

บทที่ 2

ปริทัศน์ผลงานศึกษาที่เกี่ยวข้อง

2.1 งานศึกษาเกี่ยวกับผลประกอบการของธุรกิจ

Jane Ihrig (2001) ศึกษาความสัมพันธ์ของผลประกอบการของธุรกิจกับผลประกอบการของตลาดและการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน โดยทำการศึกษาตามแบบจำลองของโจเรียน (Jorion, 1990) ซึ่งสรุปไว้ว่าผลประกอบการของธุรกิจมีความสัมพันธ์คล้อยกับผลประกอบการของตลาดและการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน พบว่าการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนเพียงเล็กน้อยอาจจะไม่กระทบต่อผลประกอบการมากนัก แต่การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่รุนแรง จะทำให้ผลประกอบการได้รับกระทบอย่างมีนัยสำคัญ โดยกล่าวได้ว่า การเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนอย่างรุนแรงย่อมก่อให้เกิดผลกระทบต่อผลประกอบการในส่วนของกระแสเงินสดนั่นเอง แต่ Chow, Lee และ Solt (1997) เสนอแนวคิดที่แตกต่างออกไป โดยให้เหตุผลว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนจะกระทบต่อกระแสเงินสดทั้งในระยะสั้นและระยะยาว แต่การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในปัจจุบันย่อมชดเชยความเสี่ยงโดยอัตราดอกเบี้ย และสรุปไว้ว่าผลของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนจะกระทบต่อกระแสเงินสดในระยะยาวเท่านั้น

ผลการศึกษาของ Ihrig ปรากฏว่า ในช่วงปี 1995-1999 กลุ่มธุรกิจที่มีใช้สถาบันการเงินจำนวน 25 เปอร์เซ็นต์ของกลุ่มตัวอย่าง มีค่าเฉลี่ยการประมาณผลกระทบที่เกิดจากการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน เท่ากับ 0.68 หมายความว่า เมื่อค่าเงินดอลลาร์ลดลง 1 เปอร์เซ็นต์ ผลประกอบการของธุรกิจจะลดลงโดยเฉลี่ยเท่ากับ 0.68 เปอร์เซ็นต์ ถ้าเกิดวิกฤติค่าเงินของดอลลาร์เพิ่มเฉลี่ยเป็น 1.6 เปอร์เซ็นต์ จะทำให้ผลประกอบการของธุรกิจลดลงโดยเฉลี่ย 4.4 เปอร์เซ็นต์ โดยผลกระทบนี้เป็นผลที่เกิดจากการเคลื่อนไหวของค่าเงินเท่านั้น จากการทดสอบพบว่าธุรกิจข้ามชาติที่มีสาขาในต่างประเทศมากกว่า 20 ประเทศ (30 สาขาขึ้นไป) จะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนมากเป็นสองเท่าของธุรกิจข้ามชาติที่มีสาขาในต่างประเทศเพียงประเทศเดียว หรืออาจจะกล่าวได้ว่า ธุรกิจที่มีสาขาในต่างประเทศมากกว่าจะได้รับผลกระทบจากการแกว่งตัวของอัตราแลกเปลี่ยนมากกว่าธุรกิจที่มีสาขาในต่างประเทศน้อย

Allen D.E., G. MacDonald และ H. Setiawan (2000) ศึกษาหาความสัมพันธ์ในระยะสั้นและระยะยาวระหว่างเงินปันผลและราคาของหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย โดยใช้วิธี

Cointegration และแบบจำลอง Error Correction การศึกษานี้ใช้ข้อมูลรายเดือนจากตลาดหลักทรัพย์ กัวลาแลมเปอร์ตั้งแต่ มกราคม 1983 ถึง ธันวาคม 1991 เมื่อทำการทดสอบ Unit Roots พบว่าตัวแปร ทั้งสองตัวมี Order of Integration อันดับที่ 1 หรือ มีลักษณะเป็น $I(1)$ ทั้งสองตัว และมีความสัมพันธ์ เชิงคูลยภาพในระยะยาวต่อกัน และพบว่าเงินปันผลและราคาของหลักทรัพย์มีอิทธิพลซึ่งกันและ กันในระยะสั้น คือ ราคาของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นมีผลทำให้เงินปันผลเพิ่มขึ้น

Bhanupongse Nidhiprabha (1984) ทำการศึกษาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัย ทางเศรษฐกิจภายนอกและการดำเนินนโยบายเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสตั้ง แต่ปี 2514-2524 ในการศึกษา ภายใต้กรอบทฤษฎีการจัดการบัญชีสินทรัพย์ของ James Tobin ทำ การประมาณแบบจำลองเศรษฐกิจ ผลการศึกษาพบว่า การใช้มาตรการลดค่าเงินบาทนั้น ในระยะ สั้นดุลการค้าจะมีสภาพเลวลง แต่ในระยะยาว ดุลการค้าจะดีขึ้น และจะชักนำให้เกิดการนำเงิน ทุนจากต่างประเทศเพิ่มมากขึ้น ทำให้สินเชื่อในประเทศมีการขยายตัวสูงขึ้นซึ่งเกื้อหนุนให้การลง ทุนในประเทศเพิ่มขึ้นในที่สุด

บุญชัย เกียรติธนาวิทย์ (2534) และ ธนิกา กาญจนพันธ์ (2535) ศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มี อิทธิพลต่อราคาหุ้นกลุ่มธนาคารพาณิชย์และกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square: OLS) ในการทดสอบแบบจำลอง ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่บุญชัยนำมาศึกษา ได้แก่ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน การยอมรับพันธะข้อ 8 ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ ผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมและอัตราดอกเบี้ยเงิน กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ ผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล และอัตราเงินเฟ้อ ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา เป็นข้อมูลรายเดือนตั้งแต่ กรกฎาคม 2529 ถึง กันยายน 2533 ผลการศึกษาปรากฏว่า กรณีของกลุ่ม ธนาคารพาณิชย์ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน การยอมรับพันธะข้อ 8 อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล และอัตราเงินเฟ้อ มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยดัชนีการลงทุนภาคเอกชนมีความ สัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ส่วนกรณีของหุ้นกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์นั้นปรากฏว่า มูลค่าการ ซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน การยอมรับพันธะข้อ 8 และผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค ที่ธนิกาศึกษา ประกอบด้วย ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริง อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริง ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และดัชนี อุตสาหกรรมดาวโจนส์ ส่วนตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาคได้แก่ เงินปันผลต่อหุ้น กำไรสุทธิต่อหุ้น และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่ มกราคม 2533 ถึง ธันวาคม 2533 ผล การศึกษาพบว่าตัวแปรแต่ละตัวมีผลกระทบต่อราคาหุ้นที่แตกต่างกันไป โดยการเคลื่อนไหวของ

ราคาหุ้นในแต่ละหลักทรัพย์จะขึ้นอยู่กับดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์มากที่สุด รองลงมาคือปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น เงินปันผลต่อหุ้น ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริง กำไรสุทธิต่อหุ้นและผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริง ตามลำดับ

บุญศรี ตรีหิรัญกุล (2540) และ เถลิพิมพ์ เกตุแก้ว (2541) ศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยใช้แบบจำลอง APT (Arbitrage Pricing Theory) ตัวแบบที่นำมาศึกษาในแบบจำลองได้แก่ อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนและอัตราผลตอบแทนของตลาดเป็นตัวแปรอิสระ ในขณะที่ตัวแปรตามได้แก่ค่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนตลาดเป็นตัวแปรที่มีนัยสำคัญในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์ในธนาคารพาณิชย์ และมีทิศทางความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ส่วนอัตราเงินเฟ้อและดัชนีการลงทุนภาคเอกชนเป็นตัวแปรที่มีนัยสำคัญเพียง 2-3 หลักทรัพย์เท่านั้น ส่วนเถลิพิมพ์ทำการศึกษาคาดคะเนผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้แบบจำลอง Simple Linear Regression ปัจจัยที่นำมาศึกษาประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์งวดก่อนหน้า อัตราเงินปันผล อัตราผลตอบแทนตลาด อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนและอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร โดยทำการศึกษาข้อมูลรายเดือน 2 ช่วง คือ มกราคม 2539-ธันวาคม 2540 และ มกราคม 2536-ธันวาคม 2540 ผลการศึกษาระหว่างปี 2539-2540 ปรากฏว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เงินปันผล อัตราผลตอบแทนตลาด อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนและอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์บางหลักทรัพย์ ส่วนกรณีช่วงปี 2536-2540 อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เงินปันผล อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนและอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้มากกว่ากรณีปี 2539-2540 ส่วนอัตราผลตอบแทนตลาดและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ได้เลย

2.2 งานศึกษาเกี่ยวกับ Cointegration และแบบจำลอง Error Correction

Miguel D. Ramirez and Shahryar Khan (1999) ศึกษา Purchasing Power Parity (PPP) เพื่อทดสอบความน่าเชื่อถือ ในการอธิบายอัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาว โดยใช้วิธีการ Cointegration และแบบจำลอง Error Correction ในการทดสอบ โดยใช้ข้อมูลจาก 5 ประเทศ ที่เป็น

ประเทศอุตสาหกรรม โดยใช้ตัวแปรในการศึกษาที่เป็นข้อมูลอนุกรมเวลา 2 ตัวแปร คือ อัตราแลกเปลี่ยนและดัชนีราคาผู้บริโภค ทำการศึกษาข้อมูลของประเทศเยอรมัน ประเทศอังกฤษ ประเทศญี่ปุ่น ประเทศแคนาดา และประเทศฝรั่งเศส โดยกำหนดให้ค่าเงินดอลลาร์ สรอ.เป็นอัตราแลกเปลี่ยนพื้นฐานสำหรับทุกอัตราแลกเปลี่ยน ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลรายเดือนตั้งแต่ มกราคม 1973 ถึง ธันวาคม 1996 ยกเว้นประเทศแคนาดาและประเทศญี่ปุ่นที่เริ่มใช้ข้อมูลในปี 1978 ผลการทดสอบปรากฏว่า PPP มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว และพบว่า ตัวแปรทุกตัวมีคุณสมบัติ Non-Stationary และผลจากการทดสอบการปรับตัวในระยะสั้นด้วยแบบจำลอง Error Correction พบว่าเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนมีการเปลี่ยนแปลงในระยะสั้น ก็จะกลับเข้าสู่ในดุลยภาพในระยะยาวต่อมา

Nelson C. Modeste and Muhammed Mustafa (1999) ทำการศึกษาแบบจำลอง Error Correction ของอุปสงค์สำหรับหลักทรัพย์กองทุนรวมในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลรายปีตั้งแต่ 1973-1994 ในการศึกษา ผลการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์สำหรับหลักทรัพย์กองทุนรวมมีผลกระทบมาจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนของกำไรต่อหุ้น การออมเงิน และการเจริญเติบโตในระยะยาวของระบบเศรษฐกิจ และได้ทำการทดสอบความเสถียรภาพของค่าสัมประสิทธิ์ที่ประมาณค่าได้จากแบบจำลอง พบว่าไม่มีการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างของสัมประสิทธิ์ที่ประมาณค่าได้จากแบบจำลอง

Kristen N. Van Rensselaer และ Joe B. Copeland (2000) ศึกษาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวระหว่างอัตราดอกเบี้ยและอัตราการลงทุนในกลุ่มประเทศลาตินอเมริกา 15 ประเทศ โดยใช้การวิเคราะห์ แบบจำลอง Error Correction เพิ่มขึ้นจากการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลรายปีตั้งแต่ ปี 1972 ถึง ปี 1996 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา คือ อัตราดอกเบี้ยและอัตราการลงทุน ผลการศึกษาพบว่า การวิเคราะห์ด้วยการถดถอยนั้น อัตราดอกเบี้ยและอัตราการลงทุนมีความสัมพันธ์กันเล็กน้อย สำหรับการวิเคราะห์ ECM จะต้องมีการทดสอบ Unit Root ก่อนเพื่อดูความเป็น Stationary ของข้อมูล พบว่าในประเทศนิการากัวและประเทศอุรุกวัย อัตราดอกเบี้ยและอัตราการลงทุนมีความเป็น Stationary ดังนั้น สำหรับสองประเทศนี้ การวิเคราะห์ด้วยการถดถอยสามารถอธิบายความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยและอัตราการลงทุนได้อย่างถูกต้องแล้ว สำหรับประเทศคออสตาริกา ประเทศเอกวาดอร์และประเทศปารากวัย นั้น พบว่าไม่มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวระหว่างอัตราดอกเบี้ยและอัตราการลงทุนทั้ง 3 ประเทศ ส่วนอีก 10 ประเทศพบว่าข้อมูลมีลักษณะเป็น Non-Stationary และสามารถประมาณแบบจำลอง Error Correction ได้

Goran Hjelm and Matthew McGinty (2001) ศึกษาว่าวิธี Cointegration ตามวิธีของ Johansen จะสามารถประมาณแบบจำลองทางการเงินของอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงินได้หรือไม่

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลรายเดือนในปี 1998 ของทุกประเทศ โดยอ้างอิงจากการศึกษาของ MacDonald และ Taylor (1994) ที่ประมาณแบบจำลองทางการเงินด้วยวิธี Cointegration ตามวิธีของ Johansen และ Throop (1993) ศึกษาแบบจำลองอัตราแลกเปลี่ยนตามแบบจำลอง Uncovered Interest Parity ด้วยวิธี Cointegration ตามวิธีของ Johansen พบตัวแปรทางเศรษฐกิจ คือ ผลผลิตในการผลิต งบประมาณ และราคาน้ำมัน ผลการศึกษาพบว่าสามารถประยุกต์ใช้วิธีการ Cointegration ตามวิธี Johansen ในการประมาณแบบจำลองทางการเงินของอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงินในทุกประเทศได้

Tiong Sim Koh และ Ramin Cooper Maysami (2002) ทำการศึกษาปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์ที่มีต่อความสัมพันธ์ของตลาดโลกและตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสิงคโปร์ โดยทำการศึกษาตามวิธี Cointegration และแบบจำลอง Error Correction ตามวิธีของ Johansen โดยใช้ข้อมูลรายเดือนในการศึกษา ผลการศึกษาพบว่า อัตราเงินเฟ้อ การเติบโตของอุปทานของเงิน การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในระยะสั้นและระยะยาว และการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน มีความสัมพันธ์ในระยะยาวกับการเปลี่ยนแปลงของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสิงคโปร์ และพบว่า เมื่อมีเพียงอัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนเท่านั้น ที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ได้อย่างมีนัยสำคัญ และยังทำการทดสอบต่อไปว่า ตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่นมีความสัมพันธ์ในระยะยาวต่อตลาดหลักทรัพย์ของสิงคโปร์หรือไม่ ผลการทดสอบพบว่า ตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่นมีความสัมพันธ์ในระยะยาวต่อตลาดหลักทรัพย์ของสิงคโปร์อย่างมีนัยสำคัญ และยังพบว่า ตลาดหลักทรัพย์ของสิงคโปร์มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยภายนอกอย่างมาก นั่นคือ อัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากว่า สิงคโปร์เป็นระบบเศรษฐกิจแบบเปิด และได้กำหนดอัตราดอกเบี้ยตามอัตราดอกเบี้ยของตลาดโลก

Bruce Morley (2003) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์และอัตราแลกเปลี่ยนในรูปแบบของแบบจำลองทางการเงินของตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน โดยใช้วิธีการ Cointegration และแบบจำลอง Error Correction ในการศึกษา ผลการศึกษาพบว่า เมื่อถึงจุดดุลยภาพ แบบจำลองทางการเงินนี้จะทำให้เกิดดุลยภาพในระยะยาว และจากการศึกษาการปรับตัวในระยะสั้นพบว่า ราคาของหลักทรัพย์มีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญ และพบว่า ตัวแปรอุปทานทางการเงิน และตัวแปรทางด้านรายได้ มีเครื่องหมายถูกต้องตามหลักเศรษฐศาสตร์ และความสัมพันธ์ระหว่างเงินตราและราคาของหลักทรัพย์สามารถอธิบายด้วยผลจากการทดแทนกันได้ (Substitution Effect)

จากการศึกษาผลงานเชิงประจักษ์พบว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีอิทธิพลในการกำหนดผลประกอบการของธุรกิจหลายปัจจัย ได้แก่ ผลประกอบการของธุรกิจ ผลประกอบการของตลาด

อัตราแลกเปลี่ยน และดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้ จึงกำหนดแบบจำลองผล
ประกอบการของธุรกิจได้ รวมทั้งในประเทศไทยยังไม่มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผล
ประกอบการของธุรกิจกับตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค เพื่อค้นหาตัวแปรที่กำหนดผลประกอบการ
ของธุรกิจ และวิธีการ Cointegration และแบบจำลอง Error Correction ตามวิธีการของ Johansen นั้น
เป็นวิธีการที่เหมาะสมในการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรมากกว่า 2 ตัวขึ้นไป และสามารถหา
ความสัมพันธ์ในระยะยาว และการปรับตัวในระยะสั้น ในการศึกษาครั้งนี้ จึงใช้วิธีการ
Cointegration และแบบจำลอง Error Correction นี้ ในการศึกษาผลประกอบการของธุรกิจ

The logo of Chiang Mai University is a circular emblem. In the center is a white elephant facing left, with a traditional Thai umbrella (parasol) above its head. The emblem is surrounded by a circular border containing the Thai text 'มหาวิทยาลัยเชียงใหม่' at the top and 'CHIANG MAI UNIVERSITY 1964' at the bottom. There are also decorative floral motifs on the sides.

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved