	ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา		
	ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ	ระหว่างเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ	หลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ
นักลงทุนต่างชาติ	สวนตลาด	สวนตลาด	สวนตลาด
นักลงทุนสถาบัน	ตามตลาด	ตามตลาด	ตามตลาด
นักลงทุนรายย่อย	ตามตลาด	สวนตลาด	ตามตลาด

5.2 ผลตอบแทนการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.2.1 ผลการทดสอบสถิติเบื้องต้นของการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถจำแนกเป็นสามประเภท คือ นักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบันในประเทศ และนักลงทุนรายย่อย โดยมูลค่าการซื้อขายในแต่ละสัปดาห์มีความแตกต่างกันออกไปตามประเภทของนักลงทุน จากตารางที่ 5.14 พบว่านักลงทุนรายย่อยมีมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมาคือนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบันในประเทศตามลำดับ และเมื่อทำการพิจารณาเปรียบเทียบมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนทั้งสามประเภทในช่วงก่อน ระหว่าง และหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ พบว่ามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงระหว่างการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจมีค่าน้อยที่สุดเมื่อเทียบกับช่วงเวลาอื่น โดยพิจารณาได้จากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยของนักลงทุนต่างชาติในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจคือ 8,484.28 และ 7,886.83 ล้านบาทตามลำดับ แต่ในระหว่างเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนั้นมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยกลับลดลงเหลือเพียง 6,592.43 และ 5,720.36 ล้านบาทตามลำดับ ส่วนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงภายหลังวิกฤตเศรษฐกิจมีการปรับเพิ่มขึ้นเป็น 10,837.12 และ 10,985.38 ล้านบาทตามลำดับ เช่นเดียวกันกับนักลงทุนสถาบันที่มีมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจเพียง 972.82 และ 1,130.51 ล้านบาทตามลำดับ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนการลงทุนที่น้อยมากเมื่อเทียบกับช่วงหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจที่มีมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยเท่ากับ 3,283.13 และ 3,179.50 ล้านบาทตามลำดับ และสำหรับนักลงทุนรายย่อยก็ให้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกับนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบัน แต่สิ่งที่น่าสนใจคือมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยของนักลงทุนรายย่อยในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจมีมูลค่าที่เพิ่มขึ้นมากที่สุดเมื่อเทียบกับนักลงทุนประเภทอื่น โดยเพิ่มขึ้นจาก 8,999.18 และ 9,713.56 ล้านบาทในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจเป็น 36,451.64 และ 36,407.02 ล้านบาทในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจตามลำดับ เพิ่มขึ้นจากเดิมถึง 4.05 และ 3.75 เท่าตามลำดับ ในขณะที่มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยของนักลงทุนต่างชาติในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นจากช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจเพียง 1.64 และ 1.92 เท่าตามลำดับ แสดงให้เห็นว่านักลงทุนรายย่อยให้ความสนใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากขึ้นในระยะหลัง

ในประเด็นถัดมา สิ่งที่พบจากการพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ความแปรปรวน (Coefficient of Variation) คือนักลงทุนต่างชาติมีความแปรปรวนของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่านักลงทุนประเภทอื่นในทุกช่วงเวลาที่ทำการศึกษา แสดงให้เห็นว่านักลงทุนต่างชาติมีการ

ซื้อและขายหลักทรัพย์ที่เป็นระบบมากกว่านักลงทุนประเภทอื่นๆ นอกจากนี้ เมื่อทำการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์ความแปรปรวนในช่วงก่อน ระหว่าง และหลังวิกฤตเศรษฐกิจ พบว่าความแปรปรวนของมูลค่าการซื้อและขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

ตารางที่ 5.14 ค่าทางสถิติเบื้องต้นของมูลค่าการซื้อและขายหลักทรัพย์รายสัปดาห์ของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามประเภทนักลงทุนและช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา	นักลงทุนต่างชาติ		นักลงทุนสถาบัน		นักลงทุนรายย่อย	
	มูลค่าการซื้อรวม (ล้านบาท)	มูลค่าการขายรวม (ล้านบาท)	มูลค่าการซื้อรวม (ล้านบาท)	มูลค่าการขายรวม (ล้านบาท)	มูลค่าการซื้อรวม (ล้านบาท)	มูลค่าการขายรวม (ล้านบาท)
ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ						
ค่าเฉลี่ย	8,484.28	7,886.83	3,139.22	3,395.26	13,870.50	14,211.92
สูงสุด	21,637.59	20,400.98	11,169.28	11,718.24	51,391.72	60,033.36
ต่ำสุด	1,632.25	1,551.29	591.88	481.95	2,045.26	2,299.90
ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	3,847.66	2,877.63	1,604.44	1,623.12	9,211.27	10,789.36
สัมประสิทธิ์ความแปรปรวน	0.45	0.36	0.51	0.48	0.66	0.76
ระหว่างเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ						
ค่าเฉลี่ย	6,592.43	5,720.36	972.82	1,130.51	8,999.18	9,713.56
สูงสุด	24,629.59	17,727.95	3,475.55	4,915.80	35,158.23	35,523.71
ต่ำสุด	1,362.05	755.28	191.09	251.61	1,139.93	1,203.55
ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	4,314.80	3,148.31	771.25	814.86	7,589.31	8,154.10
สัมประสิทธิ์ความแปรปรวน	0.65	0.55	0.79	0.72	0.84	0.84

ตารางที่ 5.14 ค่าทางสถิติเบื้องต้นของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รายสัปดาห์ของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามประเภทนักลงทุนและช่วงเวลาที่ทำการศึกษา (ต่อ)

ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา	นักลงทุนต่างชาติ		นักลงทุนสถาบัน		นักลงทุนรายย่อย	
	มูลค่าการซื้อขายรวม (ล้านบาท)	มูลค่าการซื้อขายรวม (ล้านบาท)	มูลค่าการซื้อขายรวม (ล้านบาท)	มูลค่าการซื้อขายรวม (ล้านบาท)	มูลค่าการซื้อขายรวม (ล้านบาท)	มูลค่าการซื้อขายรวม (ล้านบาท)
หลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ						
ค่าเฉลี่ย	10,837.12	10,985.38	3,283.13	3,179.50	36,451.64	36,407.02
สูงสุด	42,788.19	48,744.48	20,087.94	18,487.05	211,561.87	206,920.36
ต่ำสุด	1,063.66	1,138.99	301.67	319.5	3,234.60	2,459.39
ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	7,491.48	7,504.41	3,370.83	3,211.33	35,994.30	36,026.97
สัมประสิทธิ์ความแปรปรวน	0.69	0.68	1.03	1.01	0.99	0.99

ที่มา: คำนวณจากฐานข้อมูล SETSMART, 2548

5.2.2 ผลการทดสอบประสิทธิภาพการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Market Timing Performance)

ช่วงเวลาที่ทำการศึกษาซื้อขายหุ้นมีความสัมพันธ์โดยตรงกับผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุน ซึ่งนักลงทุนที่มีประสิทธิภาพการลงทุนที่ดีคือนักลงทุนที่ทำการซื้อหุ้นก่อนที่ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับเพิ่มขึ้นในช่วงเวลาถัดมาและทำการขายหุ้นก่อนที่ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับลดลงในช่วงเวลาถัดมา จากตารางที่ 5.15 พบว่าช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจนักลงทุนต่างชาติมีประสิทธิภาพในการซื้อหุ้นที่ดีเมื่อเทียบกับนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อย ดังจะเห็นได้จากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในหนึ่งสัปดาห์ถัดจากสัปดาห์ที่ทำการซื้อมีการปรับตัวเพิ่มขึ้น 1.26 เปอร์เซ็นต์และอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในสี่สัปดาห์ถัดจากสัปดาห์ที่ทำการซื้อปรับตัวลดลงเพียง -0.22 เปอร์เซ็นต์ ในขณะที่นักลงทุน

สถาบันมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในหนึ่งและสี่สัปดาห์ถัดจากสัปดาห์ที่ทำการซื้อคือ -1.04 และ -1.92 เปอร์เซ็นต์ตามลำดับ ส่วนอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในหนึ่งและสี่สัปดาห์ถัดจากสัปดาห์ที่ทำการซื้อของนักลงทุนรายย่อยมีการปรับตัวลดลงมากที่สุดถึง -3.01 และ -4.41 เปอร์เซ็นต์ตามลำดับ นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของสัปดาห์ถัดจากสัปดาห์ที่ทำการขาย พบว่านักลงทุนต่างชาติมีประสิทธิภาพในการขายหุ้นที่ดีเมื่อเทียบกับนักลงทุนประเภทอื่น โดยภายหลังจากที่นักลงทุนต่างชาติทำการขายหุ้น อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในหนึ่งและสี่สัปดาห์มีการปรับตัวลดลงถึง -2.17 และ -3.98 เปอร์เซ็นต์ตามลำดับ ตรงกันข้ามกับนักลงทุนรายย่อยที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในหนึ่งและสี่สัปดาห์ภายหลังจากการขายหุ้นมีการปรับตัวเพิ่มขึ้น 1.04 และ 2.11 เปอร์เซ็นต์ตามลำดับ ส่วนนักลงทุนสถาบันมีการขายหุ้นในช่วงเวลาที่เหมาะสมแต่ยังมีประสิทธิภาพในการขายหุ้นที่แย่กว่านักลงทุนต่างชาติ

ผลการศึกษาในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ พบว่า นักลงทุนต่างชาติยังคงมีประสิทธิภาพการซื้อและขายหุ้นที่ดีที่สุดเมื่อเทียบกับนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อย ซึ่งสอดคล้องกับช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ โดยมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในหนึ่งและสี่สัปดาห์ภายหลังจากการซื้อหุ้นคือ 1.26 และ -0.22 เปอร์เซ็นต์ตามลำดับ และมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในหนึ่งและสี่สัปดาห์ภายหลังจากการขายหุ้นคือ -2.17 และ -3.98 เปอร์เซ็นต์ตามลำดับ ในขณะที่นักลงทุนสถาบันมีจังหวะในการขายหุ้นที่แย่ที่สุด ดังจะเห็นได้จากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในหนึ่งและสี่สัปดาห์ภายหลังจากการขายหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 3.44 และ 5.71 เปอร์เซ็นต์ตามลำดับ และนักลงทุนรายย่อยมีจังหวะในการซื้อหุ้นที่แย่ที่สุด โดยภายหลังจากการซื้อหุ้นของนักลงทุนรายย่อยแล้วนั้น อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในหนึ่งและสี่สัปดาห์ภายหลังจากการซื้อหุ้นปรับตัวลดลงถึง -4.38 และ -5.93 เปอร์เซ็นต์ตามลำดับ

เมื่อทำการพิจารณาประสิทธิภาพในการซื้อและขายหุ้นของนักลงทุนทั้งสามประเภทในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ พบว่า นักลงทุนต่างชาติมีประสิทธิภาพที่ดีในการเลือกจังหวะการเข้าซื้อและขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในหนึ่งสัปดาห์ภายหลังจากการซื้อหุ้นจะเพิ่มขึ้น 3.25 เปอร์เซ็นต์และอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในสี่สัปดาห์ภายหลังจากการซื้อหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น 4.38 เปอร์เซ็นต์ และอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยหนึ่งและสี่สัปดาห์ภายหลังจากการขายหุ้นคือ -2.08 และ 0.20 เปอร์เซ็นต์ตามลำดับ ส่วนนักลงทุนสถาบันมีจังหวะที่ดีในการซื้อหุ้นแต่มีจังหวะที่ไม่ดีในการขายหุ้น ดังจะเห็นได้จากภายหลังจากการซื้อหุ้นอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.59 และ 2.35 เปอร์เซ็นต์ในหนึ่งและสี่สัปดาห์ถัดมาตามลำดับ ในขณะที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยหนึ่งและสี่สัปดาห์ภายหลังจากการขายหุ้นกลับเพิ่มขึ้น 0.24 และ 0.35 เปอร์เซ็นต์ตามลำดับ และในกรณีของนักลงทุนรายย่อยพบว่านักลงทุนรายย่อยมีจังหวะที่ไม่ดีทั้งการซื้อและขายหุ้น โดยภายหลังจากการซื้อหุ้นอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยกลับลดลง -1.74 เปอร์เซ็นต์ในหนึ่งสัปดาห์ถัดมาและเพิ่มขึ้นเพียง 0.10

เปอร์เซ็นต์ในสี่สัปดาห์ถัดมา นอกจากนี้ การที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยหนึ่งและสี่สัปดาห์หลังจากการขายหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น 2.53 และ 2.90 เปอร์เซ็นต์เป็นการยืนยันถึงประสิทธิภาพในการขายหุ้นที่แย่นักลงทุนรายย่อย

จากผลการศึกษาที่ผ่านมาสรุปได้ว่า นักลงทุนต่างชาติมีจังหวะในการซื้อและขายหุ้นที่ดีมากในทุกช่วงเวลาที่ทำการศึกษาเมื่อเทียบกับนักลงทุนในประเทศสอดคล้องกับผลกับผลศึกษาของ Kamesaka et al. (2003) ที่พบว่าในประเทศญี่ปุ่นนั้นนักลงทุนต่างชาติมีประสิทธิภาพในการเลือกเวลาการเข้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ดีกว่านักลงทุนในประเทศโดยเฉพาะเมื่อเทียบกับนักลงทุนรายย่อย เนื่องจากนักลงทุนรายย่อยมีทิศทางการลงทุนที่ผิดพลาดอย่างมากในช่วงตลาดกระทิงและตลาดหมี ส่วนกรณีของประเทศไทยที่ผลการศึกษาเป็นดังที่กล่าวมา เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีขนาดค่อนข้างเล็กเพราะเป็นตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) ดังนั้นเม็ดเงินของนักลงทุนต่างชาติที่ไหลเข้ามาจึงสามารถโน้มนำให้ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเวลาต่อมาได้ง่าย (Froot et al., 1998)

ตารางที่ 5.15 ผลตอบแทนเฉลี่ยภายหลังการเข้าลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามประเภทนักลงทุนและช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

ช่วงเวลา	ประเภทนักลงทุน	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในหนึ่งสัปดาห์ถัดมา (%)		อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในสี่สัปดาห์ถัดมา (%)	
		ซื้อ	ขาย	ซื้อ	ขาย
ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ	นักลงทุนต่างชาติ	1.26	-2.17	-0.22	-3.98
	นักลงทุนสถาบัน	-1.04	-0.23	-1.92	-1.32
	นักลงทุนรายย่อย	-3.01	1.04	-4.41	2.11
ระหว่างวิกฤตเศรษฐกิจ	นักลงทุนต่างชาติ	1.85	-5.19	-0.73	-7.63
	นักลงทุนสถาบัน	-2.80	3.44	-3.56	5.71
	นักลงทุนรายย่อย	-4.38	2.32	-5.93	-0.38
หลังวิกฤตเศรษฐกิจ	นักลงทุนต่างชาติ	3.25	-2.08	4.38	0.20
	นักลงทุนสถาบัน	0.59	0.24	2.35	0.35
	นักลงทุนรายย่อย	-1.74	2.53	0.10	2.90

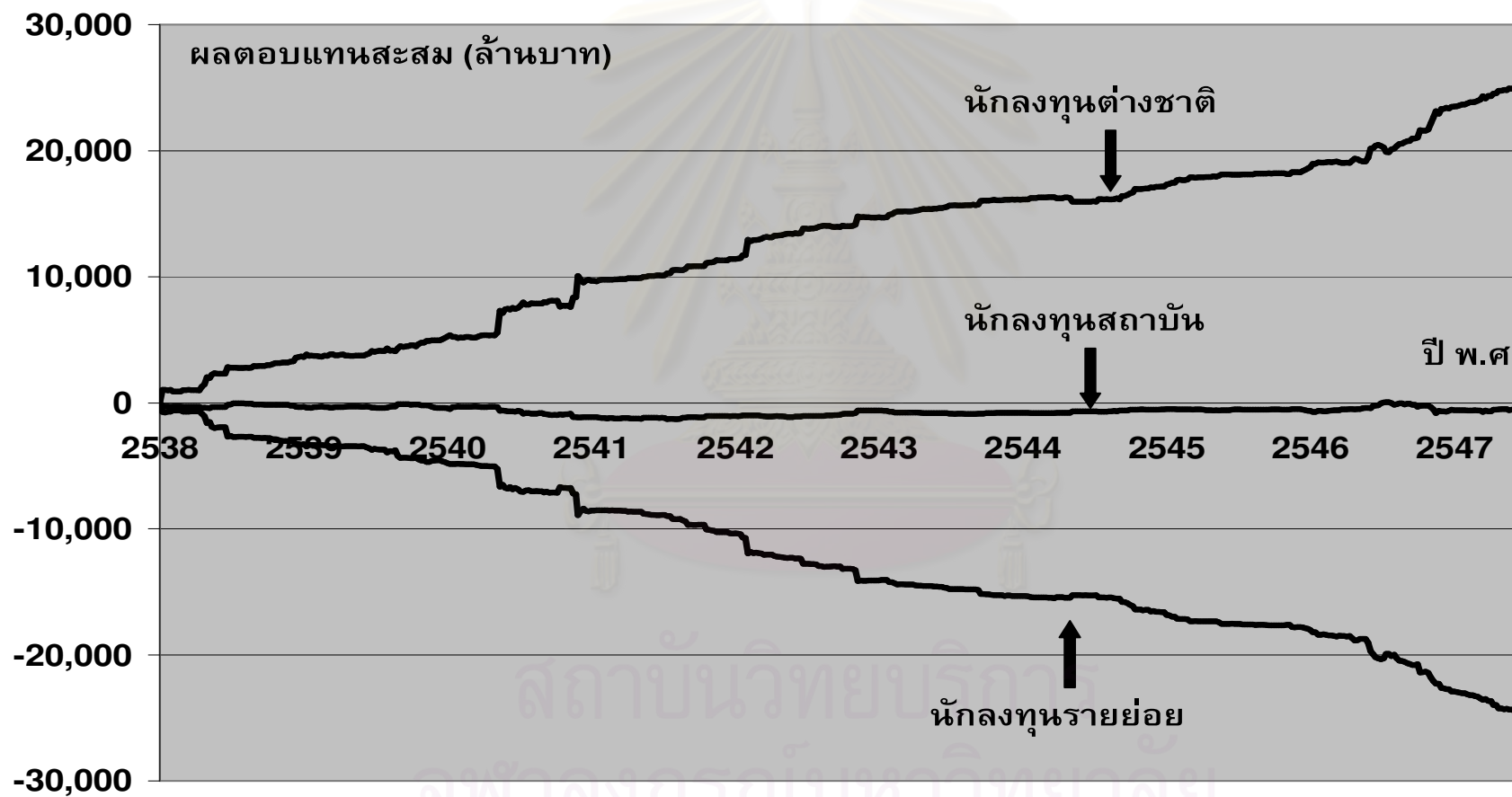
5.2.3 ผลการประมาณผลตอบแทนสะสมของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Cumulative Return)

จากรูปที่ 5.11 ซึ่งแสดงผลตอบแทนสะสมจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2538 ถึง พ.ศ. 2547 ของนักลงทุนทั้งสามประเภทในหน่วยของเงินบาท พบว่านักลงทุนต่างชาติมีกำไรจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษา โดยมีผลตอบแทนสะสมที่มากถึง 25,354.77 ล้านบาท ในขณะที่นักลงทุนในประเทศทั้งนักลงทุนประเภทสถาบันและรายย่อยนั้นขาดทุนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยคิดเป็นมูลค่า 584.81 และ 24,769.96 ล้านบาทตามลำดับ

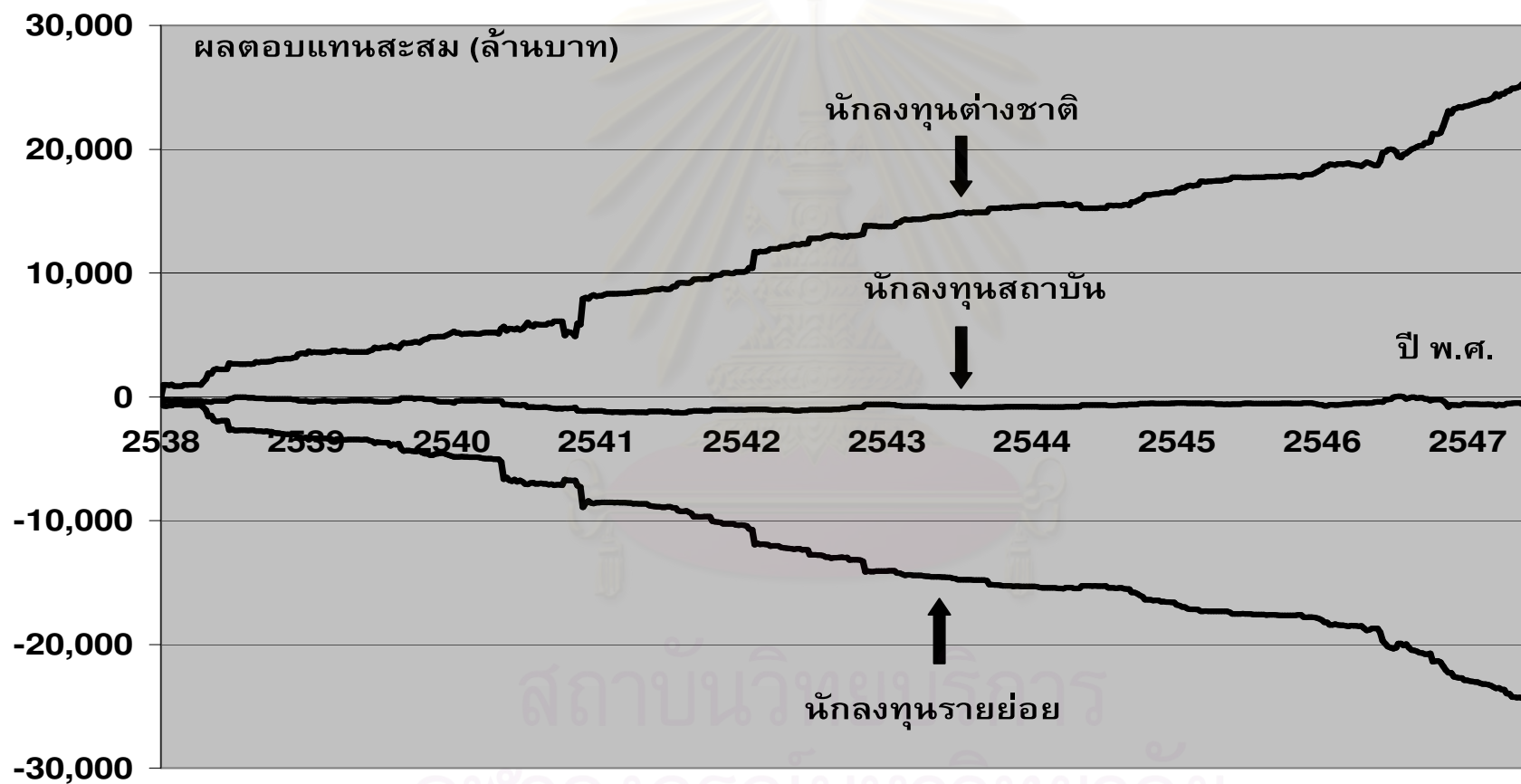
เมื่อทำการพิจารณาควบคู่กับผลการศึกษาในหัวข้อ 5.2.2 ที่ผ่านมา พบว่านักลงทุนต่างชาติมีผลตอบแทนสะสมที่ดีเนื่องจากการเลือกเวลาที่จะทำการซื้อและขายหุ้นอย่างเหมาะสม ซึ่งตรงกันข้ามกับนักลงทุนรายย่อยที่ไม่มีประสิทธิภาพในการเลือกเวลาในการซื้อและขายหุ้นที่ดีพอ ส่งผลให้ประสบผลขาดทุนอย่างหนักตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษา และถึงแม้ว่านักลงทุนสถาบันจะมีประสิทธิภาพในการเลือกช่วงเวลาการลงทุนได้อย่างเหมาะสมในบางช่วงเวลาที่ทำการศึกษาและมีผลตอบแทนสะสมที่ขาดทุนเพียง 584.81 ล้านบาท แต่สิ่งหนึ่งที่เห็นได้อย่างชัดเจนคือการที่นักลงทุนในประเทศต้องสูญเสียเงินให้กับนักลงทุนต่างชาติจำนวนมากตลอดช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา ซึ่งผลการศึกษาที่ได้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Karolyi (2002) และ Kamesaka et al. (2003) ที่พบว่านักลงทุนต่างชาติได้รับผลตอบแทนสะสมที่ดีจากการเข้ามาลงทุนในประเทศญี่ปุ่น ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยประสบผลขาดทุนเป็นจำนวนมากให้แก่ นักลงทุนต่างชาติ

นอกจากนั้น เมื่อทำการคำนวณผลตอบแทนสะสมโดยการรวมผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยนดังรูปที่ 5.12 พบว่านักลงทุนต่างชาติมีกำไรสะสมเพิ่มขึ้นเป็น 25,886.87 ล้านบาท แสดงว่านักลงทุนต่างชาติมีกำไรสะสมจากอัตราแลกเปลี่ยนทั้งสิ้น 532.10 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม กำไรสะสมจากอัตราแลกเปลี่ยนนั้นคิดเป็นสัดส่วนเพียงเล็กน้อยเท่านั้นเมื่อเทียบกับกำไรสะสมจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

รูปที่ 5.11 ผลตอบแทนสะสมของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2538 ถึงพ.ศ. 2547



รูปที่ 5.12 ผลตอบแทนสะสมของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538 ถึง พ.ศ. 2547 กรณีรวมผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยน



5.3 ผลการทดสอบเสถียรภาพของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยภายหลังจากการซื้อและขายในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติ

จากตารางที่ 5.16 พบว่า ผลตอบแทนเกินปกติของสัปดาห์ที่นักลงทุนต่างชาติทำการซื้อหุ้นในปริมาณมากมีค่าเท่ากับ 0.00553 แสดงว่าการซื้อหุ้นในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติทำให้ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง (Actual Return) มีค่ามากกว่าผลตอบแทนคาดหวัง (Expected Return) หรือเกิดผลตอบแทนเกินปกติขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ สัปดาห์ที่นักลงทุนต่างชาติทำการซื้อหุ้นในปริมาณมาก ($t=0$) และเมื่อทำการพิจารณาผลตอบแทนเกินปกติในสัปดาห์ถัดมาจะพบว่ายังคงมีผลตอบแทนเกินปกติเกิดขึ้นในสัปดาห์ถัดมา ($t=1$) แต่หลังจากนั้นผลตอบแทนเกินปกติกลับมีค่าน้อยกว่าศูนย์ ซึ่งแสดงว่าการซื้อหุ้นในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติไม่ได้ทำให้ผลตอบแทนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงเวลาถัดมา ดังนั้นนักลงทุนต่างชาติจึงไม่ได้ทำให้ราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเสียเสถียรภาพไปแต่อย่างใด อย่างไรก็ตาม อาจกล่าวได้ว่าการซื้อหุ้นในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติจะส่งผลให้ราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้นในช่วงสั้นๆ แต่ไม่ได้ทำให้เสถียรภาพของราคาหุ้นนั้นเสียไป ในทำนองเดียวกัน การขายหุ้นในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติก็ไม่ส่งผลให้เสถียรภาพของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเสียไป ซึ่งสามารถพิจารณาได้จากการที่ผลตอบแทนเกินปกติมีค่าน้อยกว่าศูนย์ในช่วงสัปดาห์แรกที่ทำการขายหุ้น ($t=0$) และในอีกหนึ่งสัปดาห์ถัดมา ($t=1$) เท่านั้น แต่หลังจากนั้นผลตอบแทนในสัปดาห์ที่สอง สาม และสี่ภายหลังจากการขายหุ้นในปริมาณมากกลับมีการปรับตัวเพิ่มขึ้น

อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่าการซื้อและขายหุ้นในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติไม่ได้ทำให้เสถียรภาพของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์เสียไป แต่ก็ส่งผลกระทบต่อราคาค่าหุ้น ณ สัปดาห์ที่มีการซื้อและขายหุ้นในปริมาณมาก ดังจะเห็นได้จากผลตอบแทนเกินปกติ ณ สัปดาห์ที่นักลงทุนต่างชาติทำการซื้อหุ้นในปริมาณมากมีค่าสูงถึง 0.00553 ในขณะที่ผลตอบแทนเกินปกติของสัปดาห์ก่อนหน้า ($t=-1$) มีค่าเพียง 0.00265 เท่านั้น เช่นเดียวกับกับสัปดาห์ที่มีการขายหุ้นในปริมาณมากจะทำให้ผลตอบแทนเกินปกติมีค่าเท่ากับ -0.00517 ซึ่งค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับผลตอบแทนเกินปกติของสัปดาห์ก่อนหน้า นอกจากนี้ การซื้อและขายหุ้นในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติยังคงส่งผลกระทบต่อราคาค่าหุ้นค่อนข้างมากในอีกหนึ่งสัปดาห์ถัดมา โดยผลตอบแทนเกินปกติในหนึ่งสัปดาห์ถัดมา ($t=1$) จากการซื้อและขายหุ้นในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติคือ 0.00578 และ -0.00568 ตามลำดับ จากนั้นราคาหุ้นจึงเกิดการปรับตัวในทิศทางตรงกันข้ามเพื่อเข้าสู่ภาวะปกติอีกครั้งหนึ่ง

ผลการศึกษานี้ได้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Karolyi (2002) ที่ทำการศึกษาในกรณีของนักลงทุนต่างชาติในประเทศญี่ปุ่น และ Batra (2003) ที่ทำการศึกษาในประเทศอินเดีย ซึ่งผลการศึกษาทั้งคู่พบว่านักลงทุนต่างชาติไม่ส่งผลให้เสถียรภาพของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์สูญหายไป



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 5.16 ผลตอบแทนและผลตอบแทนเกินปกติในช่วงห้าสัปดาห์ก่อนและหลังการซื้อและขายหุ้นในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2538 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2547

	สัปดาห์ที่ t										
	t = -5	t = -4	t = -3	t = -2	t = -1	t = 0	t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	t = 5
ซื้อ											
ผลตอบแทน	0.00027	-0.00550	-0.00118	-0.00353	0.00015	0.00581	0.00889	-0.00186	0.00162	-0.00368	-0.00146
ผลตอบแทนเกินปกติ	0.00009	-0.00460	0.00085	-0.00099	0.00265	0.00553	0.00578	-0.00531	-0.00213	-0.00516	-0.00023
ขาย											
ผลตอบแทน	-0.00009	0.00233	0.00374	-0.00061	-0.00210	-0.00667	-0.01076	0.00418	-0.00297	0.00098	-0.00008
ผลตอบแทนเกินปกติ	0.00028	0.00188	0.00251	-0.00117	-0.00224	-0.00517	-0.00568	0.00800	0.00106	0.00325	-0.00070

หมายเหตุ สัปดาห์ที่ $t = 0$ คือ สัปดาห์ที่เป็นตัวแทนของการซื้อและขายหุ้นในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติ
 สัปดาห์ที่ $t = -5, -4, -3, -2$ และ -1 คือ สัปดาห์ก่อนหน้าสัปดาห์ที่เป็นตัวแทนของการซื้อและขายหุ้นในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติห้า, สี่ สาม, สอง และหนึ่งสัปดาห์ตามลำดับ
 สัปดาห์ที่ $t = 5, 4, 3, 2$ และ 1 คือ สัปดาห์ถัดจากสัปดาห์ที่เป็นตัวแทนของการซื้อและขายหุ้นในปริมาณมากของนักลงทุนต่างชาติไปห้า, สี่ สาม , สอง และหนึ่งสัปดาห์ตามลำดับ

บทที่ 6

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

6.1 สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษากลยุทธ์และผลตอบแทนการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างเดือนมกราคม พ.ศ.2538 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2547 โดยใช้วิธีการทดสอบสมมติฐาน Positive Feedback การทดสอบประสิทธิภาพของจังหวะการลงทุน (Market Timing Performance) และการประมาณผลตอบแทนรวม (Cumulative Return) พบว่านักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Negative Feedback) และมีประสิทธิภาพการลงทุนที่ดีทั้งทางด้านจังหวะการซื้อขายหุ้นและทางด้านผลตอบแทนสะสม ส่วนนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อยโดยรวมแล้วมีการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback) และมีผลตอบแทนการลงทุนที่ไม่ดี โดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยที่มีผลตอบแทนที่ย่ำแย่จากจังหวะการซื้อขายหุ้นที่ผิดพลาด

จากผลการศึกษา พบว่า สาเหตุที่ทำให้นักลงทุนต่างชาติประสบความสำเร็จอย่างมากจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีหลายประการ ซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

1. นักลงทุนต่างชาติมีระบบการลงทุนที่ดีกล่าวคือมีทิศทางการลงทุนที่แน่นอนไม่เปลี่ยนแปลงแนวโน้มการลงทุนมากนัก ดังพิจารณาได้จากค่าสัมประสิทธิ์ความแปรปรวนของการซื้อขายหุ้นที่ต่ำ

2. นักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดเพื่อเป็นกลไกในการควบคุมระดับราคาหุ้น โดยจะทำการซื้อหุ้นเมื่อเห็นว่าราคาต่ำเกินไปและจะทำการขายหุ้นเมื่อเห็นว่าราคาสูงเกินไป จึงสามารถทำกำไรจากการซื้อหุ้นในราคาต่ำและขายในราคาที่สูงได้

3. นักลงทุนต่างชาติมีมูลค่าการลงทุนที่ค่อนข้างสูง ประกอบกับการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีขนาดค่อนข้างเล็กเมื่อเทียบกับตลาดที่พัฒนาแล้ว (Developed Market) จึงทำให้ดัชนีราคาหุ้นถูกโน้มมาโดยนักลงทุนต่างชาติได้ง่าย

นอกจากนี้ ถึงแม้ว่าการซื้อ (ขาย) หุ้นของนักลงทุนต่างชาติจะทำให้ผลตอบแทนในระยะสั้นเพิ่มขึ้น (ลดลง) แต่อย่างไรก็ตาม การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติไม่ได้ส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อันเนื่องมาจากเหตุผลสองประการ คือ ประการแรกนักลงทุนต่างชาติมีสัดส่วนของมูลค่าการลงทุนน้อยกว่านักลงทุนในประเทศ และประการที่สองคือนักลงทุนต่างชาติใช้กลยุทธ์การลงทุนที่ตรงกันข้ามกับนักลงทุนในประเทศ ด้วยสาเหตุสองประการนี้จึงทำให้แรงซื้อหุ้นของนักลงทุนต่างชาติถูกรองรับด้วยแรงขายของนักลงทุนในประเทศ ในทำนองเดียวกันแรงขายหุ้นของนักลงทุนต่างชาติจะถูกรองรับด้วยแรงซื้อหุ้นของนักลงทุนในประเทศ ดังนั้นราคาหุ้นจึงไม่สามารถเป็นไปในทิศทางเดียวกับทิศทางการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติได้ในระยะยาว

สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างทิศทางการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติกับอัตราแลกเปลี่ยนพบว่าโดยปกติแล้วนักลงทุนต่างชาติมีทิศทางการลงทุนไปในทิศทางเดียวกันกับการแข็งค่าของเงินบาท ยกเว้นในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจที่มีทิศทางตรงข้ามกัน ซึ่งอาจมีสาเหตุจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงนั้นมีค่อนข้างสูง นักลงทุนต่างชาติจึงมีการเก็งกำไรค่าเงินโดยทำการซื้อเงินบาทในขณะที่อ่อนค่าลงและทำการขายเงินบาทเมื่อมีการแข็งค่าขึ้น นอกจากนี้ การทดสอบ Impulse Response ยังพบว่าในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนั้น ผลกระทบของ Shock มีระยะเวลาที่ยาวนานกว่าในช่วงเวลาอื่น

6.2 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

1. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรเพิ่มสัดส่วนของนักลงทุนประเภทสถาบันในประเทศให้มากขึ้น โดยการเพิ่มจำนวนและประเภทของกองทุนเพื่อเพิ่มทางเลือกแก่นักลงทุน การให้ความรู้เบื้องต้นเกี่ยวกับกองทุนรวมและข้อได้เปรียบของการลงทุนผ่านกองทุนรวม ตลอดจนการให้สิทธิประโยชน์ต่างๆ แก่นักลงทุนที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ผ่านกองทุนรวม เช่น สิทธิประโยชน์ทางภาษี เป็นต้น เนื่องจากผลการศึกษาในครั้งนี้แสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่า นักลงทุนรายย่อยมีผลตอบแทนที่ย่ำแย่จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งอาจมีสาเหตุจากการขาดความรู้ และไม่มีนโยบายการลงทุนที่ชัดเจน ตลอดจนการซื้อขายที่ไม่เป็นระบบและแบบแผน นอกจากนี้ นักลงทุนรายย่อยมักมีปฏิกิริยาตอบสนองต่อข่าวสารเกินจริง ซึ่งมีส่วนสำคัญที่ทำให้เกิดความผันผวนขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรเพิ่มผลิตภัณฑ์ในตลาดหลักทรัพย์ให้มากยิ่งขึ้น โดยการเพิ่มจำนวนบริษัทจดทะเบียน เพื่อขยายขนาดตลาดหลักทรัพย์ (Market Capitalization) ให้มีขนาดใหญ่ขึ้น เนื่องจากมูลค่าตลาดในปัจจุบันยังมีมูลค่าที่น้อยมากเมื่อเทียบกับประเทศอื่นในบริเวณใกล้เคียง อาทิเช่น สิงคโปร์ ฮองกง ไต้หวัน เป็นต้น ส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติมี

อิทธิพลมากเกินไปในการกำหนดทิศทางของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งในระยะสั้น

3. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรส่งเสริมให้ประชาชนมีการออมมากขึ้น รวมทั้งสนับสนุนการออมเงินผ่านทาง การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อป้องกันภาวะการขาดแคลนแหล่งเงินทุนในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในครั้งต่อไป อย่างไรก็ตามการสนับสนุนให้ประชาชนลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้นต้องกระทำควบคู่กับการให้ความรู้ การลงทุนที่ถูกต้อง

4. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง จำเป็นต้องพัฒนามาตรการการตรวจสอบและติดตามระบบและคุณภาพการทำบัญชีให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น เพื่อสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ อีกทั้งยังมีประโยชน์ต่อการดึงดูดเม็ดเงินลงทุนจากต่างประเทศ ให้เพิ่มมากขึ้นได้อีกทางหนึ่ง

6.3 ข้อเสนอแนะสำหรับการขยายผลการศึกษาในอนาคต

การศึกษาในครั้งต่อไปควรใช้ข้อมูลในเชิงลึกมากยิ่งขึ้น โดยอาจพิจารณากลยุทธ์และผลตอบแทนการลงทุนด้วยการจำแนกเป็นรายกองทุนหรือสัญชาติของนักลงทุนต่างชาติ ตลอดจนการพิจารณาผลตอบแทนในรูปแบบของหุ้นสามัญที่อยู่ในพอร์ตโฟลิโอของนักลงทุนต่างชาติ และควรขยายผลการศึกษาต่อไปในประเด็นอื่นที่เกี่ยวข้องกับนักลงทุนต่างชาติ เช่น ปัจจัยที่กำหนดทิศทางการลงทุน หรือพฤติกรรมตามกันของนักลงทุนต่างชาติ (Herding Behavior) ตลอดจนความสัมพันธ์ของการเคลื่อนย้ายเงินทุนในตลาดเงิน ตลาดทุน และตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ ของนักลงทุนต่างชาติ เป็นต้น นอกจากนี้ ควรใช้ช่วงเวลาการศึกษาที่ยาวขึ้นและติดตามรูปแบบการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศเนื่องจากอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2546. หลักสูตรความรู้พื้นฐานเกี่ยวกับตลาดเงินและตลาด
ทุน. กรุงเทพมหานคร : ห้างหุ้นส่วน จำกัด สุขุมวิท มีเดีย,

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2546. หลักสูตรตราสารทุนสำหรับเจ้าหน้าที่การตลาด.
กรุงเทพมหานคร : บริษัทเอส แอล พลัสลิเคชั่น จำกัด,

ทรงวุฒิ นพเจริญกุล. 2545. ผลกระทบของการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศต่อผลตอบแทน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต พาณิชยศาสตร์
และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

นคร เหลืองรวงทอง. 2542. พฤติกรรมการลงทุนในทิศทางเดียวกันของกองทุนรวม.
วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต. เศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ภาษาอังกฤษ

Akiko Kamesaka, John R. Nofsinger and Hidetaka Kawakita. 2002. Investment patterns
and performance of investor groups in Japan. Pacific-Basin Finance Journal 11 :
1-22.

Amita Batra. 2003. The dynamics of foreign portfolio inflows and equity returns in India.
Indian Council for Research on International Economic Relation 109.

Bohn, H., Tesar, L. 1996. U.S. equity investment in foreign markets: portfolio
rebalancing or return chasing. American Economic Review 86 : 77– 81.

Froot, Kenneth A., Paul G.J. O'Connell, and Mark S. Seasholes. 1998. The portfolio
flows of international investors I. National Bureau of Economic Research
6687.

- G. Andrew Karolyi. 2002. Did the asian financial crisis scare foreign investors out of Japan?. Pacific-Basin Finance Journal 10 : 411-442.
- Hyuk Choe, Bong Chan Kho and Rene M. Stulz. 1998. Do foreign investors destabilize stock markets? The Korean experience in 1997. National Bureau of Economic Research 6661.
- John Clark and Elizabeth Berko. 1997. Foreign investment fluctuations and emerging market stock returns: The case of Mexico. Federal Reserve Bank of New York Staff Report : 1-43.
- Kaminsky, K. Lyons and Schmukler. 2000. Managers, investor, and crises: mutual fund strategies in emerging markets. National Bureau of Economic Research 7855.
- Kang, J., Stulz, R. 1995. Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. National Bureau of Economic Research 5166.
- Khanthavit, A. 1998. Information structure, trading behavior and stock price in Thai market. Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies 1-2 : 321-353.
- Kwangsoo Ko, Keunsoo Kim and Sung Hoon Cho. 2004. Performance of institutional and foreign investors in the Japanese and Korean stock markets. Korea Securities Research Institute.
- Mark Grinblatt and S. Titman. 1993. Performance measurement without benchmarks: An examination of mutual fund returns. Journal of Business 66 : 47-68.
- Mark Grinblatt, Sheridan Titman and Russ Wermers. 1995. Momentum investment strategies, portfolio performance and herding: a study of mutual fund behavior. American Economic Review 85, 5, : 1088-1105.

- Mark Grinblatt and Matti Keloharju. 2000. The investment behavior and performance of various investor types:a study of Finland's unique data set. Journal of Financial Economics 55 : 43-67.
- Martin T. Bohl and Pierre L. Siklos. 2005. Trading behavior during stock market downturns:The Dow,1915-2004. European University Viadrina Frankfurt (Oder) Working Paper 7.
- Merton, Robert C. 1987. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. Journal of Finance 42 : 483-510.
- Ravi K. Shukla and Gregory B. van Inwegen. 1995. Do locals perform better than foreigners?:An analysis of UK and US mutual fund managers. Journal of Economics and Business 47 : 241-254.
- Reena Aggarwal , Leora Klapper and Peter D. Wyploski. 2003. Portfolio preferences of foreign institutional investors. World Bank Policy Research Working Paper 3101 : 1-47.
- Shiller, R. J. 1987. Investor behavior in the october 1987 stock market crash: Survey evidence. National Bureau of Economic Research 2446.
- Woochan Kim and Shang-Jin Wei. 1999. Foreign portfolio investors before and during a crisis. Center for International Development at Harvard University Working Paper 6.



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาคผนวก ก. ผลการทดสอบความนิ่ง (Stationary) ของข้อมูล

ตารางที่ ก.1 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลมูลค่าการลงทุนสุทธิ (Net Investment Flow) ของนักลงทุนต่างชาติในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ โดยวิธี Augmented Dickey Fuller Test

Null Hypothesis: NIFF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.200758	0.0002
Test critical values:		
1% level	-4.033108	
5% level	-3.446168	
10% level	-3.148049	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(NIFF)

Method: Least Squares

Date: 11/24/05 Time: 06:56

Sample(adjusted): 1/17/1995 6/03/1997

Included observations: 125 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NIFF(-1)	-0.418337	0.080438	-5.200758	0.0000
D(NIFF(-1))	-0.194950	0.080890	-2.410063	0.0175
C	0.046533	0.021487	2.165647	0.0323
@TREND(1/03/1995)	-0.000524	0.000289	-1.811904	0.0725
R-squared	0.333966	Mean dependent var		0.004504
Adjusted R-squared	0.317453	S.D. dependent var		0.138623
S.E. of regression	0.114525	Akaike info criterion		-1.464564
Sum squared resid	1.587044	Schwarz criterion		-1.374057
Log likelihood	95.53522	F-statistic		20.22413
Durbin-Watson stat	1.882229	Prob(F-statistic)		0.000000

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.2 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลมูลค่าการลงทุนสุทธิ (Net Investment Flow) ของนักลงทุนสถาบันในประเทศในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ โดยวิธี Augmented Dickey Fuller Test

Null Hypothesis: NIFINS has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.584296	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.033108	
5% level	-3.446168	
10% level	-3.148049	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(NIFINS)
Method: Least Squares
Date: 11/24/05 Time: 06:51
Sample(adjusted): 1/17/1995 6/03/1997
Included observations: 125 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NIFINS(-1)	-0.743671	0.112946	-6.584296	0.0000
D(NIFINS(-1))	-0.097908	0.088344	-1.108258	0.2699
C	-0.017191	0.027519	-0.624680	0.5334
@TREND(1/03/1995)	-0.000232	0.000379	-0.611541	0.5420
R-squared	0.429832	Mean dependent var		-0.003696
Adjusted R-squared	0.415696	S.D. dependent var		0.197625
S.E. of regression	0.151064	Akaike info criterion		-0.910749
Sum squared resid	2.761262	Schwarz criterion		-0.820243
Log likelihood	60.92180	F-statistic		30.40611
Durbin-Watson stat	1.975183	Prob(F-statistic)		0.000000

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.3 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลมูลค่าการลงทุนสุทธิ (Net Investment Flow) ของนักลงทุนรายย่อยในประเทศในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ โดยวิธี Augmented Dickey Fuller Test

Null Hypothesis: NIFIND has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.467232	0.0001
Test critical values:		
1% level	-4.033108	
5% level	-3.446168	
10% level	-3.148049	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(NIFIND)

Method: Least Squares

Date: 11/24/05 Time: 06:48

Sample(adjusted): 1/17/1995 6/03/1997

Included observations: 125 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NIFIND(-1)	-0.467452	0.085501	-5.467232	0.0000
D(NIFIND(-1))	-0.129035	0.083193	-1.551028	0.1235
C	-0.018466	0.012150	-1.519883	0.1311
@TREND(1/03/1995)	0.000297	0.000167	1.776221	0.0782
R-squared	0.317115	Mean dependent var	-0.002240	
Adjusted R-squared	0.300184	S.D. dependent var	0.078993	
S.E. of regression	0.066081	Akaike info criterion	-2.564379	
Sum squared resid	0.528378	Schwarz criterion	-2.473873	
Log likelihood	164.2737	F-statistic	18.72984	
Durbin-Watson stat	1.887069	Prob(F-statistic)	0.000000	

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.4 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index Return) ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ โดยวิธี Augmented Dickey Fuller Test

Null Hypothesis: RSET has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.375821	0.0000
Test critical values: 1% level	-4.033108	
5% level	-3.446168	
10% level	-3.148049	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RSET)
Method: Least Squares
Date: 11/24/05 Time: 06:54
Sample(adjusted): 1/17/1995 6/03/1997
Included observations: 125 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RSET(-1)	-1.146328	0.136862	-8.375821	0.0000
D(RSET(-1))	0.010777	0.090879	0.118583	0.9058
C	0.002428	0.002819	0.861596	0.3906
@TREND(1/03/1995)	-9.25E-05	3.97E-05	-2.331577	0.0214
R-squared	0.567220	Mean dependent var		-3.74E-05
Adjusted R-squared	0.556490	S.D. dependent var		0.023116
S.E. of regression	0.015394	Akaike info criterion		-5.478173
Sum squared resid	0.028675	Schwarz criterion		-5.387667
Log likelihood	346.3858	F-statistic		52.86263
Durbin-Watson stat	1.971443	Prob(F-statistic)		0.000000

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.5 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลผลตอบแทนของอัตราแลกเปลี่ยน
(Exchange Rate Return) ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ โดยวิธี Augmented Dickey Fuller
Test

Null Hypothesis: REXC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.364710	0.0000
Test critical values: 1% level	-4.033108	
5% level	-3.446168	
10% level	-3.148049	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(REXC)
Method: Least Squares
Date: 11/24/05 Time: 06:53
Sample(adjusted): 1/17/1995 6/03/1997
Included observations: 125 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REXC(-1)	-1.570078	0.167659	-9.364710	0.0000
D(REXC(-1))	0.379757	0.109315	3.473984	0.0007
C	-0.000223	0.000312	-0.712850	0.4773
@TREND(1/03/1995)	6.61E-06	4.26E-06	1.552327	0.1232
R-squared	0.548559	Mean dependent var		6.30E-05
Adjusted R-squared	0.537366	S.D. dependent var		0.002519
S.E. of regression	0.001713	Akaike info criterion		-9.869352
Sum squared resid	0.000355	Schwarz criterion		-9.778846
Log likelihood	620.8345	F-statistic		49.01024
Durbin-Watson stat	1.964507	Prob(F-statistic)		0.000000

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.6 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลมูลค่าการลงทุนสุทธิ (Net Investment Flow) ของนักลงทุนต่างชาติในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ โดยวิธี Augmented Dickey Fuller Test

Null Hypothesis: NIFF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.266600	0.0797
Test critical values:		
1% level	-4.081666	
5% level	-3.469235	
10% level	-3.161518	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(NIFF)

Method: Least Squares

Date: 12/02/05 Time: 12:41

Sample(adjusted): 7/16/1997 12/30/1998

Included observations: 77 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NIFF(-1)	-0.377664	0.115614	-3.266600	0.0017
D(NIFF(-1))	-0.301327	0.111200	-2.709765	0.0084
C	0.041545	0.028702	1.447459	0.1520
@TREND(7/02/1997)	-0.000629	0.000579	-1.087054	0.2806
R-squared	0.336609	Mean dependent var		-0.001948
Adjusted R-squared	0.309347	S.D. dependent var		0.124594
S.E. of regression	0.103545	Akaike info criterion		-1.647072
Sum squared resid	0.782673	Schwarz criterion		-1.525316
Log likelihood	67.41227	F-statistic		12.34692
Durbin-Watson stat	2.032747	Prob(F-statistic)		0.000001

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.7 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลมูลค่าการลงทุนสุทธิ (Net Investment Flow) ของนักลงทุนสถาบันในประเทศในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ โดยวิธี Augmented Dickey Fuller Test

Null Hypothesis: NIFINS has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.683178	0.0016
Test critical values:		
1% level	-4.081666	
5% level	-3.469235	
10% level	-3.161518	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(NIFINS)
Method: Least Squares
Date: 12/02/05 Time: 12:42
Sample(adjusted): 7/16/1997 12/30/1998
Included observations: 77 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NIFINS(-1)	-0.614275	0.131166	-4.683178	0.0000
D(NIFINS(-1))	-0.020712	0.117401	-0.176421	0.8605
C	-0.092355	0.060754	-1.520157	0.1328
@TREND(7/02/1997)	0.000969	0.001265	0.765876	0.4462
R-squared	0.313452	Mean dependent var		0.000909
Adjusted R-squared	0.285238	S.D. dependent var		0.286642
S.E. of regression	0.242337	Akaike info criterion		0.053579
Sum squared resid	4.287105	Schwarz criterion		0.175335
Log likelihood	1.937194	F-statistic		11.10969
Durbin-Watson stat	1.992218	Prob(F-statistic)		0.000004

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.8 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลมูลค่าการลงทุนสุทธิ (Net Investment Flow) ของนักลงทุนรายย่อยในประเทศในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ โดยวิธี Augmented Dickey Fuller Test

Null Hypothesis: NIFIND has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.484206	0.0030
Test critical values:		
1% level	-4.081666	
5% level	-3.469235	
10% level	-3.161518	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(NIFIND)

Method: Least Squares

Date: 12/02/05 Time: 12:41

Sample(adjusted): 7/16/1997 12/30/1998

Included observations: 77 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NIFIND(-1)	-0.626355	0.139680	-4.484206	0.0000
D(NIFIND(-1))	-0.153961	0.114164	-1.348596	0.1816
C	-0.046490	0.025115	-1.851106	0.0682
@TREND(7/02/1997)	0.000772	0.000521	1.481350	0.1428
R-squared	0.385280	Mean dependent var		0.001429
Adjusted R-squared	0.360017	S.D. dependent var		0.117526
S.E. of regression	0.094020	Akaike info criterion		-1.840075
Sum squared resid	0.645298	Schwarz criterion		-1.718318
Log likelihood	74.84287	F-statistic		15.25105
Durbin-Watson stat	2.055109	Prob(F-statistic)		0.000000

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.9 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index Return) ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ โดยวิธี Augmented Dickey Fuller Test

Null Hypothesis: RSET has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.330064	0.0002
Test critical values: 1% level	-4.081666	
5% level	-3.469235	
10% level	-3.161518	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RSET)
Method: Least Squares
Date: 02/06/06 Time: 15:11
Sample(adjusted): 7/16/1997 12/30/1998
Included observations: 77 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RSET(-1)	-0.856266	0.160648	-5.330064	0.0000
D(RSET(-1))	-0.241528	0.108382	-2.228485	0.0289
C	-0.009938	0.007792	-1.275404	0.2062
@TREND(7/02/1997)	0.000176	0.000170	1.035515	0.3038
R-squared	0.607218	Mean dependent var		-0.000657
Adjusted R-squared	0.591076	S.D. dependent var		0.051685
S.E. of regression	0.033051	Akaike info criterion		-3.930970
Sum squared resid	0.079744	Schwarz criterion		-3.809214
Log likelihood	155.3423	F-statistic		37.61784
Durbin-Watson stat	2.054221	Prob(F-statistic)		0.000000

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.10 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลผลตอบแทนของอัตราแลกเปลี่ยน
(Exchange Rate Return) ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ โดยวิธี Augmented Dickey Fuller Test

Null Hypothesis: REXC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.925335	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.081666	
5% level	-3.469235	
10% level	-3.161518	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(REXC)
Method: Least Squares
Date: 02/06/06 Time: 15:15
Sample(adjusted): 7/16/1997 12/30/1998
Included observations: 77 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REXC(-1)	-0.917657	0.154870	-5.925335	0.0000
D(REXC(-1))	-0.062867	0.106543	-0.590061	0.5570
C	0.007166	0.004206	1.703710	0.0927
@TREND(7/02/1997)	-0.000149	9.09E-05	-1.636532	0.1060
R-squared	0.539402	Mean dependent var		-0.000821
Adjusted R-squared	0.520473	S.D. dependent var		0.023349
S.E. of regression	0.016169	Akaike info criterion		-5.360948
Sum squared resid	0.019084	Schwarz criterion		-5.239192
Log likelihood	210.3965	F-statistic		28.49652
Durbin-Watson stat	2.033202	Prob(F-statistic)		0.000000

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.11 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลมูลค่าการลงทุนสุทธิ (Net Investment Flow) ของนักลงทุนต่างชาติในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ โดยวิธี Augmented Dickey Fuller Test

Null Hypothesis: NIFF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.710073	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.987841	
5% level	-3.424340	
10% level	-3.135208	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(NIFF)

Method: Least Squares

Date: 12/02/05 Time: 13:14

Sample(adjusted): 1/18/1999 12/27/2004

Included observations: 311 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NIFF(-1)	-0.619654	0.063816	-9.710073	0.0000
D(NIFF(-1))	0.001064	0.057169	0.018617	0.9852
C	-0.023796	0.010735	-2.216568	0.0274
@TREND(1/04/1999)	8.30E-05	5.84E-05	1.422353	0.1559
R-squared	0.309310	Mean dependent var		0.000579
Adjusted R-squared	0.302561	S.D. dependent var		0.109681
S.E. of regression	0.091598	Akaike info criterion		-1.930037
Sum squared resid	2.575787	Schwarz criterion		-1.881937
Log likelihood	304.1208	F-statistic		45.82770
Durbin-Watson stat	1.995742	Prob(F-statistic)		0.000000

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.12 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลมูลค่าการลงทุนสุทธิ (Net Investment Flow) ของนักลงทุนสถาบันในประเทศในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ โดยวิธี Augmented Dickey Fuller Test

Null Hypothesis: NIFINS has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.804229	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.987841	
5% level	-3.424340	
10% level	-3.135208	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(NIFINS)
Method: Least Squares
Date: 12/02/05 Time: 13:16
Sample(adjusted): 1/18/1999 12/27/2004
Included observations: 311 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NIFINS(-1)	-0.462253	0.059231	-7.804229	0.0000
D(NIFINS(-1))	-0.148589	0.056273	-2.640508	0.0087
C	0.001719	0.015309	0.112315	0.9106
@TREND(1/04/1999)	4.12E-05	8.50E-05	0.485119	0.6279
R-squared	0.288774	Mean dependent var		0.000129
Adjusted R-squared	0.281824	S.D. dependent var		0.158136
S.E. of regression	0.134013	Akaike info criterion		-1.168981
Sum squared resid	5.513563	Schwarz criterion		-1.120881
Log likelihood	185.7766	F-statistic		41.54965
Durbin-Watson stat	1.985693	Prob(F-statistic)		0.000000

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.13 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลมูลค่าการลงทุนสุทธิ (Net Investment Flow) ของนักลงทุนรายย่อยในประเทศในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ โดยวิธี Augmented Dickey Fuller Test

Null Hypothesis: NIFIND has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.508732	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.987841	
5% level	-3.424340	
10% level	-3.135208	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(NIFIND)
Method: Least Squares
Date: 12/02/05 Time: 13:15
Sample(adjusted): 1/18/1999 12/27/2004
Included observations: 311 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NIFIND(-1)	-0.623800	0.065603	-9.508732	0.0000
D(NIFIND(-1))	-0.062204	0.056331	-1.104253	0.2703
C	0.015116	0.004638	3.259373	0.0012
@TREND(1/04/1999)	-5.77E-05	2.48E-05	-2.326570	0.0206
R-squared	0.336042	Mean dependent var		-0.000193
Adjusted R-squared	0.329554	S.D. dependent var		0.046503
S.E. of regression	0.038077	Akaike info criterion		-3.685627
Sum squared resid	0.445110	Schwarz criterion		-3.637527
Log likelihood	577.1150	F-statistic		51.79289
Durbin-Watson stat	1.991618	Prob(F-statistic)		0.000000

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.14 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index Return) ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ โดยวิธี Augmented Dickey Fuller Test

Null Hypothesis: RSET has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.67433	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.987841	
5% level	-3.424340	
10% level	-3.135208	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RSET)
Method: Least Squares
Date: 02/06/06 Time: 15:23
Sample(adjusted): 1/18/1999 12/27/2004
Included observations: 311 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RSET(-1)	-0.923496	0.079105	-11.67433	0.0000
D(RSET(-1))	-0.063203	0.056374	-1.121139	0.2631
C	-0.001151	0.002063	-0.558064	0.5772
@TREND(1/04/1999)	1.15E-05	1.14E-05	1.002241	0.3170
R-squared	0.500830	Mean dependent var		-0.000182
Adjusted R-squared	0.495952	S.D. dependent var		0.025433
S.E. of regression	0.018056	Akaike info criterion		-5.177869
Sum squared resid	0.100091	Schwarz criterion		-5.129769
Log likelihood	809.1587	F-statistic		102.6737
Durbin-Watson stat	1.984064	Prob(F-statistic)		0.000000

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก.15 ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลผลตอบแทนของอัตราแลกเปลี่ยน
(Exchange Rate Return) ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ โดยวิธี Augmented Dickey Fuller Test

Null Hypothesis: REXC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.79610	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.987841	
5% level	-3.424340	
10% level	-3.135208	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(REXC)
Method: Least Squares
Date: 02/06/06 Time: 15:24
Sample(adjusted): 1/18/1999 12/27/2004
Included observations: 311 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REXC(-1)	-0.961448	0.081506	-11.79610	0.0000
D(REXC(-1))	-0.071938	0.056352	-1.276593	0.2027
C	0.000846	0.000428	1.975992	0.0491
@TREND(1/04/1999)	-4.75E-06	2.37E-06	-2.008460	0.0455
R-squared	0.520509	Mean dependent var		-3.44E-06
Adjusted R-squared	0.515824	S.D. dependent var		0.005319
S.E. of regression	0.003701	Akaike info criterion		-8.347466
Sum squared resid	0.004206	Schwarz criterion		-8.299365
Log likelihood	1302.031	F-statistic		111.0876
Durbin-Watson stat	2.012027	Prob(F-statistic)		0.000000

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาคผนวก ข. ผลการทดสอบหาค่า (Lag) ที่เหมาะสม

ตารางที่ ข.1 ผลการทดสอบจำนวน Lag ที่เหมาะสม ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: NIFF NIFINS NIFIND RSET REXC

Exogenous variables: C

Date: 03/05/06 Time: 12:32

Sample: 1/03/1995 6/03/1997

Included observations: 119

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	1310.181	NA	2.05E-16	-21.93581	-21.81904*	-21.88839
1	1367.576	109.0036*	1.19E-16*	-22.48027*	-21.77965	-22.19577*
2	1386.688	34.68944	1.31E-16	-22.38130	-21.09683	-21.85972
3	1398.318	20.13257	1.65E-16	-22.15660	-20.28828	-21.39793
4	1412.291	23.01553	2.01E-16	-21.97128	-19.51911	-20.97553
5	1430.524	28.49841	2.29E-16	-21.85755	-18.82153	-20.62472
6	1444.916	21.28600	2.81E-16	-21.67927	-18.05940	-20.20935
7	1467.431	31.40744	3.04E-16	-21.63750	-17.43378	-19.93050
8	1483.208	20.68217	3.73E-16	-21.48249	-16.69492	-19.53841

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ข.2 ผลการทดสอบจำนวน Lag ที่เหมาะสม ในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: NIFF NIFINS NIFIND RSET REXC

Exogenous variables: C

Date: 03/05/06 Time: 12:33

Sample: 7/02/1997 12/30/1998

Included observations: 71

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	530.1384	NA	2.59E-13	-14.79263	-14.63329*	-14.72926
1	568.8582	70.89551	1.76E-13	-15.17910	-14.22304	-14.79891*
2	601.1013	54.49532*	1.45E-13*	-15.38313*	-13.63035	-14.68611
3	620.9070	30.68485	1.73E-13	-15.23682	-12.68732	-14.22296
4	640.7736	27.98122	2.10E-13	-15.09221	-11.74600	-13.76153
5	659.0304	23.14236	2.77E-13	-14.90226	-10.75933	-13.25475
6	685.5623	29.89508	3.04E-13	-14.94542	-10.00576	-12.98107
7	720.8776	34.81793	2.79E-13	-15.23599	-9.499617	-12.95482
8	745.3976	20.72111	3.79E-13	-15.22247	-8.689377	-12.62446

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ข.3 ผลการทดสอบจำนวน Lag ที่เหมาะสม ในช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: NIFF NIFINS NIFIND RSET REXC

Exogenous variables: C

Date: 03/05/06 Time: 12:34

Sample: 1/04/1999 12/27/2004

Included observations: 305

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	3336.242	NA	2.24E-16	-21.84421	-21.78322	-21.81981
1	3472.774	267.6933	1.08E-16*	-22.57557*	-22.20964*	-22.42920*
2	3491.619	36.33086	1.12E-16	-22.53521	-21.86433	-22.26687
3	3504.157	23.76044	1.22E-16	-22.45349	-21.47767	-22.06318
4	3522.508	34.17513	1.28E-16	-22.40989	-21.12913	-21.89761
5	3533.136	19.44338	1.40E-16	-22.31565	-20.72994	-21.68140
6	3559.959	48.19416*	1.39E-16	-22.32760	-20.43695	-21.57138
7	3574.870	26.30210	1.49E-16	-22.26144	-20.06585	-21.38325
8	3596.495	37.43547	1.52E-16	-22.23931	-19.73877	-21.23915

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาคผนวก ค. ข้อมูลมูลค่าการลงทุนสุทธิ (Net Investment Flow)

ตารางที่ ค.1 มูลค่าการลงทุนสุทธิ (Net Investment Flow) ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ
จำแนกตามประเภทนักลงทุน

โดยมูลค่าการลงทุนสุทธิสามารถคำนวณได้จากสมการ

$$NIF_{nt} = \frac{\text{Purchasing Value}_{nt} - \text{Selling Value}_{nt}}{\text{Purchasing Value}_{nt} + \text{Selling Value}_{nt}}$$

สัปดาห์ที่	นักลงทุนต่างชาติ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย
1	-0.031	0.051	0.002
2	-0.553	0.362	0.290
3	0.000	-0.019	0.004
4	-0.155	0.028	0.067
5	0.098	-0.123	-0.007
6	0.167	-0.108	-0.060
7	0.000	0.148	-0.032
8	-0.007	0.099	-0.015
9	0.028	-0.117	0.013
10	-0.172	0.106	0.079
11	-0.041	0.067	0.011
12	0.089	-0.243	0.018
13	0.158	-0.220	-0.015
14	-0.054	0.354	-0.072
15	0.025	0.153	-0.059
16	0.092	0.026	-0.075
17	0.269	-0.236	-0.130
18	0.278	0.104	-0.151
19	0.309	-0.024	-0.111
20	0.083	0.075	-0.047
21	0.223	0.128	-0.071
22	0.201	-0.013	-0.048
23	0.131	-0.043	-0.038
24	0.115	-0.263	0.002
25	0.117	0.151	-0.073
26	-0.021	-0.026	0.015
27	0.268	0.159	-0.100
28	0.142	-0.077	-0.031
29	-0.002	-0.170	0.027
30	0.060	-0.108	-0.001
31	0.072	-0.018	-0.030
32	-0.060	0.034	0.031

ตารางที่ ก.1 (ต่อ)

สัปดาห์ที่	นักลงทุนต่างชาติ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย
33	-0.030	-0.235	0.056
34	0.145	-0.190	-0.035
35	0.074	0.046	-0.044
36	-0.119	0.091	0.046
37	0.222	-0.177	-0.059
38	0.045	-0.080	0.004
39	-0.208	0.088	0.062
40	0.062	-0.064	-0.010
41	0.068	0.085	-0.057
42	-0.084	0.018	0.050
43	-0.152	0.093	0.069
44	-0.270	0.041	0.180
45	-0.190	0.008	0.137
46	-0.197	-0.076	0.131
47	0.014	0.044	-0.022
48	0.139	-0.095	-0.060
49	0.267	-0.026	-0.147
50	0.094	-0.209	-0.013
51	0.181	-0.171	-0.021
52	0.145	-0.016	-0.034
53	0.367	-0.281	-0.110
54	0.174	-0.150	-0.052
55	0.184	-0.211	-0.050
56	0.224	-0.299	-0.079
57	0.289	-0.148	-0.121
58	0.148	0.058	-0.083
59	0.147	-0.184	-0.046
60	0.069	-0.187	0.019
61	-0.067	-0.044	0.082
62	0.054	-0.202	0.003
63	-0.041	0.023	0.014
64	0.180	-0.242	-0.049
65	0.078	-0.046	-0.043
66	0.209	-0.121	-0.093
67	0.032	-0.135	0.019
68	0.096	-0.121	-0.040
69	0.019	-0.016	-0.012
70	0.126	-0.039	-0.091
71	0.122	-0.031	-0.079
72	0.121	-0.179	-0.030
73	-0.034	0.049	0.010

ตารางที่ ค.1 (ต่อ)

สัปดาห์ที่	นักลงทุนต่างชาติ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย
74	0.093	-0.255	0.012
75	0.001	0.025	-0.006
76	-0.194	0.124	0.140
77	-0.058	0.085	0.014
78	-0.044	-0.069	0.063
79	0.054	-0.159	-0.006
80	-0.134	-0.090	0.139
81	-0.176	0.251	0.073
82	-0.167	0.127	0.109
83	-0.092	-0.055	0.100
84	-0.075	0.133	0.019
85	-0.151	0.101	0.104
86	-0.043	-0.049	0.048
87	-0.040	0.019	0.020
88	-0.147	-0.082	0.112
89	-0.128	0.119	0.073
90	-0.032	-0.157	0.055
91	-0.111	0.043	0.050
92	-0.065	-0.158	0.069
93	-0.257	0.140	0.195
94	-0.090	0.012	0.086
95	-0.041	-0.038	0.051
96	-0.159	-0.026	0.114
97	0.103	-0.154	-0.035
98	0.027	-0.041	-0.006
99	-0.151	0.085	0.066
100	-0.216	-0.001	0.137
101	-0.276	0.507	0.163
102	-0.080	0.075	0.048
103	-0.169	0.040	0.136
104	-0.059	-0.043	0.048
105	-0.073	0.427	-0.176
106	0.027	-0.197	0.046
107	-0.031	-0.130	0.061
108	0.122	-0.180	-0.044
109	-0.057	-0.002	0.050
110	-0.177	0.124	0.153
111	-0.137	0.121	0.108
112	0.137	-0.217	-0.065
113	0.160	-0.390	-0.003
114	-0.002	-0.153	0.047

ตารางที่ ค.1 (ต่อ)

สัปดาห์ที่	นักลงทุนต่างชาติ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย
115	0.224	-0.419	-0.081
116	0.142	-0.228	-0.107
117	0.213	-0.343	-0.104
118	0.225	-0.134	-0.158
119	0.169	-0.251	-0.128
120	0.118	-0.118	-0.106
121	0.034	-0.250	0.016
122	-0.054	-0.004	0.074
123	-0.063	0.049	0.074
124	-0.124	0.237	0.120
125	-0.014	0.046	0.003
126	0.009	-0.102	0.013
127	0.011	-0.236	0.028
128	-0.008	0.076	-0.019
129	0.070	-0.322	-0.008
130	0.255	-0.128	-0.175

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ค.2 มูลค่าการลงทุนสุทธิ (Net Investment Flow) ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ
จำแนกตามประเภทนักลงทุน

โดยมูลค่าการลงทุนสุทธิสามารถคำนวณได้จากสมการ

$$NIF_{nt} = \frac{\text{Purchasing Value}_{nt} - \text{Selling Value}_{nt}}{\text{Purchasing Value}_{nt} + \text{Selling Value}_{nt}}$$

ลำดับที่	นักลงทุนต่างชาติ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย
1	0.218	-0.172	-0.222
2	0.164	-0.215	-0.104
3	0.226	-0.133	-0.077
4	0.153	-0.202	-0.048
5	0.203	0.053	-0.120
6	-0.170	-0.151	0.127
7	0.139	0.34	-0.319
8	-0.037	-0.136	0.075
9	-0.169	0.048	0.224
10	0.108	-0.475	-0.021
11	0.147	-0.229	-0.092
12	0.107	-0.04	-0.115
13	0.159	-0.407	-0.119
14	0.194	-0.381	-0.129
15	0.144	-0.198	-0.067
16	0.010	-0.374	0.041
17	-0.012	0.064	0.010
18	-0.131	0.455	0.086
19	-0.022	-0.08	0.023
20	-0.133	0.184	0.077
21	-0.024	0.473	-0.042
22	0.031	-0.202	0.001
23	0.080	-0.109	-0.053
24	0.385	-0.457	-0.440
25	0.330	-0.552	-0.265
26	0.164	-0.104	-0.011
27	0.407	-0.405	-0.227
28	0.169	-0.679	-0.045
29	0.251	-0.526	-0.157
30	0.207	-0.016	-0.150
31	0.401	-0.023	-0.228
32	0.163	0.092	-0.132
33	0.125	-0.217	-0.113
34	0.111	0.060	-0.087
35	0.138	-0.246	-0.061

ตารางที่ ค.2 (ต่อ)

สัปดาห์ที่	นักลงทุนต่างชาติ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย
36	0.098	-0.198	-0.079
37	0.031	0.03	-0.034
38	0.075	0.043	-0.069
39	-0.075	0.436	0.008
40	-0.038	0.291	-0.005
41	0.011	0.192	-0.039
42	0.082	-0.407	-0.014
43	-0.008	-0.084	0.018
44	-0.002	0.094	-0.008
45	-0.057	0.196	0.084
46	-0.006	-0.044	0.012
47	0.062	-0.35	-0.014
48	-0.018	-0.125	0.037
49	0.017	-0.151	0.009
50	-0.041	0.045	0.045
51	0.027	-0.345	0.022
52	-0.072	-0.092	0.099
53	0.031	-0.3	-0.015
54	-0.009	-0.034	0.024
55	0.018	-0.06	-0.006
56	-0.078	-0.416	0.116
57	-0.035	-0.215	0.062
58	-0.111	0.236	0.077
59	-0.201	-0.032	0.064
60	-0.025	-0.177	0.018
61	-0.149	0.1	0.087
62	-0.077	-0.389	0.093
63	0.151	-0.525	-0.02
64	0.088	-0.597	0.009
65	0.117	-0.263	-0.024
66	-0.033	-0.138	0.021
67	0.117	0	-0.055
68	0.026	-0.023	-0.009
69	0.003	-0.122	0.006
70	-0.027	0.056	0.004
71	0.004	0.213	-0.018
72	-0.07	0.016	0.02
73	0.11	0.161	-0.056
74	0.014	0.007	-0.005
75	-0.076	0.04	0.029
76	0.058	0.365	-0.059
77	-0.024	0.463	-0.026
78	-0.007	0.071	-0.002
79	0.011	-0.144	0.006

ตารางที่ ค.3 มูลค่าการลงทุนสุทธิ (Net Investment Flow) ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ
จำแนกตามประเภทนักลงทุน

โดยมูลค่าการลงทุนสุทธิสามารถคำนวณได้จากสมการ

$$NIF_{nt} = \frac{\text{Purchasing Value}_{nt} - \text{Selling Value}_{nt}}{\text{Purchasing Value}_{nt} + \text{Selling Value}_{nt}}$$

สัปดาห์ที่	นักลงทุนต่างชาติ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย
1	0.103	0.254	-0.063
2	-0.098	-0.145	0.061
3	-0.019	0.027	0.009
4	-0.139	-0.187	0.105
5	-0.135	0.135	0.102
6	-0.016	0.134	-0.001
7	0.001	-0.152	0.011
8	-0.015	-0.197	0.030
9	-0.031	-0.169	0.047
10	0.119	-0.210	-0.060
11	0.031	0.125	-0.029
12	-0.014	0.241	-0.023
13	-0.033	0.094	0.016
14	0.060	0.059	-0.062
15	0.152	0.213	-0.164
16	0.080	0.110	-0.049
17	0.164	-0.004	-0.066
18	0.098	-0.169	-0.041
19	-0.056	0.051	0.022
20	-0.076	-0.150	0.040
21	-0.082	-0.052	0.038
22	0.066	-0.146	-0.015
23	0.066	-0.065	-0.015
24	0.007	-0.153	0.008
25	0.021	-0.112	0.000
26	-0.007	-0.101	0.006
27	-0.067	-0.150	0.034
28	-0.003	-0.087	0.007
29	-0.043	0.039	0.014
30	-0.173	0.205	0.095

ตารางที่ ก.3 (ต่อ)

ลำดับที่	นักลงทุนต่างชาติ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย
31	-0.083	0.340	0.018
32	-0.069	0.208	0.043
33	-0.005	-0.016	0.004
34	0.099	-0.228	-0.019
35	-0.080	-0.214	0.050
36	-0.058	0.000	0.032
37	-0.091	0.121	0.023
38	-0.145	-0.167	0.113
39	-0.009	-0.038	0.008
40	0.028	-0.375	0.013
41	-0.064	0.074	0.032
42	-0.033	0.011	0.020
43	0.109	-0.074	-0.051
44	0.100	0.017	-0.039
45	0.039	-0.033	-0.013
46	-0.086	-0.029	0.051
47	-0.111	0.291	0.051
48	-0.052	0.013	0.037
49	-0.105	0.193	0.085
50	-0.065	0.120	0.024
51	0.096	0.163	-0.035
52	-0.140	0.082	0.014
53	-0.079	-0.213	0.046
54	-0.065	0.052	0.023
55	0.050	0.010	-0.023
56	-0.090	0.064	0.044
57	-0.129	-0.066	0.089
58	-0.056	-0.111	0.050
59	-0.175	-0.250	0.161
60	-0.117	0.121	0.077
61	-0.059	-0.022	0.038
62	-0.030	-0.022	0.020
63	-0.040	0.076	0.014
64	-0.063	0.139	0.018
65	-0.034	0.177	-0.001
66	-0.064	0.134	0.034
67	-0.045	0.260	-0.004
68	-0.173	0.404	0.057
69	-0.051	0.435	-0.023
70	-0.125	0.301	0.035

ตารางที่ ค.3 (ต่อ)

สัปดาห์ที่	นักลงทุนต่างชาติ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย
71	-0.231	0.313	0.141
72	-0.092	0.224	0.048
73	-0.203	0.374	0.097
74	0.048	-0.020	-0.021
75	0.043	0.134	-0.027
76	-0.116	0.020	0.074
77	-0.077	0.005	0.065
78	0.020	-0.222	0.007
79	0.004	-0.193	0.021
80	-0.026	-0.062	0.034
81	-0.121	-0.115	0.136
82	-0.080	-0.139	0.095
83	0.056	-0.322	0.000
84	0.105	-0.356	-0.024
85	0.011	-0.078	0.000
86	-0.038	0.085	0.013
87	-0.097	0.072	0.046
88	-0.090	0.031	0.054
89	-0.155	0.052	0.144
90	-0.147	-0.159	0.157
91	-0.027	0.043	0.009
92	-0.143	-0.121	0.104
93	-0.182	-0.234	0.110
94	0.135	-0.281	-0.033
95	0.048	-0.289	0.001
96	0.049	-0.117	-0.008
97	0.144	-0.293	-0.024
98	-0.067	-0.047	0.021
99	-0.117	0.009	0.036
100	-0.157	0.080	0.057
101	-0.112	0.235	0.028
102	-0.022	-0.374	0.036
103	-0.024	0.100	-0.003
104	-0.034	0.217	-0.014
105	0.006	0.062	-0.005
106	0.150	0.059	-0.047
107	0.086	-0.122	-0.017
108	0.013	0.048	-0.004
109	-0.020	-0.136	0.008
110	-0.054	-0.037	0.014

ตารางที่ ค.3 (ต่อ)

สัปดาห์ที่	นักลงทุนต่างชาติ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย
111	-0.102	-0.074	0.028
112	-0.098	0.289	0.003
113	-0.017	0.017	0.002
114	-0.048	0.073	0.007
115	-0.069	-0.013	0.024
116	-0.266	0.096	0.121
117	-0.102	0.098	0.029
118	-0.117	0.041	0.032
119	-0.098	0.182	0.022
120	0.113	0.075	-0.022
121	-0.041	-0.044	0.009
122	0.066	0.066	-0.020
123	0.035	-0.221	0.002
124	-0.018	-0.094	0.008
125	0.135	-0.191	-0.024
126	-0.148	-0.179	0.054
127	-0.084	-0.198	0.044
128	0.057	-0.058	-0.010
129	0.009	-0.040	-0.001
130	0.062	-0.099	-0.009
131	0.016	-0.109	0.002
132	-0.047	-0.075	0.022
133	-0.048	-0.106	0.014
134	-0.073	0.089	0.008
135	-0.159	0.177	0.042
136	0.058	-0.319	0.005
137	-0.042	-0.120	0.012
138	0.089	-0.018	-0.014
139	0.099	-0.074	-0.016
140	0.058	-0.177	-0.005
141	0.166	-0.160	-0.024
142	0.013	-0.011	-0.002
143	-0.066	0.109	0.026
144	-0.018	0.197	-0.009
145	-0.024	0.273	-0.008
146	-0.100	0.057	0.032
147	-0.057	0.039	0.033
148	-0.122	0.208	0.040
149	-0.154	0.388	0.063
150	-0.048	-0.120	0.030

ตารางที่ ก.3 (ต่อ)

ลำดับที่	นักลงทุนต่างชาติ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย
151	0.175	-0.068	-0.042
152	0.019	-0.076	-0.001
153	0.054	-0.017	-0.012
154	-0.323	0.222	0.104
155	-0.121	0.231	0.007
156	-0.038	0.180	-0.004
157	0.080	0.119	-0.021
158	0.070	-0.067	-0.011
159	0.074	-0.277	-0.005
160	0.130	-0.009	-0.043
161	0.064	-0.159	-0.008
162	0.059	0.003	-0.019
163	0.108	0.180	-0.031
164	-0.033	-0.063	0.013
165	0.123	-0.068	-0.035
166	0.078	-0.095	-0.013
167	0.000	-0.154	0.010
168	0.055	-0.005	-0.016
169	-0.009	0.105	-0.004
170	0.002	0.153	-0.009
171	0.121	-0.005	-0.037
172	0.164	0.013	-0.053
173	-0.075	-0.068	0.028
174	-0.039	0.146	0.008
175	0.078	0.171	-0.040
176	-0.033	0.025	0.009
177	0.129	0.110	-0.047
178	0.148	-0.119	-0.051
179	0.072	0.082	-0.026
180	0.011	0.003	-0.002
181	-0.166	0.127	0.047
182	-0.135	0.165	0.027
183	-0.057	0.327	-0.001
184	0.061	0.022	-0.015
185	-0.067	0.051	0.019
186	-0.224	0.047	0.103
187	-0.028	0.153	-0.004
188	-0.116	0.103	0.039
189	0.118	-0.061	-0.042
190	0.008	0.140	-0.012

ตารางที่ ค.3 (ต่อ)

สัปดาห์ที่	นักลงทุนต่างชาติ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย
191	-0.065	0.255	-0.003
192	-0.193	0.380	0.051
193	-0.020	0.144	-0.006
194	0.000	0.293	-0.024
195	-0.065	0.117	0.018
196	-0.112	0.220	0.021
197	-0.135	0.212	0.058
198	0.092	0.131	-0.050
199	0.008	0.020	-0.004
200	0.013	0.245	-0.028
201	-0.028	0.097	-0.001
202	-0.184	0.225	0.026
203	0.034	0.160	-0.017
204	0.025	0.060	-0.012
205	-0.001	0.107	-0.009
206	-0.082	0.151	0.025
207	-0.076	0.052	0.024
208	-0.089	0.314	-0.028
209	-0.042	-0.044	0.023
210	0.078	-0.027	-0.029
211	0.101	0.008	-0.050
212	0.160	-0.024	-0.068
213	0.014	-0.003	-0.008
214	-0.011	0.182	-0.013
215	-0.027	0.038	0.007
216	-0.092	-0.069	0.062
217	-0.068	0.129	0.021
218	-0.059	0.038	0.026
219	-0.113	0.298	0.035
220	0.002	-0.043	0.005
221	0.044	-0.168	0.003
222	-0.002	-0.064	0.010
223	-0.111	0.016	0.040
224	0.056	-0.071	-0.005
225	-0.162	-0.160	0.089
226	0.036	0.005	-0.018
227	0.009	-0.089	0.007
228	0.127	-0.206	-0.036
229	0.090	-0.191	-0.014
230	0.146	-0.236	-0.036

ตารางที่ ค.3 (ต่อ)

ลำดับที่	นักลงทุนต่างชาติ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย
231	0.121	-0.124	-0.032
232	0.115	-0.086	-0.037
233	0.124	-0.105	-0.023
234	-0.001	-0.048	0.004
235	0.048	0.129	-0.023
236	-0.038	-0.031	0.012
237	0.055	0.113	-0.024
238	-0.147	0.090	0.029
239	0.010	0.136	-0.012
240	-0.022	0.104	-0.002
241	0.062	0.076	-0.024
242	0.033	0.002	-0.009
243	-0.063	0.029	0.010
244	-0.027	0.124	-0.003
245	-0.068	0.134	0.004
246	-0.107	0.045	0.014
247	-0.047	0.056	0.004
248	-0.067	-0.004	0.015
249	0.062	-0.031	-0.018
250	-0.060	0.096	0.007
251	-0.069	-0.001	0.016
252	-0.017	0.028	0.001
253	-0.010	0.145	-0.010
254	-0.180	0.006	0.033
255	-0.272	0.028	0.051
256	0.032	0.201	-0.026
257	0.127	0.101	-0.029
258	0.030	0.041	-0.010
259	-0.027	0.117	-0.004
260	-0.094	0.076	0.004
261	-0.144	0.009	0.027
262	-0.065	0.042	0.010
263	-0.124	0.069	0.019
264	-0.015	0.109	-0.009
265	-0.104	-0.096	0.042
266	0.053	0.041	-0.018
267	0.090	-0.037	-0.015
268	-0.117	0.165	0.013
269	-0.057	-0.112	0.042
270	-0.020	0.004	0.008

ตารางที่ ค.3 (ต่อ)

สัปดาห์ที่	นักลงทุนต่างชาติ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย
271	-0.114	0.187	0.018
272	-0.006	0.040	-0.003
273	-0.042	0.146	-0.021
274	0.101	0.034	-0.051
275	0.124	-0.145	-0.021
276	-0.080	0.002	0.027
277	-0.038	0.009	0.009
278	-0.280	0.226	0.093
279	-0.230	0.389	0.107
280	-0.263	0.315	0.055
281	-0.102	0.190	0.004
282	0.212	-0.029	-0.042
283	-0.025	-0.041	0.007
284	-0.150	0.176	0.028
285	-0.088	0.237	-0.002
286	0.089	0.111	-0.041
287	0.166	-0.217	-0.025
288	0.137	-0.023	-0.033
289	-0.065	0.030	0.013
290	-0.118	-0.006	0.038
291	-0.055	-0.010	0.024
292	-0.118	0.046	0.048
293	-0.162	0.039	0.061
294	0.083	-0.016	-0.021
295	0.047	0.109	-0.027
296	0.124	-0.094	-0.015
297	0.112	0.014	-0.027
298	0.191	-0.223	-0.022
299	0.112	-0.162	-0.010
300	0.101	-0.057	-0.025
301	0.130	-0.008	-0.037
302	-0.123	-0.128	0.047
303	0.049	-0.030	-0.013
304	-0.117	-0.082	0.071
305	-0.036	0.290	-0.027
306	0.057	-0.002	-0.021
307	0.189	-0.043	-0.052
308	0.172	-0.248	-0.036
309	0.136	-0.099	-0.040
310	-0.104	-0.172	0.077
311	0.196	-0.113	-0.074
312	0.207	-0.288	-0.018
313	0.081	-0.105	0.001

ภาคผนวก ง มูลค่าการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ

ตารางที่ ง.1 มูลค่าการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ ในช่วงปี พ.ศ. 2538 -2547 จำแนกตามประเทศ (ล้านบาท)

ประเทศ	2538	2539	2540	2541	2542	2543	2544	2545	2546	2547
Japan	1,000.00	562	1,317.00	-78	197	24	676	-315	1,774.00	-337
United States of America	1,171.90	1,203.50	-19,848.00	-21,057.00	-23,547.00	-4,074.00	12,301.00	1,742.00	18,833.00	-2,678.00
Austria	42	-2	0	0	-3	151	343	-14	11	6
Belgium	-1,786.60	852.8	2,165.00	-1,020.00	3,256.00	1,959.00	-128	-2,244.00	-343	-227
Germany	409.1	197	1,082.00	1,496.00	-2,697.00	5,867.00	-253	71	137	-222
Denmark	1.7	-1.2	-60	99	-2	-2	2	0	115	6
Spain	0	-10.3	-23	23	-2	12	0	5	4	5
Finland	-98.3	5.3	0	-1	-46	5	-3	-91	10	5
France	8.5	769.9	744	470	1,129.00	345	-1,582.00	-843	-576	-242
United Kingdom	8,642.30	4,506.70	32,966.00	1,989.00	-1,734.00	2,199.00	311	764	-1,755.00	10,772.00
Greece	0	0	0	0	1	0	0	0	-60	2
Ireland	2.9	0.2	-50	-23	-12	0	0	2,683.00	-170	-37
Italy	-2.7	-45.8	47	0	2	5	-160	3	9	27
Luxembourg	553.8	202.3	-434	175	261	-134	-147	93	-671	3,020.00
Netherlands	-4,569.60	-2,675.70	-2,133.00	-802	2,054.00	-215	94	39	-16	-297
Portugal	0	0	0	0	0	0	-3	0	0	0
Sweden	-93.6	0	113	66	0	4	-90	3	28	460
Cyprus	0	0	0	0	0	0	0	11	0	0

ตารางที่ ง.1 (ต่อ)

ประเทศ	2538	2539	2540	2541	2542	2543	2544	2545	2546	2547
Czech Republic	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2
Estonia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Hungary	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0
Latvia	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	14.00
Lithuania	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	9.00	0.00	0.00	-73.00
Malta	0.00	0.00	-2.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00
Slovakia	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Poland	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-7.00
Slovenia	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Brunei Darussalam	0.00	0.00	-5.00	3.00	59.00	-70.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indonesia	-1.20	2.50	-93.00	187.00	96.00	8.00	91.00	5.00	43.00	1.00
Malaysia	-1.00	-1.10	50.00	115.00	10.00	7.00	15.00	9.00	-7.00	96.00
Philippines	-5.60	-9.90	59.00	-9.00	-658.00	-14.00	0.00	7.00	23.00	20.00
Singapore	39,933.18	26,277.70	65,912.00	29,799.00	16,941.00	14,570.00	-8,216.00	-341.00	3,564.00	-6,922.00
Cambodia	-1.20	-24.80	6.00	-10.00	0.00	0.00	2.00	0.00	1.00	37.00
Laos	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.00	0.00
Myanmar	0.00	0.00	-3.00	-3.00	0.00	0.00	1.00	26.00	8.00	2.00
Vietnam	0.00	0.00	-2.00	7.00	0.00	0.00	0.00	2.00	5.00	0.00
Hong Kong	6,497.20	-4,465.10	38,127.00	1,259.00	40,948.00	5,029.00	-3,611.00	999.00	-2,665.00	-5,393.00
Taiwan	-507.10	84.30	775.00	346.00	-412.00	76.00	104.00	128.00	2,033.00	-409.00

ตารางที่ ง.1 (ต่อ)

ประเทศ	2538	2539	2540	2541	2542	2543	2544	2545	2546	2547
Korea, South	39.30	10.20	16.00	-3.00	-7.00	-3.00	11.00	-49.00	-1.00	29.00
China	-24.70	-60.10	17.00	1.00	-11.00	-182.00	52.00	81.00	13.00	-4.00
Canada	36.20	13.60	-85.00	15.00	-119.00	162.00	79.00	17.00	50.00	14.00
Australia	1,965.60	652.90	430.00	133.00	34.00	164.00	2,301.00	40.00	160.00	405.00
Switzerland	2,600.20	1,007.40	596.00	311.00	-308.00	145.00	-996.00	43.00	3,693.00	2,369.00
Others	260.72	-615.30	619.00	783.00	159.00	9,257.00	-609.00	6,208.00	-1,025.00	-19,859.00
Total	56,073.00	28,437.00	122,303.00	14,271.00	35,589.00	35,295.00	594.00	9,086.00	23,232.00	-19,413.00

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาคผนวก จ.1 พระราชกำหนดการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน พ.ศ. 2540

บทนิยาม

มาตรา 1 พระราชกำหนดนี้เรียกว่า "พระราชกำหนดการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน พ.ศ. 2540"

มาตรา 2 พระราชกำหนดนี้ให้ใช้บังคับตั้งแต่วันถัดจากวันประกาศในราชกิจจานุเบกษาเป็นต้นไป [รก.2540/60 ก./1/24 ตุลาคม 2540]

มาตรา 2 ทวิ พระราชกำหนดนี้เป็นกฎหมายเกี่ยวกับการจำกัดสิทธิในทรัพย์สินของบุคคล ซึ่งตราขึ้นโดยอาศัยอำนาจตาม มาตรา 48 ของรัฐธรรมนูญแห่งราชอาณาจักรไทย

[มาตรา 2 ทวิ เพิ่มเติมโดยพระราชกำหนดฯ (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2541]

มาตรา 3 ในพระราชกำหนดนี้

"องค์กรการ" หมายความว่า องค์กรเพื่อการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน

"สถาบันการเงิน" หมายความว่า

(1) ธนาคารพาณิชย์ตามกฎหมายว่าด้วยการธนาคารพาณิชย์

(2) บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ หรือบริษัทเครดิตฟองซิเอร์ตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์

"กองทุน" หมายความว่า กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน ตามกฎหมายว่าด้วยธนาคารแห่งประเทศไทย

"บริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ" หมายความว่า บริษัทเงินทุนและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ถูกระงับการดำเนินกิจการตามคำสั่งของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง

ลงวันที่ 26 มิถุนายน พ.ศ. 2540 และวันที่ 5 สิงหาคมพ.ศ. 2540

ซึ่งสั่งโดยอาศัยอำนาจตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจเงินทุนธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์

"ผู้ฝากเงิน" หมายความว่า ผู้ฝากเงินทุกประเภทของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ และหมายความรวมถึง ผู้ถือตั๋วสัญญาใช้เงินที่ออกเพื่อการกู้ยืมหรือรับเงินจากประชาชน

"เจ้าหนี้" หมายความว่า เจ้าหนี้อื่นของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการที่มีใช้ผู้ฝากเงินสำหรับหนี้ที่เกิดจากการประกอบธุรกิจเงินทุนของบริษัทนั้น

"คณะกรรมการองค์กรการ" หมายความว่า คณะกรรมการองค์กรการเพื่อการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน

"กรรมการ" หมายความว่า กรรมการองค์กรการเพื่อการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน

"เลขาธิการ" หมายความว่า เลขาธิการองค์กรการเพื่อการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน

"รัฐมนตรี" หมายความว่า รัฐมนตรีผู้รักษาการตามพระราชกำหนดนี้

มาตรา 4 ให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังรักษาการตามพระราชกำหนดนี้

หมวด 1 องค์การเพื่อการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน ส่วนที่ 1 การจัดตั้งและเงินทุน

มาตรา 5 ให้จัดตั้งองค์การของรัฐขึ้นเรียกว่า "องค์การเพื่อการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน" เรียกโดยย่อว่า "ปรส." และให้เป็นนิติบุคคล

มาตรา 6 ให้องค์การตั้งสำนักงานใหญ่ในกรุงเทพมหานคร

มาตรา 7 ให้องค์การมีวัตถุประสงค์เพื่อดำเนินการกับบริษัทเงินทุนและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ ตามคำสั่งของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังลงวันที่ 26 มิถุนายน พ.ศ. 2540 และวันที่ 5 สิงหาคม พ.ศ. 2540 ซึ่งสั่งโดยอาศัยอำนาจตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจเงินทุนธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ ดังต่อไปนี้

- (1) แก้ไขฟื้นฟูฐานะของ บริษัท ที่ ถูก ระ ง บ การ ดำ เนิน กิจ การ
- (2) ช่วยเหลือผู้ฝากเงินและเจ้าหนี้ที่สุจริตของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ
- (3) ชำระบัญชีบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการในกรณีที่บริษัทดังกล่าวไม่อาจดำเนินกิจการต่อไปได้

มาตรา 8 ให้องค์การมีอำนาจกระทำการต่าง ๆ ภายในขอบวัตถุประสงค์ขององค์การ ตามมาตรา 7 อำนาจเช่นว่านี้ให้รวมถึง

(1) ถือกรรมสิทธิ์หรือมีสิทธิครอบครองหรือมีทรัพย์สินสิทธิต่าง ๆ สร้าง ซื้อ จัดหา ขาย จำหน่าย เช่า ให้เช่า เช่าซื้อ ให้เช่าซื้อ ยืม ให้ยืมรับจำนำ รับจำนอง แลกเปลี่ยน โอน รับโอน หรือดำเนินการใด ๆ เกี่ยวกับทรัพย์สินทั้งในและนอกราชอาณาจักร ตลอดจนรับเงินหรือทรัพย์สินที่มีผู้มอบให้

- (2) มีเงินฝากไว้ในสถาบันการเงินตามที่คณะกรรมการเห็นว่าจำเป็นและสมควร
- (3) ซื้อ ซื้อลด หรือรับช่วงซื้อลดตราสารแสดงสิทธิในหนี้ หรือรับโอนสิทธิเรียกร้อง
- (4) กู้หรือยืมเงินออกตัวเงินหรือตราสารแห่งหนี้
- (5) ออกพันธบัตร
- (6) ให้กู้ยืมเงินหรือลงทุนในหลักทรัพย์ของรัฐบาลหรือองค์การของรัฐ หรือรัฐวิสาหกิจ
- (7) ทำกิจการทั้งปวงที่เกี่ยวกับหรือเนื่องในการจัดการให้สำเร็จตามวัตถุประสงค์ขององค์การ

มาตรา 9 ทุนขององค์การประกอบด้วย

- (1) ทุนประเดิมที่รัฐจ่ายให้เป็นการอุดหนุน
- (2) เงินและทรัพย์สินที่มีผู้มอบให้
- (3) เงินและทรัพย์สินที่ตกเป็นขององค์การ
- (4) ดอกผลของทรัพย์สินขององค์การ

มาตรา 10 ให้กำหนดทุนประเดิมขององค์การเป็นจำนวนห้าร้อยล้านบาท และองค์การ จะได้รับเงินจำนวนนี้เป็นการอุดหนุนจากรัฐบาลในแต่ละงวดการบัญชีหากปรากฏว่าองค์การมีผลขาดทุนให้รัฐบาลช่วยเหลือทางการเงินแก่องค์การตามควรแก่กรณี

ส่วนที่ 2 คณะกรรมการองค์การและการดำเนินงาน

มาตรา 11 ให้มีคณะกรรมการคณะหนึ่งเรียกว่า "คณะกรรมการองค์การเพื่อการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน" ประกอบด้วย ประธานกรรมการคนหนึ่ง ผู้แทนธนาคารแห่งประเทศไทย ผู้แทนกระทรวงการคลัง และกรรมการผู้ทรงคุณวุฒิ จำนวนสองคน เป็นกรรมการ และเลขาธิการเป็นกรรมการและเลขานุการให้รัฐมนตรีโดยความเห็นชอบของคณะรัฐมนตรีแต่งตั้ง ประธาน กรรมการและกรรมการผู้ทรงคุณวุฒิจากผู้ทรงคุณวุฒิภาคเอกชนมิให้นำ มาตรา 5 (2) แห่งพระราชบัญญัติคุณสมบัติมาตรฐาน สำหรับกรรมการและพนักงานรัฐวิสาหกิจ พ.ศ. 2518 มาใช้บังคับกับการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและกรรมการผู้ทรงคุณวุฒิ

มาตรา 12 ผู้มีลักษณะอย่างใดอย่างหนึ่งดังต่อไปนี้ ต้องห้ามมิให้เป็นกรรมการผู้ทรงคุณวุฒิ

- (1) เป็นหรือเคยเป็นบุคคลล้มละลาย
- (2) เคยได้รับโทษจำคุกโดยคำพิพากษาถึงที่สุดให้จำคุก เว้นแต่เป็นโทษสำหรับความผิดที่ได้กระทำโดยประมาท หรือความผิดลหุโทษ
- (3) เป็นข้าราชการการเมือง ที่ปรึกษาพรรคการเมือง กรรมการบริหารพรรคการเมือง หรือเจ้าหน้าที่ในพรรคการเมือง
- (4) เป็นกรรมการหรือผู้บริหารหรือผู้มีอำนาจในการจัดการของสถาบันการเงิน
- (5) เป็นหรือเคยเป็นลูกหนี้ด้อยคุณภาพของสถาบันการเงินตามหลักเกณฑ์ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้กำหนดไว้

มาตรา 13 กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิมีวาระอยู่ในตำแหน่งคราวละสามปี ในกรณีที่มีกรรมการผู้ทรงคุณวุฒิพ้นจากตำแหน่งก่อนวาระ ให้ผู้ได้รับแต่งตั้งให้ดำรงตำแหน่งแทนอยู่ในตำแหน่งเท่ากับวาระที่เหลืออยู่ของกรรมการซึ่งได้รับแต่งตั้งไว้แล้วเมื่อครบกำหนด ตามวาระดังกล่าวในวาระหนึ่ง หากยังมีได้มีการแต่งตั้งกรรมการผู้ทรงคุณวุฒิขึ้นใหม่ ให้กรรมการซึ่งพ้นจากตำแหน่งตามวาระนั้น อยู่ในตำแหน่ง เพื่อดำเนินงานต่อไปจนกว่ากรรมการซึ่งได้รับแต่งตั้งใหม่เข้ารับหน้าที่กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิซึ่งพ้นจากตำแหน่ง ตามวาระอาจได้รับแต่งตั้งอีกได้ แต่ไม่เกินสองวาระติดต่อกัน

มาตรา 14 นอกจากการพ้นจากตำแหน่งตามวาระตาม มาตรา 13 กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิพ้นจากตำแหน่งเมื่อ

- (1) ตาย
- (2) ลาออก
- (3) รัฐมนตรีให้ออกเพราะบกพร่อง หรือไม่สุจริตต่อหน้าที่ หรือหย่อนความสามารถ
- (4) เป็นบุคคลล้มละลาย
- (5) เป็นคนไร้ความสามารถหรือคนเสมือนไร้ความสามารถ
- (6) ได้รับโทษจำคุกโดยคำพิพากษาถึงที่สุดให้จำคุก เว้นแต่เป็นโทษสำหรับความผิดที่ได้กระทำโดยประมาท หรือความผิดลหุโทษ

มาตรา 15 การประชุมคณะกรรมการองค์การต้องมีกรรมการมาประชุมไม่น้อยกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมด จึงจะเป็นองค์ประชุมถ้าประธานกรรมการไม่อยู่ในที่ประชุมให้กรรมการที่มาประชุมเลือกกรรมการคนหนึ่งเป็นประธานในที่ประชุม

การวินิจฉัยชี้ขาดของที่ประชุมให้ถือเสียงข้างมาก กรรมการคนหนึ่งให้มีเสียงหนึ่งในการลงคะแนน ถ้าคะแนนเสียงเท่ากัน ให้ประธานในที่ประชุมออกเสียงเพิ่มขึ้นอีกเสียงหนึ่งเป็นเสียงชี้ขาด

กรรมการผู้ใดมีส่วนได้เสียเป็นการส่วนตัวในเรื่องใด ห้ามมิให้เข้าร่วมพิจารณาและออกเสียงลงคะแนนในเรื่องนั้น

มาตรา 16 คณะกรรมการองค์การมีอำนาจหน้าที่วางนโยบายและควบคุมดูแลโดยทั่วไปซึ่งกิจการขององค์การภายในขอบวัตถุประสงค์ตาม **มาตรา 7** อำนาจหน้าที่เช่นว่านี้ให้รวมถึง

(1) กำหนดหลักเกณฑ์การเสนอและการพิจารณาแผนแก้ไขฟื้นฟูฐานะของบริษัทที่ถูกกระับการดำเนินกิจการ

(2) กำหนดหลักเกณฑ์การให้ความช่วยเหลือผู้ฝากเงินและเจ้าหนี้ที่สุจริตของบริษัทที่ถูกกระับการดำเนินกิจการ

(3) กำหนดวิธีการชำระบัญชีและขายทรัพย์สินของบริษัทที่ถูกกระับการดำเนินกิจการที่ไม่อาจดำเนินกิจการต่อไปได้

(4) กำหนดข้อบังคับเกี่ยวกับการบริหารงานบุคคล เงินตอบแทน และค่าใช้จ่าย

(5) กำหนดข้อบังคับเกี่ยวกับการจัดซื้อจัดจ้าง การเงิน ทรัพย์สิน และการบัญชี รวมทั้งการตรวจสอบและสอบบัญชีภายใน

(6) กำหนดข้อบังคับเกี่ยวกับการบริหารงานและการดำเนินกิจการ

(7) ปฏิบัติการอื่นใดเพื่อให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของพระราชกำหนดนี้ ให้คณะกรรมการองค์การประกาศหลัก เกณฑ์ตาม (1) และ (2) โดยเปิดเผย

มาตรา 17 ให้รัฐมนตรีแต่งตั้งและถอดถอนเลขาธิการโดยความเห็นชอบของคณะรัฐมนตรี เลขาธิการต้องสามารถ ปฏิบัติงานเต็มเวลาให้แก่องค์การ และไม่มีลักษณะต้องห้ามตาม **มาตรา 12** มิให้นำ **มาตรา 9 (2)** แห่งพระราชบัญญัติคุณสมบัติมาตรฐานสำหรับกรรมการและพนักงานรัฐวิสาหกิจ พ.ศ. 2518 มาใช้บังคับกับการดำรงตำแหน่งเลขาธิการ

มาตรา 18 เลขาธิการมีอำนาจหน้าที่ดำเนินกิจการขององค์การให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์และอำนาจหน้าที่ขององค์การ และตามนโยบายหรือข้อบังคับที่คณะกรรมการองค์การกำหนดในกิจการขององค์การที่เกี่ยวกับบุคคลภายนอก ให้เลขาธิการเป็น ผู้แทนขององค์การ และเพื่อการนี้เลขาธิการจะมอบอำนาจให้ตัวแทนหรือบุคคลใดกระทำการเฉพาะอย่างแทนก็ได้ แต่ต้องเป็นไปตามข้อบังคับที่คณะกรรมการองค์การกำหนด

มาตรา 19 ให้กรรมการได้รับประโยชน์ตอบแทนตามที่รัฐมนตรีกำหนด **มาตรา 20** เงินขององค์การให้นำมาใช้จ่ายได้เฉพาะเพื่อดำเนินการให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์

ขององค์การ และเป็นค่าใช้จ่ายในการบริหารงานขององค์การตามที่คณะกรรมการองค์การกำหนด รวมทั้งค่าตอบแทนต่าง ๆ ตามหมวดนี้

หมวด 2 การแก้ไขฟื้นฟูฐานะของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ

มาตรา 21 ให้องค์การมีหน้าที่ดำเนินการแก้ไขฟื้นฟูฐานะของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการตามบทบัญญัติในหมวดนี้

มาตรา 22 ให้บริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการเสนอแผนเพื่อแก้ไขฟื้นฟูฐานะต่อคณะกรรมการองค์การเพื่อขอความเห็นชอบ

มาตรา 23 เพื่อประโยชน์ในการแก้ไขฟื้นฟูฐานะของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ การอนุญาต หรือการผ่อนผัน ตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ ในเรื่องดังต่อไปนี้แล้วแต่กรณี ให้เป็นอำนาจหน้าที่ของคณะกรรมการองค์การ

(1) การถือหุ้นสถาบันการเงินเกินอัตราที่กฎหมายกำหนด

(2) จำนวนหุ้นที่บุคคลผู้มีสัญชาติไทยถืออยู่ต่ำกว่าสามในสี่ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของสถาบันการเงิน และจำนวนกรรมการเป็นบุคคลผู้มีสัญชาติไทยต่ำกว่าสามในสี่ของจำนวนกรรมการทั้งหมด

(3) การซื้อหรือมีหุ้นในบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดเกินอัตราที่กฎหมายกำหนด

(4) การซื้อหรือมีหุ้นในสถาบันการเงินอื่น

(5) การแต่งตั้งกรรมการ ผู้จัดการ หรือพนักงาน หรือบุคคลผู้มีอำนาจในการจัดการ หรือทำสัญญาให้บุคคลอื่น มีอำนาจเด็ดขาดในการบริหารงานของสถาบันการเงิน

มาตรา 24 ให้คณะกรรมการองค์การพิจารณาแผนแก้ไขฟื้นฟูฐานะของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ และให้ความเห็นชอบหรือไม่เห็นชอบโดยไม่ชักช้า ในการพิจารณา เพื่อให้ความเห็นชอบแผนเพื่อการแก้ไขฟื้นฟูฐานะของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ ให้คณะกรรมการ องค์การพิจารณาด้วยว่าบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการจะดำรงเงินกองทุนเป็นอัตราส่วนกับสินทรัพย์ หนี้สินหรือภาระผูกพัน เพียงพอที่จะดำเนินการตามหลักเกณฑ์ที่คณะกรรมการองค์การประกาศกำหนด และได้แสดงว่ามีความสามารถและความผูกพัน ที่จะดำรงอัตราส่วนเงินกองทุนดังกล่าวภายในช่วงเวลาสามปี

ในการให้ความเห็นชอบแผนตามวรรคหนึ่ง คณะกรรมการองค์การจะกำหนดระยะเวลาและเงื่อนไขใด ๆ ให้บริษัทนั้นต้อง ปฏิบัติด้วยก็ได้

มาตรา 25 เพื่อประโยชน์แก่การแก้ไขฟื้นฟูฐานะของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ คณะกรรมการองค์การมีอำนาจ สั่งให้บริษัทนั้นลดทุน เพิ่มทุนจัดสรรหุ้นเพิ่มทุน ปรับปรุงแก้ไขการบริหารงาน ถอดถอนและตั้งกรรมการผู้บริหารหรือผู้มีอำนาจในการจัดการของบริษัท หรือสั่งให้ดำเนินการควบกิจการหรือโอนหรือรับโอนกิจการทั้งหมดหรือบางส่วนกับ

สถาบันการเงินอื่น หรือสั่งให้โอนสิทธิตามสัญญาและหลักประกัน หรือโอนทรัพย์สิน หรือสั่งการใด ๆ ที่เกี่ยวข้องในการแก้ไขฟื้นฟูฐานะ โดยจะกำหนดระยะเวลา ดำเนินการและกำหนดเงื่อนไขใดด้วยก็ได้ ทั้งนี้ ให้ถือว่าคำสั่งของคณะกรรมการองค์การดังกล่าวเป็นมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น ในกรณีที่บริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการต้องดำเนินการตามคำสั่งของคณะกรรมการองค์การตามวรรคหนึ่ง ให้บริษัทนั้นและสถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องได้รับยกเว้นการใช้บังคับบทบัญญัติดังต่อไปนี้ในระหว่างเวลาตั้งแต่คณะกรรมการ องค์การให้ความเห็นชอบแผนแก้ไขฟื้นฟูฐานะของบริษัทจนถึงวันถึงที่สุดแห่งการชำระบัญชีองค์การตาม **มาตรา 43**

(1) บทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 และพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ พ.ศ. 2522 เกี่ยวกับการบังคับให้สถาบันการเงินเป็นบริษัทมหาชนจำกัดและการ กำหนดจำนวนขั้นต่ำของทุนจดทะเบียนและทุนซึ่งชำระแล้ว แล้วแต่กรณี

(2) **มาตรา 237 มาตรา 1117 มาตรา 1220 มาตรา 1222 มาตรา 1224 มาตรา 1225 มาตรา 1226 มาตรา 1240** แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

(3) **มาตรา 50 มาตรา 52 มาตรา 102** ประกอบกับ **มาตรา 33 วรรคสอง มาตรา 137 มาตรา 139 มาตรา 140 มาตรา 141 มาตรา 147 และ มาตรา 148** แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535

(4) **มาตรา 85** แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ทั้งนี้ เฉพาะที่เกี่ยวกับการปฏิบัติตาม มติที่ประชุมผู้ถือหุ้น และการระมัดระวังรักษาผลประโยชน์ของบริษัท

(5) **มาตรา 94 (2) มาตรา 113 มาตรา 114 และ มาตรา 115** แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ทั้งนี้ เฉพาะที่เกี่ยวกับการโอนทรัพย์สิน หรือการกระทำใดเกี่ยวกับทรัพย์สิน เนื่องในการควบกิจการหรือการโอนกิจการ ในกรณีที่จะต้องใช้สิทธิทางศาลต่อบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ สถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องตามวรรคสอง ไม่ให้นำระยะเวลาที่บริษัทหรือสถาบันการเงินดังกล่าวได้รับยกเว้นการใช้บังคับบทบัญญัติ ของกฎหมายตามวรรคสองเข้าในอายุความใช้สิทธิเรียกร้อง

มาตรา 26 ห้ามมิให้บุคคลใดฟ้องบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการและสถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องเป็นคดีล้มละลาย ในระหว่างดำเนินการตามแผนเพื่อการแก้ไขฟื้นฟูที่ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการองค์การ

มาตรา 27 การโอนสิทธิเรียกร้องทั้งหมดหรือบางส่วนของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการไปยัง สถาบันการเงินอื่น ให้กระทำได้โดยไม่ต้องบอกกล่าวการโอนไปยังลูกหนี้ตาม **มาตรา 306** แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ แต่ไม่กระทบกระเทือนสิทธิของลูกหนี้ที่จะยกข้อต่อสู้ตาม **มาตรา 308 วรรคสอง** แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

มาตรา 28 ให้คณะกรรมการองค์การมีอำนาจสั่งให้กรรมการ พนักงาน หรือลูกจ้างของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ ผู้สอบบัญชีของบริษัทและผู้รวบรวมหรือประมวลผลของบริษัทดังกล่าวด้วยเครื่องคอมพิวเตอร์หรือด้วยเครื่องมืออื่นใด มาให้ถ้อยคำ หรือส่งสำเนาหรือ

แสดงสมุดบัญชี เอกสาร ดวงตราหรือหลักฐานอันเกี่ยวกับกิจการ สินทรัพย์ และหนี้สินของ บริษัทนั้น

มาตรา 29 ในกรณีที่คณะกรรมการองค์การเห็นว่า บริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ ซึ่งองค์การเข้าแก้ไขฟื้นฟูฐานะ ได้ดำเนินการตามแผนเพื่อแก้ไขฟื้นฟูฐานะจนสามารถจะดำเนิน กิจการของตนเองต่อไปได้ หรือควบกิจการ หรือโอนกิจการกับสถาบัน การเงินอื่นตามแผนเพื่อ แก้ไขฟื้นฟูฐานะ ให้คณะกรรมการองค์การรายงานรัฐมนตรีทราบ

ในกรณีที่คณะกรรมการองค์การเห็นว่า บริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการสามารถจะ ดำเนินกิจการของตนเองต่อไปได้ ถ้ารัฐมนตรีโดยคำแนะนำของธนาคารแห่งประเทศไทยเห็นว่า ควรอนุญาตให้บริษัทดังกล่าวดำเนินกิจการต่อไปได้ให้มีคำสั่งอนุญาต ให้บริษัทนั้นดำเนิน กิจการได้ เมื่อบริษัทตามวรรคหนึ่งเปิดดำเนินกิจการตามปกติแล้ว หรือควบกิจการ หรือโอน กิจการกับสถาบันการเงินอื่นแล้ว อำนาจหน้าที่ของ องค์การเป็นอันสิ้นสุดลง

มาตรา 30 ในกรณีที่คณะกรรมการองค์การเห็นว่า บริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ ใดไม่อาจแก้ไขหรือฟื้นฟูฐานะ หรือการดำเนินงานได้ ให้รายงานรัฐมนตรีทราบ และให้ คณะกรรมการองค์การมีอำนาจแต่งตั้งคณะกรรมการประกอบด้วยประธาน กรรมการและ กรรมการอื่นอีกไม่น้อยกว่าสองคน มีอำนาจเข้าดำเนินการแทนบริษัทนั้นได้ทุกประการและทำ การชำระบัญชีบริษัท กับให้ประธานกรรมการเป็นผู้แทนของบริษัทนั้น โดยให้ถือว่าเป็นมติที่ ประชุมผู้ถือหุ้น

เมื่อมีการแต่งตั้งคณะกรรมการตามวรรคหนึ่ง ให้เลขาธิการแจ้งเป็นหนังสือให้บริษัทนั้น ทราบและให้กรรมการของบริษัทนั้น พ้นจากตำแหน่งทั้งคณะ โดยให้ถือว่าเป็นมติที่ประชุมผู้ถือ หุ้น และให้ปิดประกาศการแต่งตั้งคณะกรรมการไว้ในที่เปิดเผย ณ สำนักงานของบริษัทนั้น กับ ทั้งให้ประกาศในราชกิจจานุเบกษาและในหนังสือพิมพ์รายวันอย่างน้อยหนึ่งฉบับ

ประธานกรรมการอาจมอบหมายให้กรรมการคนหนึ่งหรือหลายคนหรือบุคคลอื่นใด ปฏิบัติการอย่างใดอย่างหนึ่งแทนบริษัทนั้น หรือคณะกรรมการใดในการดำเนินงานของ คณะกรรมการตามวรรคหนึ่ง การใดที่บัพัญญัติแห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่า ด้วย บริษัทจำกัด หรือกฎหมายว่าด้วยบริษัทมหาชนจำกัด กำหนดอำนาจและหน้าที่ให้เป็นของที่ ประชุมใหญ่ ให้เป็นอำนาจและ หน้าที่ของรัฐมนตรี

การขายทรัพย์สินเพื่อชำระบัญชีของบริษัทนั้นให้เปิดประมูลโดยเปิดเผย หรือแข่งขัน ราคาตามวิธีการที่คณะกรรมการกำหนด และให้องค์การได้รับค่าธรรมเนียมในอัตราร้อยละหนึ่ง ของราคาที่ได้ขายได้

การชำระบัญชีของบริษัท ให้คณะกรรมการมีอำนาจแต่งตั้งผู้ชำระบัญชี และการใดที่ เป็นอำนาจและหน้าที่ของที่ประชุมใหญ่ ให้เป็นอำนาจและหน้าที่ของรัฐมนตรี

มาตรา 30 ทวิ ในการขายทรัพย์สินเพื่อชำระบัญชีบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ ตาม มาตรา 30 ให้องค์การ ดำเนินการประกาศรายการพร้อมด้วยรายละเอียดตามสมควรของ ทรัพย์สินที่จะขาย วัน เวลา และสถานที่ที่จะขายทรัพย์สินนั้น ล่วงหน้าก่อนกำหนดวันขายไม่

น้อยกว่าสิบห้าวัน โดยปิดประกาศรายการและรายละเอียดไว้ในที่เปิดเผย ณ สำนักงานของ
องค์การ โฆษณาในระบบเครือข่ายคอมพิวเตอร์ และโฆษณาในหนังสือพิมพ์รายวันอย่างน้อย
หนึ่งฉบับเป็นระยะเวลาไม่น้อยกว่าสามวัน

การประกาศตามวรรคหนึ่ง ให้ถือเป็นการบอกกล่าวการโอนทรัพย์สินแก่ลูกหนี้
บุคคลภายนอกที่ได้ให้ประกันหนี้เดิม และบุคคลซึ่งมีส่วนได้เสียในทรัพย์สินที่จะขาย ในกรณีที่
บุคคลดังกล่าวมีข้อต่อสู้เกี่ยวกับทรัพย์สินที่จะขายนั้น ให้ยื่นคำคำนโดย ชี้แจงเหตุผลและ
หลักฐานที่เกี่ยวข้องต่อคณะกรรมการตาม **มาตรา 30** ก่อนกำหนดวันขายทรัพย์สินไม่น้อยกว่า
สามวันทำการ หากพ้นกำหนดระยะเวลาดังกล่าวแล้ว มิได้ยื่นคำคัดค้านการขายทรัพย์สินนั้น
ให้ถือว่าลูกหนี้บุคคลภายนอกที่ได้ให้ประกันหนี้เดิม และบุคคลซึ่งมีส่วนได้เสียในทรัพย์สินที่จะ
ขายได้ให้ความยินยอมกับการ โอนทรัพย์สินที่จะขายนั้นแล้ว

เมื่อคณะกรรมการตาม **มาตรา 30** ได้รับคำคัดค้านตามวรรคสองแล้ว ให้จัดทำ
ความเห็นพร้อมด้วยเหตุผลเสนอ ให้คณะกรรมการองค์การพิจารณาวินิจฉัยถ้าคณะกรรมการ
องค์การเห็นว่าคำคัดค้านมีเหตุ อันสมควรก็ให้ยุติการขายทรัพย์สินนั้นไว้ก่อนจนกว่าจะมีการ
พิสูจน์สิทธิในทรัพย์สินนั้นเสร็จสิ้น

ถ้าเห็นว่าไม่มีเหตุอันสมควรก็ให้ยกคำคัดค้านพร้อมทั้งแจ้งให้ผู้คัดค้านทราบและ
ดำเนินการขายทรัพย์สินนั้นต่อไปแต่ทั้งนี้ไม่ตัดสิทธิผู้เสียหายเพราะการนั้นที่จะใช้สิทธิเรียกร้อง
ตาม **มาตรา 30** จัตวา [**มาตรา 30** ทวิ เพิ่มเติมโดยพระราชกำหนดฯ (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2541]

มาตรา 30ตรี ในกรณีที่มีการโอนทรัพย์สินที่ได้ตามวิธีการที่กำหนดไว้ใน **มาตรา 30**
ทวิแล้ว

(1) สิทธิของผู้ซื้อทรัพย์สินโดยทุจริตไม่เสียไป ถึงแม้ภายหลังจะพิสูจน์ได้ว่าทรัพย์สิน
นั้นมีชื่อของ บริษัทที่ถูกระงับการดำเนินการตาม **มาตรา 30**

(2) ห้ามมิให้ลูกหนี้หรือบุคคลใดขอหักกลบบทหนี้ที่มีอยู่กับบริษัทที่ถูกระงับการดำเนิน
กิจการกับทรัพย์สินที่ขายนั้น

(3) ผู้ซื้อทรัพย์สินมีสิทธิเรียกดอกเบี้ยตามวิธีการและตามอัตราในสัญญาเดิม
[**มาตรา 30** ตรี เพิ่มเติมโดยพระราชกำหนดฯ (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2541]

มาตรา 30จัตวา การเพิกถอนการโอนทรัพย์สินที่ได้ขายตามวิธีการที่กำหนดไว้ใน
มาตรา 30ทวิ จะกระทำมิได้ ผู้เสียหายจากการขายทรัพย์สินซึ่งคณะกรรมการองค์การได้ยกคำ
คัดค้านตาม **มาตรา 30**ทวิ วรรคสาม มีสิทธิเรียกร้องให้ชดใช้ ค่าเสียหายจากรายได้ทั้งปวงที่ได้
จากการขายทรัพย์สินของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินการนั้นได้

การเรียกร้องให้ชดใช้ค่าเสียหายตามวรรคสอง ให้ผู้เสียหายยื่นคำขอต่อองค์การภายใน
กำหนดระยะเวลาสองเดือนนับแต่วันที่ได้มีการขายทรัพย์สินนั้นหากพ้นกำหนดระยะเวลา
ดังกล่าวแล้วมิได้ยื่นคำขอให้ชดใช้ค่าเสียหาย ให้ถือว่าผู้นั้นสละสิทธิเรียกร้องให้ชดใช้ค่าเสียหาย

หลักเกณฑ์และวิธีการยื่นคำขอและการพิจารณาคำขอตามวรรคสาม ให้เป็นไปตามที่
คณะกรรมการองค์การกำหนด ในกรณีที่ผู้ยื่นคำขอไม่เห็นด้วยกับผลการพิจารณาคำขอ ให้มี

สิทธิเสนอคดีต่อศาลได้ภายในกำหนดระยะเวลาสามเดือนนับแต่ วันที่ได้รับแจ้งผลการพิจารณา [มาตรา 30 จัตวา เพิ่มเติมโดยพระราชกำหนดฯ (ฉบับที่ 2)พ.ศ. 2541]

มาตรา 31 เมื่อองค์การประสงค์จะขอทราบกิจการของสถาบันการเงิน เพื่อปฏิบัติตามพระราชกำหนดนี้ ให้ธนาคาร แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปิดเผยกิจการของสถาบัน การเงินดังกล่าวให้แก่องค์การได้ และมีให้นำ **มาตรา 46** สัตต แห่งพระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 และ **มาตรา 77** แห่งพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุนธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ พ.ศ. 2522 แล้วแต่ กรณีมาใช้บังคับ

มาตรา 32 ในการดำเนินการเพื่อแก้ไขฟื้นฟูฐานะของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการใด องค์การจะขอให้ กองทุนเข้าถือหุ้นของบริษัทนั้นได้เฉพาะเพื่อเป็นการรักษาเสถียรภาพของระบบการชำระเงิน และบริษัทนั้นได้ตัดส่วนสูญเสีย ของกิจการออกจากบัญชี โดยการลดทุนแล้ว และไม่สามารถจำหน่ายหุ้นได้ภายในเวลาอันควร

เพื่อประโยชน์ในการแก้ไขฟื้นฟูฐานะ องค์การจะขอให้กองทุนเข้าถือหุ้นของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ ได้เฉพาะในกรณีต่อไปนี้

(1) บริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการได้รับรู้ผลขาดทุนและได้ปฏิบัติเกี่ยวกับการกันสำรองตามที่องค์การกำหนด

(2) ส่วนได้เสียของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ ณ วันที่องค์การเข้าดำเนินการเพื่อแก้ไขฟื้นฟูฐานะได้ลดลงจนถึงจุดต่ำสุดเท่าที่จะทำได้ตามกฎหมาย

(3) กรณีที่ผู้ถือหุ้นเข้าซื้อหุ้นของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการผู้ถือหุ้นไม่ว่าลำพังหรือร่วมกันจะถือหุ้นเกิน กว่าจำนวนที่องค์การกำหนดว่าสามารถรองรับการจัดการบริษัทไม่ได้

(4) กองทุนจะเข้าถือหุ้นได้เพียงไม่เกินกว่าการเข้าถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายอื่น

มาตรา 33 ในกรณีที่กองทุนจะต้องเข้าไปช่วยเหลือทางการเงินในบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการตามที่คณะกรรมการร้องขอและได้รับความเสียหาย ให้รัฐบาลช่วยเหลือทางการเงินแก่กองทุนตามควรแก่กรณี

หมวด 3 การสอบและตรวจบัญชี

มาตรา 34 ให้องค์การวางและรักษาไว้ซึ่งระบบบัญชีอันถูกต้องและจัดให้มีระบบการควบคุมและตรวจสอบภายใน

มาตรา 35 ให้องค์การจัดทำงบดุลและบัญชีกำไรขาดทุนทุกงวดหกเดือน

มาตรา 36 ให้รัฐมนตรีมีอำนาจแต่งตั้งสำนักงานตรวจเงินแผ่นดินหรือบุคคลอื่นตามแต่จะเห็นสมควรเป็นผู้สอบบัญชี ขององค์การ ทำการตรวจสอบบัญชีรวมทั้งการเงินทุกประเภททุกหกเดือน

มาตรา 37 ให้องค์การรายงานกิจการ งบดุล บัญชีกำไรและขาดทุน ซึ่งผู้สอบบัญชีตาม **มาตรา 36** ได้รับรองแล้วต่อ รัฐมนตรีภายในสามเดือน นับแต่วันสิ้นงวดการบัญชีเพื่อรายงาน ให้คณะรัฐมนตรีทราบ และให้รัฐมนตรีประกาศรายงานงบดุลและ บัญชีดังกล่าวโดยเปิดเผย

มาตรา 38 ในกรณีที่องค์การขอให้กระทรวงการคลังค้ำประกันเงินกู้ที่องค์การกู้ยืมเงิน จากแหล่งให้กู้ยืมในหรือนอกราชอาณาจักร ให้กระทรวงการคลังมีอำนาจค้ำประกันเงินกู้นั้นได้ แต่จำนวนเงินกู้ที่จะค้ำประกันเมื่อรวมกับต้นเงินกู้ที่การค้ำประกันของกระทรวงการคลังยังค้าง อยู่ต้องไม่เกินสิบสองเท่าของเงินกองทุน ขององค์การเมื่อคำนวณเป็นเงินตราไทย ทั้งนี้ ไม่ว่าจะ เป็นการค้ำประกันตามอำนาจที่มีอยู่ในกฎหมายใดการคำนวณเงินตราต่างประเทศเป็นเงินตรา ไทยเพื่อทราบยอดรวมของเงินกู้ตามวรรคหนึ่ง ให้ใช้อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราตามอัตราอ้างอิง ประจำวันที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดไว้ในวันทำสัญญา

หมวด 4 บทกำหนดโทษ

มาตรา 39 ผู้ใดล่วงรู้กิจการของสถาบันการเงินใดเนื่องจากการปฏิบัติตามอำนาจและ หน้าที่ที่กำหนดในพระราชกำหนดนี้ อันเป็นกิจการที่ตามปกติพึงสงวนไว้ไม่เปิดเผย แล้วนำไป เปิดเผยแก่บุคคลอื่นต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินหนึ่งปีหรือปรับไม่เกินหนึ่งล้านบาท หรือทั้งจำ ทั้งปรับความในวรรคหนึ่ง มิให้นำมาใช้บังคับแก่การเปิดเผยในกรณี ดังต่อไปนี้

- (1) การเปิดเผยตามหน้าที่
- (2) การเปิดเผยเพื่อประโยชน์แก่การสอบสวนหรือการพิจารณาคดี
- (3) การเปิดเผยเพื่อประโยชน์แก่การแก้ไขฟื้นฟูฐานะของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนิน กิจการ
- (4) การเปิดเผยเมื่อได้รับความเห็นชอบจากสถาบันการเงินนั้นเป็นลายลักษณ์อักษร

มาตรา 40 บุคคลใดไม่ปฏิบัติตามคำสั่งของคณะกรรมการองค์การตาม **มาตรา 28** ต้องระวางโทษปรับไม่เกินหนึ่งแสนบาท และปรับอีกไม่เกินวันละสามพันบาทตลอดเวลาที่ยังฝ่าฝืนอยู่ หรือจนกว่าจะปฏิบัติได้ถูกต้อง

หมวด 5 การยุบเลิกองค์การ

มาตรา 41 เมื่อองค์การได้ดำเนินการแก้ไขฟื้นฟูฐานะของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนิน กิจการตามอำนาจหน้าที่เสร็จ สิ้นแล้ว ให้คณะกรรมการองค์การรายงานรัฐมนตรี เพื่อนำเสนอ คณะรัฐมนตรีมีมติยุบเลิกองค์การต่อไป

มาตรา 42 เมื่อคณะรัฐมนตรีมีมติให้ยุบเลิกองค์การแล้ว ให้ดำเนินการชำระบัญชีโดย ให้รัฐมนตรีแต่งตั้งบุคคลขึ้นคณะ หนึ่งเป็นคณะกรรมการผู้ชำระบัญชีขององค์การ การชำระ บัญชีขององค์การให้นำบทบัญญัติแห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยการชำระบัญชี บริษัทจำกัดมาใช้บังคับโดยอนุโลม

มาตรา 43 เมื่อคณะกรรมการผู้ชำระบัญชีได้ดำเนินการชำระบัญชีเสร็จสิ้นแล้ว ให้คณะกรรมการผู้ชำระบัญชีรายงานการชำระบัญชีต่อรัฐมนตรีเพื่ออนุมัติและเสนอคณะรัฐมนตรีเพื่อทราบ แล้วประกาศในราชกิจจานุเบกษาต่อไปและให้ถือวันที่ประกาศในราชกิจจานุเบกษาเป็นวันถึงที่สุดแห่งการชำระบัญชีและวันยุบเลิก องค์การบรรดาทรัพย์สินขององค์การที่ยังคงเหลืออยู่ให้จัดโอนให้แก่กระทรวงการคลังภายหลังจากวันถึงที่สุดแห่งการชำระบัญชี ให้คณะกรรมการผู้ชำระบัญชีมอบสมุดบัญชีและเอกสารทั้งหมดขององค์การให้แก่กระทรวงการคลังภายในสิบสี่วันนับแต่วันถึงที่สุดแห่งการชำระบัญชีและให้กระทรวงการคลังรักษาไว้สิบปีนับแต่วันดังกล่าวสมุดบัญชี และเอกสารตามวรรคสามให้เปิดเผยแก่ผู้มีส่วนได้เสียตรวจดูได้โดยไม่ต้องเรียกค่าธรรมเนียม

บทเฉพาะกาล

มาตรา 44 บรรดาหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่รัฐมนตรี ธนาคารแห่งประเทศไทยหรือคณะกรรมการกำกับการควบหรือ โอนกิจการของสถาบันการเงินซึ่งแต่งตั้งตามคำสั่งของกระทรวง การคลังกำหนดไว้สำหรับบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการยังคง ใช้ได้ต่อไปจนกว่าจะมีการเปลี่ยนแปลง

บรรดาแผนเพื่อแก้ไขฟื้นฟูฐานะของบริษัทที่ถูกระงับการดำเนินกิจการยื่นต่อคณะกรรมการกำกับการควบหรือโอนกิจการของ สถาบันการเงิน ให้ถือเป็นแผนเพื่อแก้ไขฟื้นฟูฐานะตาม **มาตรา 22**

ผู้รับสนองพระบรมราชโองการ พลเอก ชวลิต ยงใจยุทธ

หมายเหตุ : เหตุผลในการประกาศใช้พระราชกำหนดฉบับนี้ คือ โดยที่มีความจำเป็นจะต้องแก้ไขปัญหาระบบสถาบันการเงิน และฟื้นฟูฐานะการดำเนินการของสถาบันการเงินบางแห่งที่ประสบปัญหา ไม่สามารถดำเนินกิจการไปได้ตามปกติ และคุ้มครองผู้ฝาก เงินและเจ้าหน้าที่ของสถาบันการเงินเพื่อเรียกความเชื่อมั่นในระบบสถาบันการเงินกลับคืนมา สมควรกำหนดมาตรการในลักษณะของการ แก้ไขปัญหาสถาบันการเงินอย่างเป็นระบบตามแนวทางสากล และจัดตั้งองค์การของรัฐขึ้นเพื่อทำหน้าที่รับผิดชอบในการดำเนิน มาตรการ ดังกล่าว เพื่อแก้ไขฟื้นฟูฐานะของสถาบันการเงิน ตลอดจนช่วยเหลือผู้ฝากเงินและเจ้าหน้าที่สุจริตของสถาบันการเงิน และโดยที่เป็นกรณีฉุกเฉินที่มีความจำเป็นรีบด่วนอันมิอาจจะหลีกเลี่ยงได้ในอันที่จะรักษาความมั่นคงทางเศรษฐกิจของประเทศจึงจำเป็นต้องตราพระราชกำหนดนี้

ภาคผนวก จ.2 พระราชบัญญัติการประกอบกิจการ โทรคมนาคม (ฉบับที่ 2) พ.ศ.

2549

มาตรา ๑ พระราชบัญญัติ นี้เรียกว่า “พระราชบัญญัติ การประกอบกิจการโทรคมนาคม (ฉบับที่ ๒) พ.ศ. ๒๕๔๙”

มาตรา ๒ พระราชบัญญัติ นี้ให้ใช้บังคับตั้งแต่วันถัดจากวันประกาศในราชกิจจานุเบกษา เป็นต้นไป

มาตรา ๓ ให้ยกเลิกความใน (๑) ของมาตรา ๘ วรรคสาม แห่งพระราชบัญญัติการประกอบกิจการโทรคมนาคม พ.ศ. ๒๕๔๔ และให้ใช้ความต่อไปนี้แทน

“ (๑) ผู้ ขอรับใบอนุญาตแบบที่สองและผู้ขอรับใบอนุญาตแบบที่สามต้องมีใช้เป็นคนต่างด้าวตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจของคนต่างด้าว ในการนี้คณะกรรมการอาจกำหนดให้ผู้ขอรับใบอนุญาตสำหรับการประกอบกิจการบางลักษณะหรือบางประเภทที่เป็นนิติบุคคลจะต้องกำหนดข้อห้ามการกระทำที่มีลักษณะเป็นการครอบงำกิจการโดยคนต่างด้าวด้วยก็ได้”

มาตรา ๔ ให้ยกเลิกความในวรรคหนึ่งของมาตรา ๕๘ แห่งพระราชบัญญัติ การประกอบกิจการโทรคมนาคม พ.ศ. ๒๕๔๔ และให้ใช้ความต่อไปนี้แทน

“มาตรา ๕๘ ผู้รับใบอนุญาตจะเรียกเก็บเงินประกันหรือเงินอื่นที่มีลักษณะเป็นเงินประกันมิได้ส่วนการเรียกเก็บค่าบริการล่วงหน้าต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์หรือเงื่อนไขที่คณะกรรมการกำหนด เพื่อประโยชน์ในการคุ้มครองผู้บริโภคหรือประโยชน์สาธารณะ”

มาตรา ๕ ให้ เพิ่มความต่อไปนี้เป็นมาตรา ๘๐/๑ แห่งพระราชบัญญัติการประกอบกิจการโทรคมนาคม พ.ศ. ๒๕๔๔

“มาตรา ๘๐/๑ เพื่อประโยชน์ ในการดำเนินการตามมาตรา ๗๙ และมาตรา ๘๐ ให้การสื่อสารแห่งประเทศไทยหรือองค์การโทรศัพท์แห่งประเทศไทย หมายความว่าบริษัทที่จัดตั้งขึ้นโดยการเปลี่ยนทุนของการสื่อสารแห่งประเทศไทยหรือองค์การโทรศัพท์แห่งประเทศไทยเป็นหุ้นของบริษัทนั้นตามกฎหมายว่าด้วยทุนรัฐวิสาหกิจเพื่อประกอบกิจการโทรคมนาคมด้วย”

ผู้รับสนองพระบรมราชโองการ

พันตำรวจโท ทักษิณ ชินวัตร

นายกรัฐมนตรี

หมายเหตุ : เหตุผลในการประกาศใช้พระราชบัญญัติฉบับนี้ คือ โดยที่กิจการโทรคมนาคมบางลักษณะหรือบางประเภทเป็นกิจการที่ต้องใช้ทุนเป็นจำนวนมากในการดำเนินการและต้องใช้เทคโนโลยีสูง ซึ่งปัจจุบันการพึ่งพาทุนและเทคโนโลยีจากต่างประเทศยังมีความจำเป็น การกำหนดคุณสมบัติของผู้ขอรับใบอนุญาตประกอบกิจการโทรคมนาคมแบบที่สองและแบบที่สาม โดยให้มีสัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลผู้มีสัญชาติไทยไม่น้อยกว่าร้อยละเจ็ดสิบห้า นั้นเป็นปัญหา

และอุปสรรคต่อการระดมทุนจากผู้ลงทุนต่างประเทศ หรือหากจะร่วมทุนกับต่างประเทศก็จะติดขัดปัญหาสัดส่วนการถือหุ้นของคนต่างด้าวดังกล่าวส่งผลให้ผู้รับใบอนุญาตทั้งรายเดิมและรายใหม่ไม่สามารถพัฒนาโครงข่ายหรือเทคโนโลยีโทรคมนาคมเพื่อจัดการให้บริการแก่ประชาชนอย่างมีประสิทธิภาพได้เท่าที่ควร สมควรแก้ไขสัดส่วนการถือหุ้นเสียใหม่เพื่อเอื้อต่อการระดมทุนจากนักลงทุนต่างประเทศ นอกจากนี้การกำหนดห้ามมิให้ผู้รับใบอนุญาตเรียกเก็บเงินอื่นที่มีลักษณะเป็นการเรียกเก็บล่วงหน้า นอกจากการห้ามเรียกเก็บเงินประกัน อาจทำให้เกิดความเข้าใจว่าห้ามเรียกเก็บเงินค่าบริการล่วงหน้าด้วยทั้งที่มีใช่เป็นเงินประกัน อันอาจมีผลกระทบต่อการใช้บริการโทรคมนาคมประเภทเรียกเก็บเงินค่าบริการล่วงหน้า ซึ่งเป็นบริการที่ได้รับความนิยมและมีอัตราการเจริญเติบโตทางด้านการตลาดสูงมาก เนื่องจากผู้ใช้บริการได้รับความสะดวกและสามารถควบคุมค่าใช้จ่ายได้ สมควรกำหนดห้ามผู้รับใบอนุญาตเรียกเก็บเฉพาะเงินประกันและเงินอื่นที่มีลักษณะเป็นเงินประกันเท่านั้น ประกอบกับปัจจุบันการสื่อสารแห่งประเทศไทยและองค์การโทรศัพท์แห่งประเทศไทยได้เปลี่ยนสถานะไปแล้วตามกฎหมายว่าด้วยทุนรัฐวิสาหกิจ จึงอาจก่อให้เกิดความไม่ชัดเจนในการปฏิบัติตามมาตรา ๗๙ และมาตรา ๘๐ แห่งพระราชบัญญัติการประกอบกิจการโทรคมนาคม พ.ศ. ๒๕๔๔ สมควรกำหนดให้หน่วยงานทั้งสองดังกล่าว หมายความว่าบริษัทที่จัดตั้งขึ้นโดยการเปลี่ยนทุนเป็นหุ้นเพื่อประกอบกิจการโทรคมนาคมด้วย จึงจำเป็นต้องตราพระราชบัญญัตินี้

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นายทิมมพร วิชัยธรรมธร เกิดเมื่อวันที่ 21 ธันวาคม พ.ศ.2523 ที่สตูล สำเร็จการศึกษาปริญญาวิศวกรรมศาสตรบัณฑิต สาขาวิศวกรรมเคมี ภาควิชาวิศวกรรมเคมี คณะวิศวกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย เมื่อปี พ.ศ.2546 และสำเร็จการศึกษาปริญญาบริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาการตลาด คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยรามคำแหง เมื่อปี พ.ศ.2547 จากนั้นได้ศึกษาต่อในหลักสูตรเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย