

บทที่ 2

ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้องและวรรณกรรมปริทัศน์

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษาในครั้งนี้จะใช้ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องที่สำคัญคือ ทฤษฎีอุปสงค์ และ ทฤษฎีการเลือกซื้อสินทรัพย์ เป็นหลัก โดยในส่วนของทฤษฎีอุปสงค์จะแบ่งออกเป็นสองทฤษฎี คือ ทฤษฎีอุปสงค์ที่กล่าวในเรื่องทั่วไป และทฤษฎีอุปสงค์ที่กล่าวในเรื่องการลงทุน ซึ่งสาเหตุที่แบ่งทฤษฎีอุปสงค์ออกเป็น 2 ทฤษฎี เป็นเพราะว่าต้องการแสดงให้เห็นถึงพฤติกรรมทั่ว ๆ ไปที่เกี่ยวกับนักลงทุนและพฤติกรรมเฉพาะของนักลงทุนในการเลือกซื้อสินทรัพย์ ซึ่งสามารถแสดงรายละเอียดได้ดังนี้

2.1.1 ทฤษฎีอุปสงค์ทั่วไป

ทฤษฎีอุปสงค์ทั่วไปเป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลในการกำหนดพฤติกรรมความต้องการในการซื้อสินค้าที่แตกต่างกันของนักลงทุนโดยสามารถแบ่งออกได้เป็น ปัจจัยภายใน และปัจจัยภายนอก ดังนี้

1. ปัจจัยภายในของบุคคล

ปัจจัยภายในเป็นปัจจัยที่เกิดขึ้นจากนักลงทุน เช่น ปัจจัยทางด้านเพศ การศึกษารายได้ อายุ เป็นต้น ซึ่งถ้าปัจจัยดังกล่าวแตกต่างกันก็จะส่งผลต่อความต้องการในการลงทุนที่แตกต่างกัน เช่น พฤติกรรมของเพศชายชอบที่จะเสี่ยงมากกว่าเพศหญิง หรือ กลุ่มนักลงทุนที่มีอายุมากก็ไม่ค่อยยอมรับนวัตกรรมสมัยใหม่ เป็นต้น

2. ปัจจัยภายนอก

ปัจจัยภายนอกเป็นปัจจัยที่เกิดขึ้นจากตัวสินค้ามากระตุ้นให้เกิดความต้องการ เช่น ราคาสินค้า ความสะดวกในการใช้งาน หรือ รูปลักษณะของสินค้า เป็นต้น เช่น ราคาของสินค้าหรือค่าธรรมเนียมในการซื้อขายที่ต่ำจะเป็นการดึงดูดให้ผู้บริโภคต้องการซื้อสินค้ามากขึ้น หรือ

ทำให้นักลงทุนต้องการลงทุนมากขึ้น หรือในกรณีที่เป็นช่องทางขายก็เช่นกัน ถ้าช่องทางขายผ่านระบบอินเทอร์เน็ตมีความสะดวกกว่าช่องทางขายผ่านระบบมาร์เก็ตติ้ง ก็อาจทำให้นักลงทุนเลือกลงทุนผ่านระบบอินเทอร์เน็ตมากขึ้น เป็นต้น

2.1.1 ทฤษฎีอุปสงค์ในการลงทุน

อุปสงค์ในการลงทุนในการถือหลักทรัพย์จะเป็นการแสดงว่าปัจจัยใดที่นักลงทุนใช้ในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งจากทฤษฎีแสดงได้ดังนี้ อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ มูลค่าความมั่งคั่ง และรายได้ ซึ่งเขียนสมการได้ดังนี้

$$D_i = f(r, \sigma, \pi, W, Y)$$

ซึ่งจากสมการสามารถแสดงความสัมพันธ์ระหว่างความต้องการถือหลักทรัพย์กับตัวแปรต่างๆ ดังนี้

1. ผลตอบแทน (r) โดยความต้องการถือหลักทรัพย์จะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้น ๆ แต่จะมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับหลักทรัพย์ที่เป็นคู่แข่ง ซึ่งสาเหตุที่เป็นเช่นนั้นเพราะนักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่มากกว่าการลงทุน ดังนั้นถ้าหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงนักลงทุนก็จะลงทุนในหลักทรัพย์มากตาม แต่ถ้าหลักทรัพย์คู่แข่งให้ผลตอบแทนมากกว่านักลงทุนก็จะไปซื้อหลักทรัพย์อื่นและลดการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนต่ำกว่า

2. ความเสี่ยง (σ) โดยความต้องการถือหลักทรัพย์จะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้น ๆ ซึ่งสาเหตุที่เป็นเช่นนั้นเพราะความเสี่ยงที่เกิดขึ้นส่งผลต่อผลตอบแทนที่จะได้รับ กล่าวคือ ยิ่งหลักทรัพย์มีความเสี่ยงสูงยิ่งทำให้นักลงทุนไม่ต้องการลงทุนในหลักทรัพย์มากตาม

3. อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ (π) โดยความต้องการถือหลักทรัพย์จะมีความสัมพันธ์เชิงลบหรือบวกกับอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ ก็ได้ เพราะว่า สินทรัพย์บางประเภทสามารถเปลี่ยนแปลงตามอัตราเงินเฟ้อ เช่น หุ้นสามัญสามารถเปลี่ยนแปลงตามเงินเฟ้อได้ หรือสินทรัพย์ที่ไม่สามารถปรับได้ตามเงินเฟ้อ เช่น พันธบัตร จะมีความสัมพันธ์เชิงลบ เป็นต้น

4. มูลค่าความมั่งคั่ง (W) และ รายได้ (Y) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความ ต้องการถือสินทรัพย์ เพราะว่า ถ้ามีความมั่งคั่งมาก และรายได้มาก ย่อมสามารถที่จะลงทุนได้ มากและในทางกลับกันถ้ามีความมั่งคั่งน้อย และรายได้น้อยก็สามารถที่จะลงทุนได้น้อยตาม

2.1.2 ทฤษฎีการเลือกซื้อสินทรัพย์ (Portfolio theory)

โดยในการเลือกสินทรัพย์ที่จะลงทุน นักลงทุนจะเลือกถือสินทรัพย์หรือหลักทรัพย์ใดที่ ให้ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับสูงกว่าต้นทุนของการเสี่ยงในการถือสินทรัพย์ประเภทนั้น ๆ ดังนั้นสิ่งที่ต้องคำนึงในการลงทุนในแต่ละสินทรัพย์แต่ละประเภทก็คือในเรื่องของผลตอบแทน และ ในเรื่องของความเสี่ยง

1 ผลตอบแทนที่คาดหวัง

คือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวังจะได้รับจากการลงทุน เนื่องจากการลงทุน เป็นเวลาปัจจุบันแต่ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นเป็นเวลาในอนาคต ดังนั้นจึงไม่สามารถคาดการณ์ได้ว่า ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจะเป็นอย่างไรได้ ดังนั้นจึงต้องใช้ผลตอบแทนที่คาดหวังมาประมาณ ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในแต่ละหลักทรัพย์มาเทียบกัน โดยถ้าหลักทรัพย์ใดให้ผลตอบแทน สูงสุดก็เลือกลงทุนในสินทรัพย์ชนิดนั้นเป็นลำดับแรก

2 ความเสี่ยง

ความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ หมายความว่าโอกาสที่นัก ลงทุนไม่สามารถได้รับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่คาดหวังไว้ โดยสามารถแยกความเสี่ยง ดังกล่าวได้ 2 ประเภทคือความเสี่ยงที่เป็นระบบและไม่เป็นระบบ

2.1 ความเสี่ยงที่เป็นระบบ คือความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงภาวะ เศรษฐกิจการเมืองและสังคม โดยการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นจะกระทบต่ออุตสาหกรรมและส่งผล ต่อราคาหลักทรัพย์ โดยความเสี่ยงประเภทนี้ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ ซึ่งได้แก่

- ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของ อัตราดอกเบี้ยส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ต่าง ๆ โคนราคาหลักทรัพย์จะสูงขึ้นก็ต่อเมื่ออัตรา

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด หรือจะมองในรูปของมูลค่าปัจจุบันของหลักทรัพย์ ก็พบว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดสูงขึ้นอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้น และมูลค่าปัจจุบันของหลักทรัพย์จะลดลงซึ่งส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงด้วย โดยการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย

- ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงอำนาจซื้อ เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเมื่ออำนาจซื้อลดลง อันเนื่องมาจากการลดค่าของเงินจากการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อ การลงทุนที่มีความเสี่ยงได้แก่ การฝากเงิน และการลงทุนในสินทรัพย์ที่ได้รายได้คงที่
- ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของตลาด เป็นการเปลี่ยนแปลงทางด้านเศรษฐกิจและสังคม ซึ่งกระทบต่อหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์โดยเฉพาะหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ ซึ่งจะกระทบต่อมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์

2.2 ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงภายในของบริษัทหลักทรัพย์ที่ออกหลักทรัพย์ ดังนั้นความเสี่ยงประเภทนี้จึงแตกต่างกันไปตามแต่ละกิจการ ซึ่งในทางทฤษฎีผู้ลงทุนสามารถที่จะลดความเสี่ยงลงได้โดยการกระจายการลงทุนไปหลาย ๆ กลุ่มอุตสาหกรรม ในการวัดความเสี่ยงประเภทนี้จะใช้ข้อมูลปัจจัยพื้นฐานของบริษัทในการวัดความเสี่ยง ซึ่งได้แก่

- ความเสี่ยงทางการเงิน ความเสี่ยงทางการเงินเกิดจากฐานะทางการเงินของบริษัท ซึ่งการวัดความเสี่ยงดังกล่าวจะใช้อัตราส่วนทางการเงิน เช่น ความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน สภาพคล่องทางการเงิน เป็นต้น โดยความเสี่ยงทางการเงินมีผลต่อราคาหุ้นเพราะถ้าบริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินสูง ความสามารถในการจ่ายเงินปันผลก็ต่ำ ทำให้ราคาหุ้นลดลงได้
- ความเสี่ยงทางการจัดการ ความเสี่ยงดังกล่าวเกิดจากการบริหารงานผิดพลาดของผู้บริหาร การทุจริตของผู้บริหาร ซึ่งส่งผลให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นในบริษัท ทำให้ความต้องการหลักทรัพย์ของบริษัทลดลง และราคาหลักทรัพย์ของบริษัทก็จะลดลง

- ความเสี่ยงจำเพาะอุตสาหกรรม เป็นความเสี่ยงในปัจจุบันที่มีผลกระทบต่อกำไรของอุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมหนึ่งโดยเฉพาะโดยไม่กระทบโดยตรงต่ออุตสาหกรรมอื่น เช่น การเปลี่ยนแปลงในเทคโนโลยีการผลิต การเปลี่ยนแปลงในรสนิยมของผู้บริโภค เป็นต้น

ซึ่งจะเห็นว่าระดับความเสี่ยงมีความสำคัญต่อการตัดสินใจในการเลือกซื้อหลักทรัพย์ หากพิจารณาความเสี่ยงในภาพรวมอาจวัดความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงหรือการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ ถ้าราคาหลักทรัพย์ได้มีการเปลี่ยนแปลงมาก ย่อมแสดงว่าราคาหลักทรัพย์มีความเสี่ยงสูง ในทางกลับกันถ้าราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไม่สูงก็แสดงว่าหลักทรัพย์มีความเสี่ยงต่ำ

2.2 วรรณกรรมปริทัศน์

จากการศึกษาวรรณกรรมที่ผ่านมา สามารถแบ่งได้เป็น 2 กลุ่ม คือ หนึ่งงานที่ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยในการกำหนดอุปสงค์ และสองคืองานที่ศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมของนักลงทุน ดังนี้

2.2.1 งานที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยในการกำหนดอุปสงค์

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่างานที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยในการกำหนดอุปสงค์ในการเข้ามาลงทุนผ่านระบบซื้อ-ขายบนอินเทอร์เน็ต ได้มีการศึกษาเชิงประจักษ์อยู่ไม่มากนัก เนื่องจากระบบการซื้อ-ขายผ่านอินเทอร์เน็ตเพิ่งจะเข้ามามีบทบาทมากในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา เช่น การศึกษาของ Jame J .Choi , Laibson , Andrew Metrick¹ โดยใช้แบบจำลองโลจิสติกในการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ได้แก่ เพศ อายุ การศึกษา รายได้ อาชีพ ความถนัดในการซื้อขาย เป็นต้น ซึ่งจากการศึกษาพบว่าปัจจัยที่เป็นปัจจัยกำหนดอุปสงค์กับนักลงทุนที่เลือกจะลงทุนผ่านระบบอินเทอร์เน็ตพบว่าผู้ชาย วัยรุ่น คนที่มีการศึกษาดี (well educated) และคนที่มีฐานะดี (wealthy people) เป็นกลุ่มที่มีแนวโน้มที่สนใจจะลงทุนผ่านระบบอินเทอร์เน็ต หรือชอบที่จะลงทุนผ่านระบบอินเทอร์เน็ตด้วยตนเอง ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาของ Ari

¹ Jame J .Choi , Laibson , Andrew Metrick, "Does the internet increase trading? Evidence from investor behavior in 401 (k) plans," NBER Working Paper 7878 (July 2000): 38.

Kaufman² ที่พบว่านักลงทุนอินเทอร์เน็ตเทรดดิ้ง (online investor) ส่วนใหญ่จะเป็นกลุ่มคนที่มีฐานะดี (higher median income) และมีการศึกษาสูง คือในระดับปริญญาตรี และสูงกว่าปริญญาตรี และอายุส่วนใหญ่ที่นักลงทุนอินเทอร์เน็ตจะมีอายุน้อยกว่านักลงทุนที่ไม่ใช้อินเทอร์เน็ต (offline investor) ประมาณ 15 ปี ซึ่งเหตุผลที่นักลงทุนอินเทอร์เน็ตมีลักษณะดังกล่าว เพราะว่ากลุ่มลักษณะดังกล่าวเป็นกลุ่มที่มีการคุ้นเคยในการใช้งานและมีการยอมรับสื่อทางด้านอินเทอร์เน็ตหรือนวัตกรรมใหม่ได้ดี

ส่วนการศึกษาของ Sharon Hermanson³ ในปี 2000 พบว่าสาเหตุที่นักลงทุนเลือกที่จะเข้ามาลงทุนผ่านอินเทอร์เน็ตเป็นเพราะว่า มีค่าธรรมเนียมในการซื้อขายที่ต่ำ (77%) สะดวกในการใช้บริการ(71%) และ มีความรวดเร็วในการติดต่อ(61%) ประกอบกับปริมาณข้อมูลที่นักลงทุนได้รับผ่านทางอินเทอร์เน็ตค่อนข้างหลากหลายไม่ใช่เฉพาะทางด้านบริษัทที่ให้บริการแต่ยังสามารถอ่านได้จากเว็บไซต์อื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับเรื่องการลงทุน ทำให้นักลงทุนสนใจที่จะเข้ามาใช้บริการทางอินเทอร์เน็ตมากขึ้น ซึ่งเป็นการสนับสนุนการศึกษาของ Odean⁴ ที่เกิดขึ้นก่อนในปี1999 ที่พบว่านักลงทุนผ่านอินเทอร์เน็ตต้องการข้อมูลเป็นจำนวนมากในการตัดสินใจ และทำให้นักลงทุนผ่านอินเทอร์เน็ตส่วนใหญ่จะเป็นผู้ที่เชี่ยวชาญทางการเงิน และมีความเชื่อมั่นในการลงทุนเป็นอย่างมาก (overconfident) ซึ่งส่งผลให้นักลงทุนผ่านอินเทอร์เน็ตจะมีความถี่ในการซื้อขายที่มากขึ้นตามไปด้วย และในส่วนของปัจจัยที่ทำให้นักลงทุนไม่ต้องการเข้ามาลงทุนผ่านอินเทอร์เน็ต เป็นเพราะว่า นักลงทุนต้องการคำแนะนำจากเจ้าหน้าที่เพื่อช่วยในการลงทุน (58%) และการลงทุนมีความซับซ้อน(55%)

ในกรณีของประเทศไทยระบบการซื้อขายผ่านอินเทอร์เน็ตเพิ่งเข้ามามีบทบาทและได้รับความนิยมเพียงไม่กี่ปี จึงยังไม่มีงานศึกษาที่เกี่ยวข้องโดยตรง ดังนั้นจึงนำงานที่เกี่ยวข้องกับพฤติกรรมของนักลงทุนประเภทต่าง ๆ มาช่วยให้เกิดความเข้าใจในภาพของนักลงทุนมากขึ้น

² Ari Kaufman, "Understanding the Online Investor," Available from <http://www.precisionir.com/us/About/news.asp> (20 September 2002).

³ Sharon Hermanson, Older online investor : trading activity , information sources , online trading experiences and privacy issues,(Washington DC: NFO Research Institute, 2001),p. 15.

⁴ Odean, Terrance, "Volume, Volatility, Price and Profit when All Trades are Above Average," Journal of Finance 53 (December 1998): 1889.

2.2.2 งานที่เกี่ยวข้องกับพฤติกรรมของนักลงทุน

จากการศึกษางานในอดีตสามารถแบ่งกลุ่มนักลงทุนออกได้ 3 กลุ่มตามพฤติกรรมคือ

(1) กลุ่มนักลงทุนรายย่อย หมายถึง นักลงทุนทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์ โดยสินทรัพย์จะฝากไว้ที่บริษัทหลักทรัพย์ และนักลงทุนไม่ต้องถูกตรวจสอบหรือกำกับดูแลจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์

(2) กลุ่มนักลงทุนสถาบัน คือ กลุ่มนักลงทุน ที่มีสินทรัพย์การลงทุนขนาดใหญ่ และสินทรัพย์จะต้องถูกเก็บไว้ที่ผู้พิทักษ์ทรัพย์ และโดยปกติจะมีผู้จัดการหรือผู้บริหารในการจัดการบริการสินทรัพย์ทางการเงิน ซึ่งผู้จัดการดังกล่าวจะถูกตรวจสอบหรือกำกับดูแลจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ (กลต.) เช่น กองทุนปิด กองทุนเปิด เป็นต้น

(3) กลุ่มนักลงทุนต่างชาติ คือ กลุ่มนักลงทุนที่ไม่ใช่คนไทยแต่ต้องการที่จะซื้อสินทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ของไทย โดยนักลงทุนต่างชาติสามารถถือหุ้นสามัญทั้งหมดไม่เกินร้อยละ 49 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด ยกเว้นในหมวดอุตสาหกรรมธนาคารและบริษัทเงินทุนซึ่งยินยอมให้นักลงทุนต่างด้าวถือหุ้นสามัญทั้งหมดไม่เกินร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด การซื้อขายต้องกระทำผ่านบริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด (NDVR)^{*}

การศึกษาที่ผ่านมา ทำให้พบว่าพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในแต่ละกลุ่มก็แตกต่างกันไป ซึ่งจะสรุปได้ดังนี้

อันดับแรกพฤติกรรมของนักลงทุนรายย่อยตามการศึกษาของ Barber, Brad M., and Terrance Odean⁶ และ Julie Agnew Pierluigi Balduzzi and Annika Sundén⁷ ที่พบว่าปัจจัยทางด้าน เพศ รายได้ อายุ ส่งผลที่แตกต่างกันในปริมาณการซื้อขายและความถี่ใน

^{*}บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด (Thai NVDR Company Limited) มีลักษณะเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนอัตโนมัติ (Automatic List) มีวัตถุประสงค์ เพื่อกระตุ้นการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนได้โดยไม่ต้องติดเรื่องเพดานการถือครองหลักทรัพย์ของชาวต่างชาติ (Foreign Limit) พร้อมทั้งสามารถได้รับสิทธิประโยชน์ทางการเงิน เช่น เงินปันผล และสิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุน เช่นเดียวกับการลงทุนในหุ้นของบริษัทจดทะเบียนเพียงแต่ไม่มีสิทธิออกเสียงเท่านั้น

⁶ Barber, Brad M., and Terrance Odean, "Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment," The Quarterly Journal of Economics (2001): 275.

⁷ Julie Agnew Pierluigi Balduzzi and Annika Sundén, Portfolio choice ,trading,and returns in a large 401(K) plan, (Boston: Center for Retirement Research, 2000), pp. 16-18.

การซื้อขายของนักลงทุนรายย่อย โดย เพศชายจะมีความถี่ในการซื้อขาย 0.28 ครั้ง/ปี และเพศหญิงมีการซื้อขาย 0.18 ครั้ง/ปี ซึ่งสาเหตุเป็นเพราะว่านักลงทุนชายเป็นนักลงทุนที่มีความเชื่อมั่นและมีความเชี่ยวชาญในการตัดสินใจลงทุนมากกว่านักลงทุนหญิง ในส่วนของรายได้คนที่มีรายได้น้อย (น้อยกว่า 25,000 ดอลลาร์/ปี) จะมีความถี่โดยเฉลี่ย 0.11 ครั้ง/ปี และคนที่มีรายได้มาก (มากกว่า 100,000 ดอลลาร์/ปี) จะมีความถี่โดยเฉลี่ย 0.66 ครั้ง/ปี ซึ่งสาเหตุที่เป็นเช่นนั้นเพราะว่า คนที่รายได้สูงจะมีปริมาณขนาดพอร์ตที่ใหญ่ทำให้ต้องมีการปรับพอร์ตเพื่อรักษาความเหมาะสมของหุ้นในพอร์ต และในส่วนของอายุคนที่มีความถี่มากขึ้น โดยอายุน้อยกว่า 35 ปี จะมีความถี่โดยเฉลี่ย 0.17 ครั้ง/ปี และอายุในช่วง 55-64 ปีจะมีความถี่โดยเฉลี่ย 0.6 ครั้ง/ปี เพราะคนที่มีความถี่สูงจะมีรายได้มากกว่าคนที่มีความถี่น้อย และในส่วนของอายุที่มากกว่า 65 ปีจะมีความถี่โดยเฉลี่ย 0.03 ครั้ง/ปี ซึ่งน้อยลงซึ่งสาเหตุเป็นเพราะว่า กลุ่มอายุดังกล่าวจะมีรายได้ลดลงทำให้ต้องมีลงทุนในกองทุนที่ปลอดภัยทำให้ปริมาณการซื้อขายลดลงตามไปด้วย

และจากการศึกษาของ Grinbatt M. and Keloharju M.⁸ พบว่า การลงทุนของนักลงทุนรายย่อยค่อนข้างเป็นการลงทุนย้อนตลาดทุกช่วงคือ 1 วัน , 3 วัน, 1 อาทิตย์ , 1 เดือน และ 6 เดือน เพราะเป็นไปได้ว่าเกิดจากการที่นักลงทุนรายย่อยใช้ข่าวสื่อในการซื้อขายทำให้มีพฤติกรรมดังกล่าว ซึ่งการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาของ ศศิวิมล ประรณาดิ ที่ศึกษาพฤติกรรมนักลงทุนในประเทศไทย พบว่านักลงทุนรายย่อยในไทยเป็นนักลงทุนย้อนตลาดเช่นกัน และยังพบอีกว่านักลงทุนรายย่อยมีพฤติกรรมการซื้อขายตามนักลงทุนสถาบัน และทำการซื้อขายตรงข้ามกับนักลงทุนต่างชาติ และแหล่งข้อมูลที่นักลงทุนรายย่อยใช้ในการตัดสินใจในการลงทุนจะใช้ หนังสือพิมพ์ เป็นแหล่งข้อมูลหลักซึ่งพบจากการศึกษาของอนุรุทธิ์ กามิต⁹ ซึ่งสาเหตุที่เป็นเช่นนั้นเพราะว่าหนังสือพิมพ์มีข่าวสารทางเศรษฐกิจ การเมือง และสภาพทั่วไปทำให้สามารถสนองต่อความต้องการของนักลงทุนได้มากที่สุด และจากการศึกษาของ พรหมพิไล คุณาพันธุ์¹⁰ และ ธีระ เศรษฐเสถียร¹¹ พบว่าปัจจัยที่นักลงทุนรายย่อยนำมาใช้ในการเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ คือ ปัจจัยทางด้านกำไรต่อหุ้น และเงินปันผล เป็นสำคัญ

⁸ Grinbatt M. and Keloharju M. "The investor behavior and performance of various investor type : a study of Finland's unique data set," Journal of financial economics 55 (December 2000): 47.

⁹ อนุรุทธิ์ กามิต, พฤติกรรมการลงทุนและพฤติกรรมการแสวงหาข้อมูลข่าวสารและการเปิดรับสื่อของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย." (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์ การหนังสือพิมพ์ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2541), หน้า 32

¹⁰ พรหมพิไล คุณาพันธุ์, "การศึกษาแบบแผนพฤติกรรมของผู้ลงทุนและผู้จะลงทุนซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย." (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบัณฑิต สาขาสังคมศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2521), หน้า 56

อันดับที่สองพฤติกรรมของนักลงทุนสถาบันตามการศึกษาของ Grinbatt M. and Keloharju M. พบว่า การลงทุนของนักลงทุนสถาบันเป็นการลงทุนที่ย้อนตลาดซึ่งเหมือนกับรายย่อย แต่การย้อนตลาดของนักลงทุนสถาบันน้อยกว่าของรายย่อยทุกช่วงการศึกษา ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาของ ศศิวิมล ประรณานัติ ที่พบว่านักลงทุนสถาบันในไทยเป็นนักลงทุนย้อนตลาดเช่นกัน และยังพบอีกว่านักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมการซื้อขายเหมือนนักลงทุนรายย่อยและทำการซื้อขายตรงข้ามกับนักลงทุนต่างชาติ และจากการศึกษาของ Lakonishok , Shleifer and Vishny¹² ซึ่งศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมการซื้อขายของกองทุน ในประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี 1985-1989 ซึ่งพบการลงทุนของกองทุนปิดจะเป็นการลงทุนแบบแห่ตามกันในระดับสูง โดยเฉพาะหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็ก ซึ่งสาเหตุสำคัญนั้นมาจากการขาดข้อมูลทำให้การประเมินราคาหลักทรัพย์ขนาดกลางและเล็กทำได้ยาก โดยผลการศึกษาก็ได้ผลคล้ายกับการศึกษาของ สรสิทธิ์ วรรณประเสริฐ¹³ กล่าวคือ สรสิทธิ์ ได้ทำการศึกษาถึงพฤติกรรมการซื้อขายของกองทุนที่เกิดในประเทศไทย โดยผลการศึกษาที่ได้คือการซื้อขายของกองทุนจะเป็นการซื้อขายที่ตามกันโดยเฉพาะการซื้อขายหลักทรัพย์ขนาดเล็ก แต่การศึกษาของ สรสิทธิ์ จะศึกษาเพิ่มเติมว่า การซื้อขายของกองทุนส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์หรือไม่ ซึ่งผลการศึกษาเพิ่มเติมก็คือ การที่กองทุนมีการซื้อตามกันจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ โดยการเปลี่ยนแปลงของราคามากน้อยขึ้นอยู่กับขนาดของหลักทรัพย์ และขนาดของอุปสงค์ส่วนเกินเป็นปัจจัยสำคัญ

อันดับสุดท้ายพฤติกรรมของนักลงทุนต่างชาติตามการศึกษาของ Grinbatt M. and Keloharju M. พบว่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติเป็นการซื้อขายตามตลาดทุกช่วงเวลา ซึ่งสาเหตุที่นักลงทุนต่างชาติซื้อขายตามตลาดเป็นเพราะว่าเกิดจากการขายเพื่อหยุดการขาดทุนหรือเนื่องจากถูกบังคับเพื่อรักษา margin ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาของ ศศิวิมล ประรณานัติ ที่พบว่านักลงทุนต่างชาติซื้อขายตามตลาด และไม่กระทำการซื้อขายตามนักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนสถาบัน และจากการที่นักลงทุนต่างชาติซื้อขายตามตลาดส่งผลให้ตลาดมีเสถียรภาพมากขึ้นเพราะตามการศึกษา ศศิวิมล พบว่านักลงทุนต่างชาติซื้อขายตาม

¹¹ ธีระ เศรษฐเสถียร, "การตัดสินใจในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนรายย่อยในจังหวัดเชียงใหม่," (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ สาขาเศรษฐศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, 2539), หน้า 45

¹² Lakonishok , Shleifer and Vishny, "the impact of situational trading on the stock prices," *Journal of financial economics* 32(May 1992): 30

¹³ สรสิทธิ์ วรรณประเสริฐ "พฤติกรรมการลงทุนในหลักทรัพย์ของกองทุนปิดและผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์," (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ สาขาการเงิน บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2542), หน้า 46

ข้อมูลที่เป็นจริง ซึ่งข้อความดังกล่าวขัดแย้งกับการศึกษาของ Dellong¹⁴ ที่พบว่า การซื้อขายตามตลาดส่งผลต่อความมีเสถียรภาพของราคา เพราะว่าการใช้วิธีการดังกล่าวทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้นมากเกินไปเมื่อเศรษฐกิจดี และทำให้ราคาหลักทรัพย์ต่ำมากเกินไปเมื่อเศรษฐกิจซบเซา ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวให้ผลการศึกษาเหมือนกับการศึกษาของ วิรัตน์ เรืองลิขิตกุล¹⁵ ที่พบว่า นักลงทุนต่างชาติ สามารถที่จะ ทำให้ตลาดหลักทรัพย์เกิดความแปรปรวนในตลาดได้

หลังจากที่มีการนำระบบอินเทอร์เน็ตเข้าใช้ในการซื้อขายหลักทรัพย์ทำให้มีการเพิ่มนักลงทุนอีกชนิดขึ้นมา ซึ่งก็คือ นักลงทุนแบบอินเทอร์เน็ตเทรดดิ้ง (web trader) ซึ่งตามการศึกษาของ James J. Choi, Laibson, Andrew Metrick พบว่าการที่นำระบบอินเทอร์เน็ตเข้ามาซื้อขายทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์มีความถี่มากขึ้น และทำให้ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเพิ่มขึ้นเป็น 2 เท่าก่อนที่จะมีการนำระบบอินเทอร์เน็ตเข้ามาใช้ ซึ่งสาเหตุที่เป็นเช่นนั้นเพราะค่าธรรมเนียมในการซื้อขายที่ถูกลง และพฤติกรรมของนักลงทุนแบบอินเทอร์เน็ตตามการศึกษา Odean พบว่า นักลงทุนอินเทอร์เน็ตจะเป็นกลุ่มนักลงทุนที่ต้องการข้อมูลเพื่อใช้ในการตัดสินใจในการซื้อหลักทรัพย์มากกว่านักลงทุนที่ไม่ใช่อินเทอร์เน็ต โดยข้อมูลที่ใช้ในการตัดสินใจจะมาจากหลายแหล่ง เช่น ข้อมูลกราฟ บทวิเคราะห์ต่างๆ ข่าวสารต่างๆ ที่เกิดขึ้น เพราะนักลงทุนอินเทอร์เน็ตเชื่อว่ายิ่งรู้มากยิ่งได้กำไรมาก ซึ่งจากการศึกษาดังกล่าวยังพบว่ากลุ่มนักลงทุนอินเทอร์เน็ตเป็นกลุ่มที่มีความสามารถทางการเงินเป็นอย่างดี และจากการศึกษาเพิ่มเติมของ Barber, Brad M. and Terrance Odean¹⁶ ทำให้ทราบว่า นักลงทุนอินเทอร์เน็ตจะเป็นกลุ่มที่เชื่อว่าตัวเองมีความสามารถทางการเงินเป็นอย่างดี ดังนั้นจะทำการซื้อขายมากกว่านักลงทุนที่ไม่ได้ซื้อขายผ่านอินเทอร์เน็ต (phone investor) เพราะเชื่อว่าสามารถสร้างผลตอบแทนที่มากขึ้นได้ แต่จากผลการศึกษาพบว่ากำไรที่เกิดขึ้นจากการซื้อขายจะน้อยกว่านักลงทุนที่ไม่ได้ซื้อขายผ่านอินเทอร์เน็ตประมาณ 3% ซึ่งสาเหตุที่เป็นเช่นนั้นเพราะว่า การซื้อขายที่มากเกินไปและคิดว่าตัวเองมีความสามารถมากซึ่งเป็นปัจจัยที่ทำให้การลงทุนมักจะเกิดความผิดพลาดในการลงทุนได้ง่าย

¹⁴ Dellong, Shleifer, Summers, Waldmann, "Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation," *Journal of Finance* 45(1990): 385

¹⁵ วิรัตน์ เรืองลิขิตกุล, "พฤติกรรมของนักลงทุนต่างชาติที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนและความแปรปรวนของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย," (วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต ศิลปศาสตร์ เศรษฐศาสตร์และการเงินระหว่างประเทศ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2544) หน้า 57

¹⁶ Brad M. Barber and Terrance Odean, "The Internet and the Investor," *Journal of Economic* 15(Winter 2001): 44

จากการประมวลความรู้ที่ได้จากการศึกษางานที่ผ่านมา พบว่าในการศึกษางานที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยในการกำหนดอุปสงค์ในการลงทุนผ่านอินเทอร์เน็ตเป็นเรื่องที่เป็นประเด็นใหม่ในประเทศไทย ดังนั้นตัวแปรที่ใช้ในการกำหนดอุปสงค์ในการลงทุนผ่านอินเทอร์เน็ตจะใช้ตัวแปรเหมือนกับการศึกษาของต่างประเทศ คือ เพศ อายุ การศึกษา อาชีพ รายได้ ความถี่ในการซื้อขาย และได้เพิ่มตัวแปรอีก 2 ตัวคือ ประสบการณ์ในการลงทุน และ ความสะดวกในการเชื่อมต่อระบบอินเทอร์เน็ต เพราะตัวแปรทั้งสองช่วยอธิบายให้เห็นภาพที่มากขึ้นเกี่ยวกับพฤติกรรมของนักลงทุนโดย ตัวแปรทางด้านประสบการณ์ในการลงทุน เป็นตัวแปรที่แสดงให้เห็นความสามารถทางด้านความรู้ความเข้าใจในเรื่องการลงทุน และตัวแปรทางด้านความสะดวกในการเชื่อมต่อระบบอินเทอร์เน็ต เป็นตัวแปรที่แสดงให้เห็นการเข้าถึงอินเทอร์เน็ตเพื่อที่จะสามารถค้นหาข้อมูลและใช้ข้อมูลเหล่านั้นมาตัดสินใจในการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ ซึ่งข้อมูลในส่วนนี้ทั้งหมดจะเป็นข้อมูลคุณภาพและเป็นข้อมูลภาคตัดขวาง (cross - section) ที่ได้จากการเก็บแบบสอบถามในปี 2547 ดังนั้นวิธีการที่ใช้จึงเป็นการใช้แบบจำลองออร์เดอร์โลจิต (Ordered - Logit Model) ในการทดสอบ และในส่วนของการทดสอบความแตกต่างของโครงสร้างปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนที่ผ่านและไม่ผ่านอินเทอร์เน็ต จะใช้ตัวแปรดังนี้ คือ เพศ อายุ รายได้ เวลาในการอ่านข้อมูล และขนาดพอร์ต ซึ่งเป็นตัวแปรที่ได้จากการรวบรวมงานวิจัยที่เกี่ยวข้องและทางตัวแปรทางทฤษฎีที่คาดว่าน่าจะมีความสัมพันธ์กับปริมาณการซื้อขายของนักลงทุน และวิธีการวิเคราะห์จะใช้ Stability Test Analysis ในการทดสอบความสัมพันธ์ว่าปริมาณซื้อขายของนักลงทุนที่ซื้อขายผ่านอินเทอร์เน็ต ผ่านมาร์เก็ตติ้ง และผ่านทั้งสองแบบถูกกำหนดจากปัจจัยที่เท่ากันหรือไม่

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย