การเปรียบเทียบพฤติกรรมและความสามารถของนักลงทุน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นาย จิรัฏฐ์ บริบูรณ์ธนกิจ

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน
คณะพาณิชยศาสตรและการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
ปีการศึกษา 2548
ISBN 974-17-5464-7
ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A COMPARISON OF BEHAVIORS AND PERFORMANCE OF INVESTORS IN STOCK EXCHANGE OF THAILAND

Mr. Jirat Borriboontanakit

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Science in Finance
Department of Banking and Finance
Faculty of Commerce and Accountancy
Chulalongkorn University
Academic Year 2005

ISBN 974-17-5464-7

หัวข้อวิทยานิพนธ์	การเปรียบเทียบพฤติกรรมและความสามารถของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
โดย	นาย จิรัฏฐ์ บริบูรณ์ธนกิจ
สาขาวิชา	การธนาคารและการเงิน
อาจารย์ที่ปรึกษา	รองศาสตราจารย์ ดร. สันติ ถิรพัฒน์

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้นับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต

..... คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ดนุชา คุณพนิชกิจ)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร. โสตถิธร มัลลิกะมาส)

..... อาจารย์ที่ปรึกษา
(รองศาสตราจารย์ ดร. สันติ ถิรพัฒน์)

..... กรรมการ
(อาจารย์ ดร.อนันต์ เจียรวงศ์)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

จิรัฏฐ์ บริบูรณ์ธนกิจ : การเปรียบเทียบพฤติกรรม และความสามารถของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (A COMPARISON OF BEHAVIORS AND PERFORMANCE OF INVESTORS IN STOCK EXCHANGE OF THAILAND) อ. ที่ปรึกษา: รศ.ดร.สันติ ถิรพัฒน์, 60 หน้า. ISBN 974-17-5464-7.

งานวิจัยชิ้นนี้มีจุดประสงค์เพื่อเปรียบเทียบพฤติกรรม และความสามารถของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วย นักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อย โดยใช้แบบจำลอง VAR (Vector Auto Regressive) ในการอธิบายพฤติกรรมนักลงทุน และแบบจำลองค่าความยืดหยุ่น (elasticity model) ร่วมกับแบบจำลองค่าความแปรปรวนร่วม (covariance model) เพื่อศึกษาความสามารถของนักลงทุน โดยใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงตอนมกราคม 2538 ถึงเดือนธันวาคม 2546

จากการศึกษาในแบบจำลอง VAR พบว่า นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมการลงทุนตามตนเองในอดีต แต่นักลงทุนรายย่อยไม่มีพฤติกรรมดังกล่าว นอกจากนั้นยังพบว่านักลงทุนต่างประเทศมีพฤติกรรมลงทุนตรงข้ามกับนักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบัน ส่วนนักลงทุนรายย่อยลงทุนตามนักลงทุนสถาบัน แต่ลงทุนตรงข้ามกับนักลงทุนต่างประเทศ ในกรณีของนักลงทุนสถาบันนั้น ในช่วงแรกลงทุนตามนักลงทุนรายย่อย และจะลงทุนตรงข้ามนักลงทุนต่างประเทศ แต่ในช่วงหลังนักลงทุนสถาบันลงทุนตรงข้ามนักลงทุนรายย่อย แต่จะลงทุนตามนักลงทุนต่างประเทศ

การศึกษาความสามารถของนักลงทุนนั้น แบ่งออกเป็น 2 ส่วนได้แก่ ต้นทุน และจังหวะในการลงทุน การศึกษาต้นทุนแบ่งเป็น ต้นทุนซื้อ และต้นทุนขาย พบว่า นักลงทุนต่างประเทศมีต้นทุนขายมากที่สุดในการลงทุนทุกช่วงเวลา นักลงทุนรายย่อยมีต้นทุนขายน้อยที่สุดรองลงมาได้แก่นักลงทุนสถาบัน แต่หลังจากการลงทุน 1 เดือน นักลงทุนรายย่อยมีต้นทุนสูงกว่านักลงทุนสถาบัน ในส่วนต้นทุนซื้อพบว่า นักลงทุนสถาบันมีต้นทุนซื้อต่ำที่สุด รองลงมาได้แก่นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนรายย่อยตามลำดับ แต่หลังจากการลงทุน 1 สัปดาห์ นักลงทุนต่างประเทศมีต้นทุนซื้อต่ำที่สุด รองลงมาได้แก่นักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบัน ตามลำดับ ส่วนจังหวะในการลงทุนพบว่า นักลงทุนสถาบันมีจังหวะในการลงทุนดีกว่านักลงทุนประเภทอื่น ๆ รองลงมาได้แก่ นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนรายย่อยตามลำดับ แต่หลังจากการลงทุน 1 เดือนพบว่า นักลงทุนต่างประเทศจะมีจังหวะในการลงทุนดีกว่านักลงทุนประเภทอื่น ๆ รองลงมาได้แก่นักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบันตามลำดับ

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน
สาขาวิชา การเงิน
ปีการศึกษา 2548

ลายมือชื่อนิสิต จิรัฏฐ์ บริบูรณ์ธนกิจ
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา สันติ ถิรพัฒน์

458218726 : MAJOR FINANCE

KEY WORD: INVESTOR BEHAVIOR/ MOMENTUM/ FOREIGN INVESTORS/ PERFORMANCE

JIRAT BORRIBOONTANAKIT: A COMPARISON OF BEHAVIORS AND PERFORMANCE OF INVESTORS IN STOCK EXCHANGE OF THAILAND. THESIS ADVISOR: ASSOC. PROF. SANTI TIRAPAT, 60 pp. ISBN 974-17-5464-7.

The objective of this research is to compare the behaviors and explore the performance of different groups of investors; foreign, institutional and individual investors, in The Stock Exchange of Thailand (SET). In this research, the Vector Auto Regressive (VAR) model is employed to uncover the patterns of investment behavior, and the Elasticity model together with Covariance model are utilized to assess the investment performance, by using data collected from the Stock Exchange of Thailand (SET) between January 1995 and December 2003.

The result of VAR model shows that foreign and institutional investors tend to invest according to their historical activities but it is not the case for individual investors. In addition, foreign investors are likely to invest as opposed to individual and institutional investors whereas individual investors tend to follow institutional investors but there're oppose to foreign investors. However, institutional investors, in early stage, tend to follow individual investors but there're oppose to foreign investors. However, as the time passed the pattern of investment is turned upside down.

In terms of investment performance, this study takes into account 2 aspects: cost of investment and timing of investment. The cost of investment comprises the cost, of buying and selling securities. The finding shows that foreign investors bear the highest cost of selling at all times. For institutional and individual investors, the finding reveals 2 divert views. During the first month, the cost of selling for individual investors is the lowest but after that individual investors tend to bear, higher cost than institutional investors. On the other hand, for the cost of buying, the findings show 2 divert views. During the first week, institutional investors bear the lowest cost, followed by foreign and individual investors respectively. But after that period foreign investors bear the lowest cost of buying followed by individual and institutional investors respectively. Furthermore, in terms of investment timing, the finding points out that during the first month, the investment timing of institutional investors is the best followed by foreign investors and individual investors respectively. However, after the period, foreign investors tend to have the best timing, followed by individual investors and institutional investors respectively.

Department of Banking and Finance
Field of Study Finance
Academic year 2005

Student's signature Jirat Borriboontanakit
Advisor's signature Santi Tirapat

กิตติกรรมประกาศ

งานวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ข้าพเจ้าต้องขอขอบพระคุณ อาจารย์ทุกท่านที่ได้อบรมสั่งสอนข้าพเจ้าในภาควิชาการเงิน คณะพาณิชย์ศาสตร์ และการบัญชี ทำให้ข้าพเจ้าสามารถพัฒนาความรู้ความสามารถในสาขาวิชานี้มากยิ่งขึ้น

ข้าพเจ้าต้องขอขอบพระคุณ รศ.ดร. สันติ ถิรพัฒน์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่เสียสละเวลาเพื่อให้คำแนะนำต่าง ๆ ที่เป็นประโยชน์มากมายแก่ข้าพเจ้า ซึ่งข้าพเจ้าจะนำมาประยุกค์ใช้ให้เป็นประโยชน์ในชีวิตประจำวันต่อไป รวมทั้งคณะกรรมการซึ่งได้แก่ ประธานกรรมการวิทยานิพนธ์ รศ.ดร. โสตถิธร มัลลิกะมาส และ กรรมการวิทยานิพนธ์ อ.ดร. อนันต์ เจียรวงศ์

ข้าพเจ้าอยากจะขอขอบคุณ เพื่อน ๆ ทุกคน ในรุ่นที่ 6 ที่ช่วยเหลือ และให้กำลังใจในการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้อย่างเสมอมา รวมทั้ง ญาติ ๆ ของข้าพเจ้าที่คอยถามความคืบหน้าตลอดมา และเพื่อน ๆ ที่ช่วยตรวจสอบวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

และท้ายที่สุด ข้าพเจ้าหวังว่าวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจ ซึ่งข้าพเจ้าขอมอบความดีทั้งหมด ให้แก่ ครอบครัวของข้าพเจ้า ที่คอยให้กำลังใจ ให้ความรัก และสนับสนุนข้าพเจ้าอย่างเสมอมา ซึ่งข้าพเจ้าขอรับผิดชอบความผิดพลาดต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้แด่เพียงผู้เดียว

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อภาษาไทย ..... ง

บทคัดย่อภาษาอังกฤษ ..... จ

กิตติกรรมประกาศ ..... ฉ

สารบัญ ..... ช

สารบัญตาราง ..... ญ

สารบัญรูปภาพ ..... ฏ

บทที่

1 บทนำ 1

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา 1

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย 2

1.3 ขอบเขตการวิจัย 3

1.4 ข้อจำกัดการวิจัย 3

1.5 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย 3

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ 3

1.7 ลำดับขั้นตอนการวิจัย 4

2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง 5

2.1 พฤติกรรมของนักลงทุน 5

2.2 ความสามารถของนักลงทุน 9

3 วิธีการดำเนินการวิจัย 12

3.1 ข้อมูล และแหล่งข้อมูล 12

3.2 แนวทางของการวิเคราะห์ข้อมูลศึกษา 12

3.2.1 พฤติกรรมของนักลงทุนแต่ละประเภท 12

3.2.2 ความสามารถในการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท 14

3.2.3 ปัจจัยที่มีผลต่อการนำเงินเข้ามาลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ 15

3.2.4 รูปแบบการซื้อขายในแต่ละเดือนของนักลงทุนแต่ละประเภท 15

หน้า

บทที่

3.3 สมมุติฐานการวิจัย 16
4 ผลการวิจัย 19
4.1 ค่าสถิติ และความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ 19
4.1.1 ค่าสถิติของราคาน้ำมัน
และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ 19
4.1.2 ค่าสถิติปริมาณการซื้อ ขาย และซื้อสุทธิของนักลงทุนประเภทต่าง ๆ 22
4.1.3 ความสัมพันธ์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ 25
4.1.4 ความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนแต่ละประเภท
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 26
4.1.5 สัดส่วนเงินลงทุนสุทธิในเรือนหุ้นจากต่างประเทศ 27
4.2 พฤติกรรมของนักลงทุน 29
4.2.1 แบบจำลองการปรับพอร์ทการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท และ
ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ แบบไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่นๆ 30
4.2.2 แบบจำลองการปรับพอร์ทการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท และ
ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ แบบมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ 35
4.2.3 Impulse Response Function 41
4.2.4 Granger Causality Tests 43
4.3 ความสามารถในการลงทุน 44
4.3.1 ต้นทุนในการซื้อ และขายของนักลงทุนแต่ละประเภท 44
4.3.2 จังหวะในการลงทุน 46
4.4 ปัจจัยที่มีผลต่อการนำเงินเข้ามาลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ 47
4.5 รูปแบบการซื้อขายในแต่ละเดือนของนักลงทุนแต่ละประเภท 49
5 สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ 52
5.1 บทสรุป 52
5.1.1 พฤติกรรมของนักลงทุน 52

หน้า

บทที่

5.1.2 ความสามารถในการลงทุน 53
5.1.3 ปัจจัยที่มีผลต่อการนำเงินเข้ามาลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ 53
5.1.4 รูปแบบการซื้อขายในแต่ละเดือนของนักลงทุนแต่ละประเภท 54
5.2 ข้อเสนอแนะ 56
รายการอ้างอิง 57
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์ 60

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญตาราง

หน้า

ตาราง

4.1 ค่าสถิติของอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศ และราคาน้ำมัน 20

4.2 ค่าสถิติการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท 22

4.3 ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศ 25

4.4 ความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนแต่ละประเภท และอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 26

4.5 รูปแบบสัดส่วนเงินลงทุนสุทธิในเรือนหุ้นจากต่างประเทศ 27

4.6 แบบจำลองการปรับพอร์ทของนักลงทุนแต่ละประเภท และผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ แบบไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ 30

กลุ่มที่ 1 แบบจำลองการปรับพอร์ทของนักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนรายย่อย และผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ 31

กลุ่มที่ 2 แบบจำลองการปรับพอร์ทของนักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนสถาบัน และผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ 32

กลุ่มที่ 3 แบบจำลองการปรับพอร์ทของนักลงทุนสถาบัน นักลงทุนรายย่อย และผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ 33

4.7 แบบจำลองการปรับพอร์ทของนักลงทุนแต่ละประเภท และผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ แบบมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ 36

กลุ่มที่ 1 แบบจำลองการปรับพอร์ทของนักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนรายย่อย ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ และปัจจัยมหภาคอื่น ๆ 37

กลุ่มที่ 2 แบบจำลองการปรับพอร์ทของนักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนสถาบัน ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ และปัจจัยมหภาคอื่น ๆ 38

กลุ่มที่ 3 แบบจำลองการปรับพอร์ทของนักลงทุนสถาบัน นักลงทุนรายย่อย ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ และปัจจัยมหภาคอื่น ๆ 39

หน้า

ตาราง

4.8 Granger Causality Tests ระหว่างนักลงทุนทั้งสามประเภท และอัตราผลตอบแทน 43
4.9 ต้นทุนในการซื้อ และขายของนักลงทุนแต่ละประเภท 44
4.10 ค่าแปรปรวนร่วมระหว่างนักลงทุนแต่ละประเภท 46
4.11 ปัจจัยที่มีผลต่อการนำเงินเข้ามาลงทุนในเรือนหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศ 48
4.12 รูปแบบการซื้อสุทธิ ซื้อ และ ขายของนักลงทุนแต่ละประเภท 49

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญรูปภาพ

หน้า

ภาพประกอบ

1.1 สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2

4.1 รูปแบบของอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ เอสแอนด์พี 500 ดาวโจนส์ สิงค์โปร์ เกาหลี ญี่ปุ่น ฮ่องกง ไทย และราคาน้ำมัน 21

4.2 รูปแบบของปริมาณการซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบัน 24

4.3 สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนประเทศต่าง ๆ ที่ทำการลงทุน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 28

4.4 Impulse Response Function ของนักลงทุนรายย่อย นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบัน ที่มีผลต่ออัตราตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ 42

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 1

บทนำ

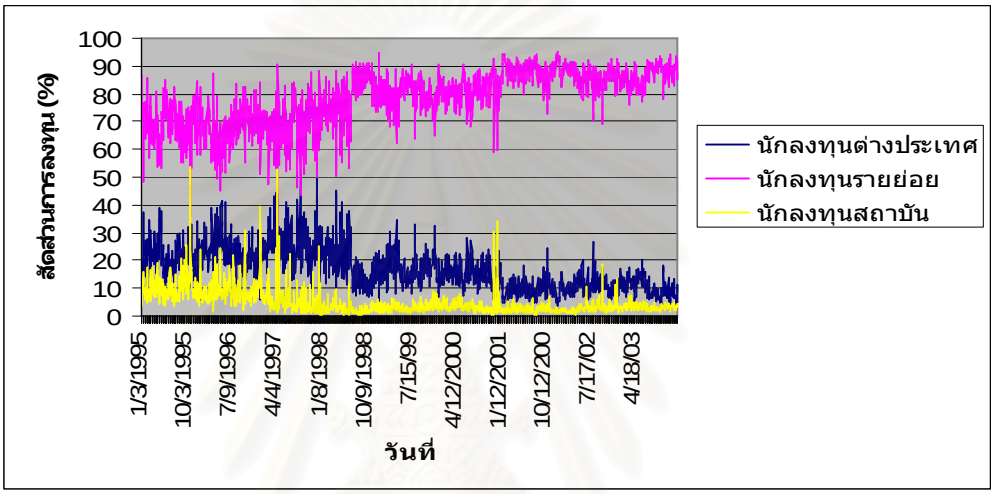
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแบ่งนักลงทุนออกเป็น 3 ประเภท ได้แก่ นักลงทุนสถาบัน (institution investors) นักลงทุนรายย่อย (individual investors) และนักลงทุนต่างประเทศ (foreign investors) โดยนักลงทุนแต่ละประเภท มีขนาดของการลงทุน ช่วงเวลาในการลงทุน ความรู้ความสามารถ และรูปแบบการซื้อขายที่แตกต่างกัน โดยทั่วไปนักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีการซื้อขายแต่ละครั้งเป็นจำนวนมาก ซึ่งสามารถทำให้เกิดผลกระทบต่อการซื้อขายในตลาด แต่สำหรับนักลงทุนรายย่อยแม้จะเป็นนักลงทุนที่มีการซื้อขายแต่ละครั้งไม่มาก เมื่อเทียบกับนักลงทุนต่างประเทศและนักลงทุนสถาบัน แต่เท่าที่ผ่านมาการลงทุนโดยรวมของนักลงทุนรายย่อยมีสัดส่วนในการซื้อขายมากที่สุด ดังนั้นพฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละกลุ่มน่าจะมีผลกระทบต่อราคา และการผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ไม่มากก็น้อย

ถึงแม้ว่ามีผู้ศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาทิ เช่น ศศิวิมล ปราถนาดี (2536) โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี 1995 ถึงปี 1999 ซึ่งได้ทำการเปรียบเทียบพฤติกรรมของนักลงทุนแต่ละประเภท ก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจ แต่ในปัจจุบันเศรษฐกิจของประเทศกำลังฟื้นตัวทำให้สัดส่วนของนักลงทุนในตลาดเปลี่ยนไป โดยในช่วง ปี 1995 ถึง 1999 นักลงทุนต่างประเทศและ นักลงทุนรายย่อย มีสัดส่วน 17.75% และ 56.7% ตามลำดับ แต่หลังจากปี 1999 ถึงปี 2002 สัดส่วนของนักลงทุนต่างประเทศ ลดลงเหลือเพียงแค่ 4.9% ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยมีสัดส่วนมากขึ้นเป็น 71% แต่สัดส่วนของนักลงทุนสถาบันนั้นเปลี่ยนแปลงไม่มากในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งจากรูปที่ 1.1 แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนของนักลงทุนแต่ละประเภทเริ่มมีการเปลี่ยนแปลงสองช่วง โดยช่วงแรกอยู่ในช่วงปี 1998 และช่วงที่สองอยู่ในช่วงปี 2001 โดยทั้งสองช่วงเวลานั้นพบว่านักลงทุนรายย่อยมีสัดส่วนเพิ่มมากขึ้น นักลงทุนต่างประเทศมีสัดส่วนลดลง และนักลงทุนสถาบันมีสัดส่วนไม่เปลี่ยนแปลงมาก ตามลำดับ

รูปที่ 1.1 สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในรูปแสดงรูปแบบของสัดส่วนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนทั้ง 3 ประเภทได้แก่ นักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบัน ตัวแปรที่นำมาศึกษานั้นเป็นข้อมูลรายสัปดาห์ โดยเริ่มตั้งแต่ สัปดาห์แรกของเดือนมกราคม 2538 ถึงสัปดาห์สุดท้ายของเดือนธันวาคม 2546



ดังนั้นการศึกษานี้จึงได้ปรับปรุงข้อมูลเพื่อใช้ในการวิเคราะห์พฤติกรรมของนักลงทุน นอกจากนั้นการศึกษาชิ้นนี้ยังได้ศึกษาความสามารถในการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท ซึ่งนักลงทุนแต่ละประเภทจะมีความสามารถในการลงทุนที่แตกต่างกัน ซึ่งเป็นผลมาจากพฤติกรรมที่แตกต่างกัน ดังนั้นการศึกษาทั้งพฤติกรรมและความสามารถของนักลงทุนแต่ละประเภท จะช่วยให้เข้าใจถึงสภาพตลาด และโครงสร้างของราคาหลักทรัพย์ในตลาดมากยิ่งขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้นักลงทุนและตลาดหลักทรัพย์มีการพัฒนามากยิ่งขึ้น

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาพฤติกรรม การใช้ข่าวสาร ตลอดจนผลกระทบของธุรกรรมการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภท

2. เพื่อเปรียบเทียบความสามารถของนักลงทุนแต่ละประเภท โดยพิจารณาจากต้นทุนและจังหวะในการลงทุน (timing) ของนักลงทุนแต่ละประเภท

3. เพื่อศึกษาปัจจัยมหภาคที่กำหนดการไหลเข้าออกเงินทุนของนักลงทุนต่างประเทศเข้ามาสู่ประเทศไทย

1.3 ขอบเขตการวิจัย

การศึกษาแบ่งนักลงทุนออกเป็น 3 ประเภท ตามนิยามของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งได้แก่ นักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนต่างประเทศ และการศึกษาใช้ข้อมูลตั้งแต่วันที่ 5 มกราคม พ.ศ. 2538 (ซึ่งเป็นวันแรกที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รายงานการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภท) ถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2546

1.4 ข้อจำกัดของการวิจัย

ข้อมูลที่นำมาวิจัยมีบางส่วนอยู่ในช่วงวิกฤตการณ์ค่าเงิน โดยข้อมูลในช่วงดังกล่าวอาจส่งผลต่อความถูกต้องของผลลัพธ์ที่ได้

1.5 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

1. กลยุทธ์ตามตลาด (momentum strategy) คือ นักลงทุนที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ตามสภาพของตลาดในขณะนั้น เช่น ซื้อหลักทรัพย์เมื่อราคาขึ้น และขายหลักทรัพย์เมื่อราคาลง

2. กลยุทธ์ย้อนตลาด (contrarian strategy) คือ นักลงทุนที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ตรงข้ามกับสภาพตลาดในขณะนั้น เช่น ซื้อหลักทรัย์เมื่อราคาลง และขายหลักทรัพย์เมื่อราคาขึ้น

3. การซื้อขายตามกัน (herding strategy) คือ นักลงทุนประเภทหนึ่งที่ทำการซื้อขายตามนักลงทุนอีกประเภทหนึ่ง

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษาพฤติกรรมและความสามารถของนักลงทุนแต่ละประเภทจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ในการที่จะเข้าใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนแต่ละประเภทมากยิ่งขึ้น รวมทั้งยังสามารถเข้าใจถึงลักษณะของตลาดหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น ซึ่งจะทำให้ผู้ที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์สามารถปรับวิธีการลงทุนให้เหมาะสมกับตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น

นอกจากนั้นการที่ประเทศไทยเปิดเสรีการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะส่งผลให้นักลงทุน

ต่างประเทศสามารถเคลื่อนย้ายทุนเข้าออกได้อย่างเสรี ซึ่งทำให้นักลงทุนต่างประเทศมีบทบาทอย่างมากในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการนำเงินเข้ามาลงทุนในประเทศของนักลงทุนต่างประเทศจะทำให้ผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดหลักทรัพย์สามารถเข้าใจโครงสร้างของราคาหลักทรัพย์ในตลาดมากยิ่งขึ้น ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น

1.7 ลำดับขั้นตอนการวิจัย

ในขั้นตอนการวิจัยแบ่งออกเป็น 5 ส่วน ในส่วนแรกเป็นการแนะนำการวิจัย ในส่วนที่สองเป็นการศึกษาผลงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาพฤติกรรม และความสามารถของนักลงทุนแต่ละประเภท ในส่วนที่ 3 เป็นการแสดงแบบจำลองต่าง ๆ ที่นำมาทดสอบ ซึ่งผลของการทดสอบจะแสดงในส่วนที่ 4 และในส่วนสุดท้าย เป็นการสรุปผลการศึกษา และให้คำแนะนำสำหรับผู้ที่ต้องการศึกษาต่อในอนาคต

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 2

เอกสาร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเกี่ยวกับนักลงทุนประเภทต่าง ๆ สามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ ๆ คือ การศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุน เช่น กลยุทธ์ของนักลงทุน การซื้อขายตามกันของนักลงทุน (herding) และการใช้ข่าวสารของนักลงทุน ในส่วนที่ 2 ศึกษาความสามารถของนักลงทุน โดยแบ่งออกเป็น ต้นทุนในการลงทุน และจังหวะในการลงทุน (timing)

2.1 พฤติกรรมของนักลงทุน

งานวิจัยในประเทศไทย Khanthavit (1996) ศึกษาในช่วง 3 มกราคม 1995 ถึง 12 มีนาคม 1996 ทำการศึกษาข้อมูลเป็นรายวัน โดยใช้แบบจำลอง VAR ในการวิจัย ผลการวิจัยพบว่านักลงทุนต่างประเทศเป็นนักลงทุนตามตลาด ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยเป็นนักลงทุนย้อนตลาด สำหรับนักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนต่างประเทศมีพอร์ทการลงทุนขนาดใหญ่ การซื้อ และขายต้องใช้เวลาหลายวันเพื่อไม่ให้มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ ในส่วนของนักลงทุนรายย่อยนั้นจะลงทุนตามนักลงทุนสถาบัน ซึ่งเป็นสาเหตุทำให้นักลงทุนรายย่อยได้รับข่าวสารช้ากว่านักลงทุนสถาบัน การลงทุนที่ได้รับข้อมูลข่าวสารช้านั้นเป็นสาเหตุทำให้นักลงทุนรายย่อยมีพฤติกรรมใช้ข่าวลือในการลงทุน นอกจากนั้นการศึกษายังพบว่าตลาดหลักทรัพย์สามารถใช้ข้อมูลในอดีต ทำนายราคาในอนาคตได้ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ไม่มีประสิทธิภาพ รวมทั้งการกระจายข้อมูลก็ไม่ทั่วถึงซึ่งพบว่านักลงทุนต่างประเทศจะเป็นผู้ที่นำข่าวสารเข้ามา ทำให้นักลงทุนต่างประเทศเป็นนักลงทุนที่มีข่าวสารดีที่สุด แต่การศึกษาไม่พบว่าการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยมีลักษณะเป็น แมงเม่า นั่นคือ เมื่อซื้อ (ขาย) หลักทรัพย์แล้วมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ลดลง (เพิ่มขึ้น) และเป็นที่น่าแปลกใจว่า นักลงทุนสถาบันก็มีพฤติกรรมแบบนี้เช่นกัน

ศศิวิมล ปราณนาดี (2536) ทำการศึกษาพฤติกรรมโดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ช่วงได้แก่ ก่อนวิกฤตการณ์ทางการเงิน (มิถุนายน 1995 ถึง ธันวาคม 1996) และหลังวิกฤตการณ์ทางการเงิน (มกราคม 1998 ถึง มิถุนายน 1999) โดยการวิจัยเป็นการขยายช่วงเวลาต่อจากงานวิจัยของ Khanthavit (1996) โดยใช้แบบจำลอง VAR เหมือนกันในการทดสอบ ผลการทดสอบพบว่า ทั้งก่อนและหลังวิกฤตการณ์ นักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบันมีกลยุทธ์การลงทุนเหมือนเดิม นั่นคือนัก

ลงทุนต่างประเทศเป็นนักลงทุนตามตลาด ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยเป็นนักลงทุนย้อนตลาด แต่นักลงทุนสถาบันก่อนวิกฤตการณ์ไม่ใช้กลยุทธ์ใดในการลงทุน แต่หลังวิกฤตการณ์ใช้กลยุทธ์ย้อนตลาดในการลงทุน

ในส่วนของพฤติกรรมกลุ่มพบว่า ในช่วงก่อนวิกฤตการณ์นักลงทุนรายย่อยลงทุนตามนักลงทุนสถาบันซึ่งผลที่ได้เหมือนกับ Khanthavit (1996) แต่หลังจากวิกฤตการณ์ นักลงทุนรายย่อยลงทุนตามนักลงทุนสถาบันลดลง การใช้ข่าวสารในการลงทุนพบว่า นักลงทุนต่างประเทศยังคงเป็นนักลงทุนที่นำข่าวสารเข้ามา และนักลงทุนรายย่อยใช้ข่าวลือในการลงทุนเหมือนเดิม แต่หลังจากเกิดวิกฤตการณ์ นักลงทุนสถาบันใช้ข่าวสารในการลงทุนมากขึ้น การใช้ข่าวสารยังพบว่า สามารถใช้ข้อมูลในอดีตทำนายราคาในอนาคตได้ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ยังคงไม่มีประสิทธิภาพทั้งก่อนและหลังวิกฤตการณ์

Pavabutr and Yan (2002) ศึกษาผลกระทบของการเคลื่อนไหวเงินทุนของนักลงทุนต่างประเทศจากความแปรปรวนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 1995 ถึง 2002 และใช้แบบจำลอง VAR ในการศึกษา จากการศึกษาพบว่าราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงส่วนใหญ่มาจากเงินลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศที่ไม่คาดไว้ ส่วนเงินลงทุนที่คาดไว้จะไม่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ โดยหลักทรัพย์ที่นักลงทุนต่างประเทศสนใจจะเป็นหลักทรัพย์ที่มีความแปรปรวนสูง แต่ในขณะเดียวกันก็จะทำให้เกิดสภาพคล่องที่สูงขึ้นด้วยเช่นกัน ยิ่งไปกว่านั้นความแปรปรวนที่สูงขึ้นในช่วงวิกฤตการณ์นั้น ทำให้สภาพคล่องลดลงเป็นแรงดึงดูดให้นักลงทุนรายย่อยขายหลักทรัพย์ออกมามากขึ้น ในขณะที่นักลงทุนต่างประเทศซื้อสุทธิซึ่งเป็นการเพิ่มสภาพคล่องของนักลงทุนต่างประเทศให้แก่หลักทรัพย์นั้น ๆ แต่ในช่วงที่หลักทรัพย์มีสภาพคล่องอยู่แล้ว การเคลื่อนไหวเงินทุนของนักลงทุนต่างประเทศไม่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์

ยิ่งไปกว่านั้น Pavabutr and Yan (2002) ยังได้ศึกษาถึงพฤติกรรมของนักลงทุนแต่ละประเภทในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละประเภทในช่วงปี 1995 – 2002 โดยการศึกษาจะแบ่งออกเป็น 2 ช่วง ได้แก่ ช่วงก่อนวิกฤต และหลังวิกฤตทางการเงินของเอเชีย จากการศึกษาพบว่า การนำเงินเข้ามาลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศมาจากทั้งปัจจัยภายในประเทศและปัจจัยภายนอกประเทศ โดยปัจจัยภายนอกประเทศที่มีอิทธิพลได้แก่ อัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา ทวีปยุโรป และภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ถ้าตลาดเหล่านี้มีอัตราผลตอบแทนดี ก็จะส่งผลต่อการปรับการลงทุนมาสู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากขึ้น ในส่วน

ของปัจจัยภายในประเทศนั้นจะมาจาก โอกาสในการลงทุน หรือมาจากความได้เปรียบที่มีข้อมูลในการลงทุนมากกว่า ในส่วนของพฤติกรรมการลงทุนนักลงทุนต่างประเทศมีลักษณะการลงทุนแบบตามตลาด และไม่มีผลต่อเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์จะเห็นว่าในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจนักลงทุนต่างประเทศยังคงซื้อสุทธิ แต่กลับเป็นนักลงทุนในประเทศที่ทำการขายสุทธิออกมาอย่างมาก โดยหลังจากช่วงวิกฤติพบว่าตลาดมีความแปรปรวนสูงขึ้น เนื่องจากว่านักลงทุนที่ใช้ข้อมูลข่าวสารมีจำนวนลดลงหลังจากเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ

Bailey, Mao, and Sirodom (2002) ศึกษาโดยการทดสอบ ผลตอบแทน และปริมาณการลงทุนในช่วงการประกาศรายได้ และเงินปันผล ของบริษัทในประเทศไทย (ข้อมูลปี 1989 ถึงปี 1998) และสิงค์โปร์ (ข้อมูลปี 1988 ถึง 1998) พบว่าข่าวสารของบริษัทที่ประกาศออกมามีความแตกต่างกันสำหรับนักลงทุนในประเทศ และนักลงทุนต่างประเทศ สำหรับในประเทศไทยนักลงทุนต่างประเทศจะรับข้อมูลข่าวสารได้เร็วกว่านักลงทุนในประเทศอย่ามีนัยสำคัญ เนื่องจากนักลงทุนต่างประเทศมีความเข้าใจกับข่าวสารที่ได้รับ และมีเงินในการลงทุนสูง ทำให้การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ตรงตามการคาดการณ์ของนักลงทุนต่างประเทศ ดังนั้นนักลงทุนต่างประเทศสามารถได้ผลตอบแทนที่มากกว่านักลงทุนในประเทศ ส่วนนักลงทุนในประเทศเฉยต่อข่าวสารที่ได้รับ เนื่องจากไม่มีความเข้าใจข้อมูลที่ได้รับ ประกอบกับมีทุนในการลงทุนต่ำ ทำให้ได้รับอัตราผลตอบแทนที่ต่ำด้วยเช่นกัน

งานวิจัยของต่างประเทศ Bae, Ito and Yamada (2001) Grinblatt and Keloharju (2001) และ Choe, Kho and Stulz (1997) พบในประเทศ ญี่ปุ่น ฟินแลนด์ และเกาหลี ตามลำดับว่า นักลงทุนต่างประเทศใช้กลยุทธ์ตามตลาด และนักลงทุนรายย่อยใช้กลยุทธ์ย้อนตลาด นอกจากนั้น นักลงทุนรายย่อยเป็นนักลงทุนที่ใช้ข่าวลือในการลงทุน และมีพฤติกรรมซื้อขายตามกัน (herding) กับนักลงทุนสถาบัน ซึ่งตรงข้ามกับนักลงทุนต่างประเทศเป็นนักลงทุนที่มีข้อมูลในการลงทุนมากที่สุด ซึ่ง Bailey, Mao and Sirodom (2002) พบเช่นเดียวกันว่านักลงทุนต่างประเทศนั้นได้รับข้อมูลภายในเร็วกว่านักลงทุนในประเทศ ยิ่งไปกว่านั้นนักลงทุนต่างประเทศไม่มีพฤติกรรมซื้อขายตามนักลงทุนประเภทอื่น ๆ รวมทั้งยังพบว่านักลงทุนรายย่อยมีพฤติกรรมเป็น แมงเม่า นั่นคือ หลังจากที่นักลงทุนรายย่อยซื้อ (ขาย) หลักทรัพย์แล้ว ผลตอบแทนของตลาดลดลง (เพิ่มขึ้น)

ในประเทศเยอรมัน Brozynski, Menkhoff and Schmidt (2003) ได้ออกแบบสอบถามไปยังผู้จัดการกองทุนในช่วงสิ้นปี 2002 โดยสำรวจว่าผู้จัดการกองทุนเลือกใช้กลยุทธ์ใดในการลงทุน ซึ่งประกอบด้วย กลยุทธ์ตามตลาด กลยุทธ์ย้อนตลาด และกลยุทธ์ซื้อแล้วถือ จากแบบสำรวจพบว่า

อิทธิพลที่มีผลต่อการเลือกที่สุดคือ ประสบการณ์ของนักลงทุน โดยกลยุทธ์ที่ผู้จัดการกองทุนเลือกใช้มากที่สุดคือการซื้อแล้วถือเนื่องจากต้องการอยู่ในตลาดนาน ๆ และมีความมั่นใจในตนเองต่ำทำให้ไม่กล้าซื้อขายหลักทรัพย์ ในส่วนของกลยุทธ์ย้อนตลาดนั้น ส่วนมากเป็นผู้จัดการกองทุนที่มีตำแหน่งงานที่มั่นคง และมีความมั่นใจในตนเองสูงในการที่จะถือจนกว่าจะได้กำไร สุดท้ายกลยุทธ์ตามตลาด เป็นนักลงทุนที่กลัวความเสี่ยงน้อยที่สุดเชื่อว่าคนอื่นจะคำนวนผิดพลาด และมั่นใจว่าของตนเองจะถูก

Cohen (1999) and Cohen, Gompers and Vuolteenaho (2001) ศึกษาการซื้อขายระหว่างนักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี 1983 ถึง 1998 โดยเก็บข้อมูล 23,501 บริษัทต่อปี พบว่านักลงทุนสถาบันไม่มีกลยุทธ์ในการซื้อขาย เป็นนักลงทุนที่ทำให้เกิดสภาพคล่องในตลาด ในกรณีที่การซื้อขายนั้นไม่เกี่ยวข้องกับข่าวปัจจัยพื้นฐานของบริษัทนั้น ๆ แต่จะใช้กลยุทธ์ตามตลาดเมื่อการซื้อขายนั้นเกี่ยวข้องกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เช่นเดียวกับ Nofsinger and Sias (1999) พบว่านักลงทุนสถาบันใช้กลยุทธ์แบบตามตลาด ตรงข้ามกับนักลงทุนรายย่อยที่ใช้กลยุทธ์แบบย้อนตลาด ซึ่งเป็นนักลงทุนที่ขาดความรู้ในการลงทุน และเป็นต้นเหตุให้เกิดความไม่มีเสถียรภาพในตลาด

การลงทุนจากต่างประเทศ Froot, O'Connell and Seasholes (2001) ใช้ข้อมูลการเคลื่อนย้ายทุนเข้าออกใน 44 ประเทศ ในช่วงปี 1994 – 1998 โดยใช้ข้อมูลเป็นรายวัน พบว่าในภูมิภาคเดียวกันจะมีการไหลเข้าออกของเงินมีความสัมพันธ์กันอย่างมาก โดยเฉพาะในประเทศกำลังพัฒนา และการไหลเข้าออกของเงินลงทุนเหล่านี้จะมีระยะเวลาติดต่อกันเป็นเวลานาน รวมทั้งการไหลเข้าออกของเงินลงทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการคาดการณ์ผลตอบแทนในอนาคตของประเทศนั้น ๆ ด้วย โดยทุนที่ไหลเข้า (ออก) นั้นมีผลให้ราคาหลักทรัพย์ของประเทศนั้น ๆ สูงขึ้น (ลดลง) ด้วย นอกจากนั้นพบว่านักลงทุนต่างประเทศในประเทศต่าง ๆ จะมีกลยุทธ์แบบตามตลาด โดยเฉพาะในประเทศกำลังพัฒนา

ในประเทศเกาหลี Choe, Kho and Stulz (1997) ใช้ข้อมูลการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท ในช่วงเดือนธันวาคม ปี 1996 ถึงเดือนพฤศจิกายน ปี 1998 โดยเป็นข้อมูลแบบภายในวัน (intra day) พบว่านักลงทุนต่างประเทศทำการเทขายหลักทรัพย์ออกมาเป็นจำนวนมากก่อนที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจในประเทศ ดังนั้นนักลงทุนต่างประเทศใช้ข่าวสารในการลงทุน และไม่ได้เป็นต้นเหตุของความไร้เสถียรภาพในตลาดหลักทรัพย์ และในปี 2000 ยังได้ศึกษาว่านักลงทุนในประเทศได้รับข้อมูลดีกว่านักลงทุนต่างประเทศหรือไม่ โดยใช้ข้อมูลการซื้อของนักลงทุนในช่วงเวลาดังกล่าวเช่นกัน

จากการศึกษาพบว่านักลงทุนต่างประเทศส่วนน้อยเท่านั้นที่ไม่ได้รับข้อมูลดีกว่านักลงทุนในประเทศ ซึ่งพบในนักลงทุนต่างประเทศที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กในจำนวนมาก ๆ โดยเมื่อซื้อหลักทรัพย์จากนักลงทุนในประเทศแล้ว ราคาหลักทรัพย์จะลง แต่ถ้านักลงทุนต่างประเทศขายหลักทรัพย์ให้นักลงทุนในประเทศแล้วราคาหลักทรัพย์จะสูงขึ้น และยิ่งจะมีโน้วแน้มเป็นแบบนี้มากขึ้นเมื่อนักลงทุนต่างประเทศเป็นแบบนักลงทุนระยะสั้น แต่จะไม่มีผลถ้านักลงทุนต่างประเทศเป็นแบบนักลงทุนระยะยาว

ซึ่งในประเทศญี่ปุ่น Bae, Ito and Yamada (2002) ใช้ข้อมูลการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภทในช่วงเดือนมกราคม ปี 1991 ถึงเดือนเมษายน ปี 1999 โดยเป็นข้อมูลรายสัปดาห์ พบว่านักลงทุนในประเทศไม่มีความรู้ในการลงทุน ทำให้เป็นต้นเหตุของความผันผวนในตลาดเช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเกาหลี นอกจากนั้น Hiraki, Inoue, Ito, Kuroki and Masuda (2001) ยังพบว่านักลงทุนต่างประเทศส่วนมากจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่คุ้นเคย และมีความปลอดภัยสูง ซึ่งตรงข้ามกับนักลงทุนในประเทศจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง

จากการศึกษาพฤติกรรมในเอกสาร และงานวิจัยต่าง ๆ พบว่านักลงทุนรายย่อยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบย้อนตลาด ไม่ซื้อขายตามตนเองในอดีต เป็นนักลงทุนที่ขาดความรู้ และชอบการเก็งกำไร ไม่ใช้ข้อมูลในการลงทุน ซื้อขายตามนักลงทุนประเภทอื่น ๆ ในส่วนนักลงทุนต่างประเทศเป็นนักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์แบบตามตลาด มีการซื้อขายตามตนเองในอดีตเนื่องจากนักลงทุนต่างประเทศมีเงินทุนจำนวนมากทำให้มีการซื้อขายแบบไล่ราคา เป็นนักลงทุนที่มีความรู้ และใช้ข้อมูลข่าวสารของตนเองในการลงทุน ไม่ซื้อตามนักลงทุนประเภทอื่น ๆ ส่วนนักลงทุนสถาบันใช้กลยุทธ์ย้อนตลาดในการลงทุน ซื้อขายหลักทรัพย์ครั้งละมาก ๆ ทำให้เป็นนักลงทุนซื้อขายแบบไล่ราคา นอกจากนั้นยังเป็นนักลงทุนที่มีความรู้ในการลงทุน แต่ใช้ข่าวสารที่ไม่แน่นอนในการลงทุน โดยบางครั้งใช้ข่าวสาร แต่บางครั้งใช้ข่าวลือในการลงทุน

2.2 ความสามารถของนักลงทุน

ในประเทศญี่ปุ่น Bae, Ito and Yamada (2001) ใช้ข้อมูลการลงทุนของนักลงทุนประเภทต่าง ๆ ตั้งแต่ มกราคม 1991 ถึง เมษายน 1999 โดยข้อมูลเป็นรายสัปดาห์พบว่า นักลงทุนต่างประเทศลงทุนตรงข้ามกับนักลงทุนในประเทศ เป็นเพราะความแตกต่างของกฎระเบียบที่ใช้บังคับในตลาดระหว่างนักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบัน เป็นผลให้นักลงทุนสถาบันจะทำการขายหลักทรัพย์ที่ได้รับกำไรออกมาโดยเฉพาะในเดือนก่อนที่จะทำการปิดงบการเงินเพื่อตกแต่งบัญชี เป็น

ผลให้นักลงทุนต่างประเทศจะเข้าไปซื้อหลักทรัพย์เป็นจำนวนมาก ทำให้ต้นทุนของนักลงทุนสถาบันเพิ่มขึ้น และจังหวะในการลงทุนไม่ดี ในทางตรงกันข้ามนักลงทุนต่างประเทศไม่จำเป็นต้องทำการตกแต่งบัญชี นักลงทุนกลุ่มนี้จะเข้ามาทำกำไรจากนักลงทุนสถาบัน ส่วนนักลงทุนรายย่อยยังคงมีความสามารถในการลงทุนต่ำเช่นเดิม แม้ว่าจะไม่จำเป็นต้องทำตามกฎทางบัญชี เพื่อทำการตกแต่งบัญชี

Hiraki, Inoue, Ito, Kuroki and Masuda (2001) ใช้ข้อมูลในช่วงปี 1985 ถึงปี 1998 ศึกษาลักษณะการลงทุนของนักลงทุนสถาบันในประเทศ และนักลงทุนต่างประเทศ พบว่านักลงทุนสถาบันในประเทศส่วนมากจะลงทุนในบริษัทขนาดใหญ่ มีความใกล้ชิดกัน และสนใจแต่ปัจจัยภายในประเทศ ในขณะที่นักลงทุนต่างประเทศจะลงทุนในบริษัทที่คุ้นเคย มีการบริหารงานที่ดี และมีอนาคตที่ดี รวมทั้งยังสนใจปัจจัยภายนอกประเทศด้วย โดยผลการศึกษาพบว่า ทั้งนักลงทุนสถาบันในประเทศและนักลงทุนต่างประเทศ มีปัญหาความลำเอียงในการลงทุนคือเลือกบริษัทที่ตนเองรู้จัก แต่อัตราผลตอบแทนในการลงทุนต่างกัน โดยพบว่านักลงทุนสถาบันมีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่ามาตรฐาน ในทางตรงกันข้ามนักลงทุนต่างประเทศมีอัตราผลตอบแทนสูงกว่ามาตราฐาน

Barber and Odean (2000) ศึกษาโดยใช้ข้อมูลจากนักลงทุนรายย่อยในประเทศสหรัฐอเมริกาจำนวน 66,465 ราย ที่เปิดพอร์ทลงทุนกับสถาบันการเงินขนาดใหญ่ ในปี 1991-1996 พบว่าอัตราผลตอบแทนสุทธิของนักลงทุนรายย่อยมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำกว่าผลตอบแทนตลาด 1.1% ต่อปี และถ้านักลงทุนรายย่อยลงทุนในหุ้นที่มีมูลค่าสูงขึ้นก็จะมีความเสี่ยงสูงขึ้น และจะมีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าผลตอบแทนตลาด 3.7% ต่อปี ยิ่งไปกว่านั้นนักลงทุนรายย่อยมีการหมุนเวียนหลักทรัพย์ในพอร์ทสูงมาก คิดเป็น 75% ของพอร์ทการลงทุนต่อปี ทำให้นักลงทุนรายย่อยมีประสิทธิภาพในการลงทุนต่ำมาก เนื่องมาจากต้นทุนที่สูงนั่นเอง สำหรับนักลงทุนรายย่อยที่มีประสบการณ์สูงนั้นผลตอบแทนก็ยังไม่ดีกว่านักลงทุนที่เป็นกองทุน เนื่องจากมีเงินลงทุนน้อย และมีค่าคอมมิชชั่นที่แพงกว่า นักลงทุนรายย่อยส่วนมากมีความมั่นใจสูงทำให้คาดการณ์มูลค่าของหลักทรัพย์นั้น ๆ มากเกินไป นำไปสู่การลงทุนที่ผิดพลาด

Grinblatt and Keloharju (2000) พบว่าในประเทศฟินแลนด์ นักลงทุนต่างประเทศมีความสามารถดีกว่านักลงทุนในประเทศ ซึ่งเกิดจากการที่นักลงทุนต่างประเทศใช้ข้อมูลข่าวสารในการซื้อขายหลักทรัพย์มากกว่านักลงทุนในประเทศ ถึงแม้ว่าในประเทศเกาหลี Choe, Kho and Stulz (2000) ไม่พบว่านักลงทุนต่างประเทศจะเป็นนักลงทุนที่ใช้ข่าวสารในการซื้อขายมากกว่านักลงทุน

ประเภทอื่น แต่พบว่านักลงทุนต่างประเทศมีการทำนายช่วงเวลาที่จะได้รับผลตอบแทนในอนาคตได้ดีกว่านักลงทุนในประเทศ

นักลงทุนต่างประเทศมีต้นทุนในการลงทุนต่ำ และมีจังหวะในการลงทุนที่ดี ทำให้มีผลตอบแทนมากกว่านักลงทุนประเภทอื่น ๆ นักลงทุนรายย่อยมีต้นทุนในการลงทุนสูง มีจังหวะในการลงทุนไม่ดี ชอบการเก็งกำไรมากกว่าการใช้ข้อมูลข่าวสารในการลงทุน ทำให้มีผลตอบแทนในการลงทุนต่ำกว่านักลงทุนประเภทอื่น ๆ นักลงทุนสถาบันมีความรู้ความสามารถในการลงทุน แต่นักลงทุนสถาบันมีข้อจำกัดต่าง ๆ ในการลงทุน ทำให้มีอัตราผลตอบแทนไม่ดีกว่านักลงทุนต่างประเทศ แต่ยังดีกว่านักลงทุนรายย่อย

ในประเทศไทยเคยมีผู้ทำการศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมของนักลงทุน แต่การศึกษาถึงปัจจัยที่ทำให้นักลงทุนต่างประเทศนำเงินเข้ามาในประเทศไทยเพื่อลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และการเปรียบเทียบความสามารถในการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภทนั้นยังไม่พบว่ามีการศึกษา ซึ่งการศึกษาที่เพิ่มขึ้นนี้จะช่วยทำให้เข้าใจถึงโครงสร้างของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดมากยิ่งขึ้น โดยในบทต่อไปจะกล่าวถึงวิธีการวิจัย

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 3

วิธีการดำเนินการวิจัย

3.1 ข้อมูล และแหล่งข้อมูล

มูลค่าการซื้อขาย (บาท) และปริมาณการซื้อขาย (หุ้น) ของนักลงทุนแต่ละประเภท เริ่มตั้งแต่วันที่ 5 มกราคม พ.ศ. 2538 จนถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2546 เก็บรวบรวมจากแผ่นโปรแกรม ISIMs ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งทั้งหมดเป็นข้อมูลรายวัน และรายสัปดาห์

ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET index) และดัชนีตัวแทนตลาดหลักทรัพย์ 50 (SET 50 index) เก็บรวบรวมมาจากแผ่นโปรแกรม ISIMs ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นข้อมูลรายวัน และรายสัปดาห์ เริ่มตั้งแต่วันที่ 5 มกราคม พ.ศ. 2538 จนถึง วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2546

เงินลงทุนในเรือนหุ้นจากต่างประเทศ เก็บรวบรวมมาจาก www.bot.or.th ในตารางที่ 60 ซึ่งเป็นข้อมูลรายเดือน โดยเริ่มตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2538 จนถึงเดือน ธันวาคม พ.ศ. 2546

อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศ (บาท/ดอลลาร์สหรัฐอเมริกา) อัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ เช่น ญี่ปุ่น ฮ่องกง เกาหลีใต้ สิงค์โปร์ เอสแอนด์พี 500 (S&P 500) และดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ (Dow Jones) ราคาน้ำมันดิบตลาดเบรนท์ในประเทศอังกฤษ ซึ่งข้อมูลเหล่านี้เก็บรวบรวมมาจากฐานข้อมูล Datastream ซึ่งเป็นข้อมูลรายวัน โดยเริ่มจากวันที่ 5 มกราคม พ.ศ. 2538 จนถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2546

3.2 แนวทางของการวิเคราะห์ข้อมูลศึกษา

3.2.1 พฤติกรรมของนักลงทุนแต่ละประเภท

3.2.1.1 ทดสอบพฤติกรรมของนักลงทุน โดยใช้แบบจำลอง VAR (Vector Auto Regression) เริ่มจากทดสอบ stationary ของตัวแปรแต่ละตัวโดยใช้วิธี Augmented Dickey Fuller Unit Root Test ถ้าตัวแปรใดไม่เป็น stationary จะต้องเปลี่ยนรูปแบบตัวแปรนั้นให้เป็น stationary ก่อนที่จะนำตัวแปรนั้นมาวิเคราะห์ด้วยแบบจำลอง VAR โดยมีระบบสมการดังนี้

$$y_{i,t} = \sum_{t=1}^{n} a_{ii,t-t}\, y_{i,t-t} + \sum_{t=1}^{n} a_{ij,t-t}\, y_{j,t-t} + \sum_{t=1}^{n} a_{ir,t-t}\, r_{t-t} + b_{i,1}x_{1,t} + b_{i,2}x_{2,t} + \ldots + b_{i,m}x_{m,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

$$y_{j,t} = \sum_{t=1}^{n} a_{ji,t-t}\, y_{i,t-t} + \sum_{t=1}^{n} a_{jj,t-t}\, y_{j,t-t} + \sum_{t=1}^{n} a_{jr,t-t}\, r_{t-t} + b_{j,1}x_{1,t} + b_{j,2}x_{2,t} + \ldots + b_{j,m}x_{m,t} + e_{j,t} \quad (2)$$

$$r_t = \sum_{t=1}^{n} a_{ri,t-t}\, y_{i,t-t} + \sum_{t=1}^{n} a_{rj,t-t}\, y_{j,t-t} + \sum_{t=1}^{n} a_{rr,t-t}\, r_{t-t} + b_{r,1}x_{1,t} + b_{r,2}x_{2,t} + \ldots + b_{r,m}x_{m,t} + e_{r,t} \quad (3)$$

โดย $y_{i,t}$ = การซื้อสุทธิของนักลงทุนประเภทที่ i ณ เวลา t โดย i = 1 2 และ3

$y_{j,t}$ = การซื้อสุทธิของนักลงทุนประเภทที่ j ณ เวลา t โดย j = 1 2 และ3 ซึ่ง $i \neq j$

$y_{1,t}$ = การซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ ณ เวลา t

$y_{2,t}$ = การซื้อสุทธิของนักลงทุนสถาบัน ณ เวลา t

$y_{3,t}$ = การซื้อสุทธิของนักลงทุนรายย่อย ณ เวลา t

r_t = อัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t และ r_t = log (set/set (-1))

$a_{p,q}$ =สัมประสิทธิ์ (coefficient) ของตัวแปรถูกกำหนด (endogenous variables) โดย $p = i\ j$ และ r และ $q = i\ j$ และ r

$b_{p,s}$ =สัมประสิทธิ์ (coefficient) ของตัวแปรกำหนด (exogenous variables) โดย $p = i\ j$ และ r และ $s = 1\,2\,3$ และ m

$x_{s,t}$ = ปัจจัยจากตลาดหลักทรัพย์ประเทศอื่น ๆ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่น ฮ่องกง เกาหลีใต้ สิงค์โปร์ ราคาน้ำมันดิบ เอสแอนด์พี 500 (S&P 500 COMPOSITE) และดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ (Dow Jones) ณ เวลา t โดย $s = 1\,2\,3$ และ m

$e_{i,t}$ = innovation ของการซื้อสุทธิของนักลงทุนประเภทที่ i ณ เวลา t

$e_{j,t}$ = innovation ของการซื้อสุทธิของนักลงทุนประเภทที่ j ณ เวลา t

$e_{r,t}$ = innovation ของผลตอบแทน ณ เวลา t

ในแบบจำลอง VAR จะทำการวิเคราะห์สมการถดถอยนักลงทุนทีละ 2 ประเภท เนื่องจากเมื่อรวมการซื้อขายของนักลงทุนทั้ง 3 ประเภทจะได้ผลลัพธ์เท่ากับศูนย์ ทำให้แบบจำลองไม่สามารถอธิบายได้

นอกจากนั้นยังใช้ Granger Causality Test เพื่อทดสอบหาความสัมพันธ์ของตัวแปรแต่ละตัวแปรว่ามีสาเหตุจากตัวแปรใดบ้าง รวมทั้งยังใช้วิธี Impulse Response Function เพื่อศึกษาถึง innovation ของนักลงทุนแต่ละประเภทมีผลอย่างไรต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในส่วนต่อไปจะศึกษาถึงความสามารถในการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท

3.2.2 ความสามารถในการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท

ความสามารถของนักลงทุนจะแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วนได้แก่ ต้นทุนในการลงทุน และจังหวะในการลงทุน ซึ่งมีวิธีการศึกษาดังต่อไปนี้

3.2.2.1 ต้นทุนในการลงทุน โดยแบ่งต้นทุนออกเป็นสองส่วนได้แก่ ต้นทุนในการซื้อและต้นทุนในการขาย การทดสอบทำโดยการประมาณสมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ตามสมการดังนี้

$$\log(y_i) = a + (1+h_i)\log(n_i) + e \quad \text{ซึ่ง } i = s,b \tag{4}$$

โดยที่ y = มูลค่าการขาย (y_s) หรือมูลค่าการซื้อ (y_b) และ $y_i = p_i v_i$

v = ปริมาณการขาย (v_s) หรือปริมาณการซื้อ (v_b)

p = ราคาขาย (p_s) หรือราคาซื้อ (p_b)

h_i = ค่าความยืดหยุ่นของปริมาณซื้อ (ขาย) กับราคาซื้อ (ขาย) หลักทรัพย์เฉลี่ยของนักลงทุนแต่ละประเภท $\left(h_i = \frac{d\log(p_i)}{d\log(n_i)}\right)$ ซึ่งค่าความยืดหยุ่นที่ได้นี้จะเป็นตัวเปรียบเทียบต้นทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท โดย h_s คือความยืดหยุ่นขาย และ h_b คือความยืดหยุ่นซื้อ

3.2.2.2 จังหวะในการลงทุน ทดสอบโดยหาค่าแปรปรวนร่วม (covariance) ระหว่างช่วงเวลาในการลงทุนกับอัตราผลตอบแทนที่ได้รับในอนาคต

$$Cov\left(w_t,\left(1+r_{t+1}^{H}\right)\right)=E\left(w_t\left(1+r_{t+1}^{H}\right)\right)-E(w_t)E\left(1+r_{t+1}^{H}\right) \quad (5)$$

โดย W_t = มูลค่าการซื้อขาย ณ เวลา t / |มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ย|

r_{t+1}^{H} = ผลตอบแทน ณ เวลา t+1

3.2.3 ปัจจัยที่มีผลต่อการนำเงินเข้ามาลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ ด้วยวิธีการประมาณสมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ตามสมการดังนี้

$$Flow_t = c_t + b_1 x_{1t} + b_2 x_{2t} + ... + b_n x_{nt} + e_t \quad (6)$$

โดยที่ $Flow_t$ = เงินลงทุนในเรือนหุ้นสุทธิจากต่างประเทศ ณ เวลา t

$x_{s,t}$ = ตัวแปรกำหนด ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่น ฮ่องกง เกาหลีใต้ สิงค์โปร์ เอสแอนด์พี 500 (S&P 500) ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ (Dow Jones) และราคาน้ำมันดิบ ณ เวลา t โดย $s = 1\,2\,3$ และ n

β_s = สัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรกำหนด โดย $s = 1\,2\,3$ และ n

3.2.4 รูปแบบการซื้อขายในแต่ละเดือนของนักลงทุนแต่ละประเภท โดยมีสมการดังนี้

$$Vol_t = a_t + \sum_{j=1}^{12} b_j MonthDum_{j,t} + e_t \quad (7)$$

โดย $\sum_{j=1}^{12} w_j b_j = 0$ เพื่อแก้ปัญหา dummy trap เมื่อแทนในสมการที่ 7 ได้ว่า

$$Vol_t = a_t + \sum_{j=2}^{12} b_j \left(\tilde{MD}_j\right) + e_t \quad (8)$$

โดย $\tilde{MD}_j = MonthDum_{j,t} - \frac{w_j}{w_1} MonthDum_{1,t}$

Vol_t = มูลค่าการซื้อขาย (บาท) ปริมาณการซื้อขาย (หุ้น) และการซื้อสุทธิของนักลงทุนแต่ละ ประเภท ณ เวลา t

$MonthDum_{j,t}$ = 1 ถ้า Vol_t เป็นเดือนที่ j และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อ Vol_t เป็นเดือน

อื่นๆ

α_t = ค่าเฉลี่ยการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภท

β_j = ค่าที่เปลี่ยนแปลงไปจากค่าเฉลี่ยการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภทในเดือนที่ j

w_j = สัดส่วนของเดือนที่ j ในข้อมูลตัวอย่าง

3.3 สมมุติฐานการวิจัย

1. การทดสอบสมมุติฐานที่ 1

ทดสอบการใช้กลยุทธ์ของนักลงทุนแต่ละประเภท ดูจากสัมประสิทธิ์ (coefficient) หน้าตัวแปร ในสมการที่ 1 และ 2 โดยถ้า $a_{i,r}$ หรือ $a_{j,r}$ มากกว่า 0 แสดงว่า นักลงทุนประเภทที่ *i* หรือ *j* ใช้กลยุทธ์ตามตลาด แต่ถ้า $a_{i,r}$ หรือ $a_{j,r}$ น้อยกว่า 0 แสดงว่านักลงทุนประเภทที่ *i* หรือ *j* ใช้กลยุทธ์ย้อนตลาด และถ้า $a_{i,r}$ หรือ $a_{j,r}$ เท่ากับ 0 แสดงว่า นักลงทุนประเภทที่ *i* หรือ *j* ไม่ได้ซื้อขายตามอัตราผลตอบแทนในอดีต ซึ่งจากการศึกษาในเอกสาร และการวิจัยที่เกี่ยวข้อง มีสมมุติฐานดังนี้

นักลงทุนต่างประเทศมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกกับอัตราผลตอบแทนในอดีต แสดงว่านักลงทุนต่างประเทศใช้กลยุทธ์ตามตลาดในการลงทุน ในส่วนของนักลงทุนในประเทศ ซึ่งประกอบด้วยนักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบันมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบกับอัตราผลตอบแทนในอดีต แสดงว่านักลงทุนในประเทศใช้กลยุทธ์ย้อนตลาดในการลงทุน

2. การทดสอบสมมุติฐานที่ 2

ศึกษาว่านักลงทุนมีการซื้อขายตามนักลงทุนประเภทอื่นหรือไม่ จะพิจารณาจากสมการที่ 1 และ 2 การทดสอบจะดูจากสัมประสิทธิ์ (coefficient) หน้าตัวแปร ถ้า $a_{i,j}$ หรือ $a_{j,i}$ ไม่เท่ากับ 0 แสดงว่า นักลงทุนประเภทที่ *i* หรือ *j* มีการซื้อขายตามกัน (herding) และถ้า $a_{i,j}$ หรือ $a_{j,i}$ เท่ากับ 0 แสดงว่านักลงทุนประเภทที่ *i* หรือ *j* ไม่มีการซื้อขายตามกัน (herding) ซึ่งจากการศึกษาในเอกสาร และการวิจัยที่เกี่ยวข้อง มีสมมุติฐานดังนี้

นักลงทุนรายย่อยลงทุนตามนักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบัน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์

เป็นบวกกับการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบันในอดีต เนื่องจากนักลงทุนรายย่อยไม่มีข้อมูลข่าวสารเป็นของตนเองต้องพึ่งข้อมูลจากนักลงทุนประเภทอื่น ๆ ในส่วนของนักลงทุนต่างประเทศไม่มีการซื้อขายตามนักลงทุนประเภทอื่น ๆ โดยใช้ข้อมูลข่าวสารของตนเองในการลงทุน กล่าวคือ มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นศูนย์กับการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยในอดีต นอกจากนั้นในส่วนนักลงทุนสถาบัน นักลงทุนประเภทนี้ลงทุนตามนักลงทุนต่างประเทศ และไม่ลงทุนตามนักลงทุนรายย่อย นั่นคือนักลงทุนสถาบันมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกกับการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในอดีต และมีค่าเป็นศูนย์กับการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยในอดีต

3. การทดสอบสมมุติฐานที่ 3

เปรียบเทียบความสามารถของนักลงทุนแต่ละประเภทว่า มีต้นทุนในการลงทุน และจังหวะในการลงทุนแตกต่างกันอย่างไร

การเปรียบเทียบต้นทุนแบ่งออกเป็น 2 ส่วนได้แก่ ต้นทุนการซื้อ และต้นทุนการขายของนักลงทุนประเภทต่าง ๆ ศึกษาจากค่าสัมประสิทธิ (coefficient) หน้าตัวแปรในสมการที่ 4 ถ้า h_s มากกว่า -1 แสดงว่า นักลงทุนประเภทนั้นมีต้นทุนในการขายต่ำกว่าปกติ h_s น้อยกว่า -1 แสดงว่า นักลงทุนประเภทนั้นมีต้นทุนในการขายสูงกว่าปกติ และถ้า h_s เท่ากับ -1 แสดงว่า นักลงทุนประเภทนั้นมีต้นทุนในการขายปกติ สรุปได้ว่านักลงทุนที่มี h_s มากที่สุด จะมีต้นทุนขายต่ำที่สุด

และถ้า h_b มากกว่า -1 แสดงว่า นักลงทุนประเภทนั้นมีต้นทุนในการซื้อสูงกว่าปกติ h_b น้อยกว่า -1 แสดงว่า นักลงทุนประเภทนั้นมีต้นทุนในการซื้อต่ำกว่าปกติ และถ้า h_b เท่ากับ -1 แสดงว่า นักลงทุนประเภทนั้นมีต้นทุนในการซื้อปกติ สรุปได้ว่านักลงทุนที่มี h_b น้อยที่สุด จะมีต้นทุนซื้อต่ำที่สุดซึ่งจากการศึกษาในเอกสาร และการวิจัยที่เกี่ยวข้อง มีสมมุติฐานดังนี้

นักลงทุนรายย่อยมีต้นทุนในการซื้อ และขายสูงกว่าปกตินั่นคือมีค่า h_s น้อยกว่า -1 และ h_b มากกว่า -1 นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบันมีต้นทุนในการซื้อ และขายน้อยกว่าปกติ โดย h_s มากกว่า -1 และ h_b น้อยกว่า -1 เนื่องจากนักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบันมีความรู้ความสามารถในการลงทุนมากกว่านักลงทุนรายย่อย ดังนั้นการลงทุนของนักลงทุนทั้งสองประเภทมีต้นทุนต่ำกว่านักลงทุนรายย่อย

เปรียบเทียบจังหวะ (timing) ในการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท จากสมการที่ 5 เป็นการ

ทดสอบค่าแปรปรวนร่วม (covariance) ระหว่าง การลงทุนในปัจจุบันเทียบกับผลตอบแทนในอนาคต ถ้าค่าแปรปรวนร่วม (covariance) เป็นบวก (ลบ) แสดงว่านักลงทุนมีประสิทธิภาพดี (ไม่ดี) ซื้อแล้วผลตอบแทนในอนาคตดีขึ้น (แย่ลง) หรือขายแล้วผลตอบแทนในอนาคตลดลง (เพิ่มขึ้น) ดังนั้นนักลงทุนประเภทไหนที่ค่าแปรปรวนร่วม (covariance) สูงแสดงว่านักลงทุนประเภทนั้นมีจังหวะในการลงทุนที่ดี ซึ่งจากการศึกษาในเอกสาร และการวิจัยที่เกี่ยวข้อง มีสมมุติฐานดังนี้

นักลงทุนต่างประเทศเป็นนักลงทุนที่มีจังหวะในการลงทุนดีที่สุด รองลงมาได้แก่นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยตามลำดับ เนื่องจากนักลงทุนต่างประเทศมีความรู้ และมีความสามารถในการใช้ข้อมูลในการลงทุนมากกว่านักลงทุนประเภทอื่น ๆ ในส่วนของนักลงทุนสถาบันนั้นมีข้อจำกัดในการลงทุนมากกว่านักลงทุนต่างประเทศ ส่วนนักลงทุนรายย่อยส่วนมากเป็นนักลงทุนแบบเก็งกำไรมากกว่าที่จะใช้ข้อมูลในการลงทุน

4. การทดสอบสมมุติฐานที่ 4

ศึกษาปัจจัยมหภาคที่มีผลต่อการไหลเข้าออกเงินทุนของนักลงทุนต่างประเทศ จากสมการที่ 6 ทดสอบค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรมีค่าแตกต่างจากศูนย์ อย่างมีนัยสำคัญ หรือไม่ โดยมีสมมุติฐานดังนี้

ปัจจัยราคาน้ำมัน และอัตราแลกเปลี่ยนมีผลต่อการไหลเข้าออกเงินทุนของนักลงทุนต่างประเทศ โดยปัจจัยราคาน้ำมันมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบกับการไหลเข้าออกเงินทุนของนักลงทุนต่างประเทศ เนื่องจากราคาน้ำมันมีผลทำให้ต้นทุนสูงขึ้น ในส่วนอัตราแลกเปลี่ยนมีผลในทิศทางเดียวกันต่อการไหลเข้าออกเงินทุนของนักลงทุนต่างประเทศ เนื่องจากปัจจัยเหล่านี้มีผลให้นักลงทุนต่างประเทศมีความสามารถในการซื้อหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากขึ้น

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 4

ผลการวิจัย

4.1 ค่าสถิติ และความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ

การศึกษาค่าสถิติและความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ นั้น ศึกษาโดยแบ่งตัวแปรที่นำมาศึกษาออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ตัวแปรที่ศึกษาระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์ประเทศอื่น ๆ และตัวแปรที่ศึกษาภายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งได้แก่ การซื้อสุทธิของนักลงทุนรายย่อย นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบัน นอกจากนั้นในส่วนสุดท้าย จะแสดงถึงสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนจากประเทศต่าง ๆ ที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4.1.1 ค่าสถิติของ ราคาน้ำมัน และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ ได้แก่ ไทย ฮ่องกง ญี่ปุ่น เกาหลี สิงค์โปร์ ดาวโจนส์ และเอสแอนด์พี 500 โดยจะแสดงถึง ค่าเฉลี่ย (mean) ค่าสูงสุด (max) ต่ำสุด (min) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (sd)

จากตารางที่ 4.1 พบว่า ตลาดดาวโจนส์ในประเทศสหรัฐอเมริกา มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 0.28% ต่อสัปดาห์ ซึ่งสูงกว่าทุกตลาดที่นำมาทดสอบ รองลงมาได้แก่ ตลาดเอสแอนด์พี 500 และตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสิงค์โปร์ คิดเป็น 0.189% และ 0.095% ต่อสัปดาห์ ตามลำดับ ส่วนตลาดหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุดได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่น รองลงมาได้แก่ ประเทศไทย คิดเป็น -0.131% และ -0.121% ต่อสัปดาห์ ตามลำดับ

ในส่วนของตลาดที่เคยมีอัตราผลตอบแทนสูงสุดในรอบสัปดาห์ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยเคยมีอัตราผลตอบแทนสูงสุดคิดเป็น 21.84% ต่อสัปดาห์รองลงมาได้แก่ ดาวโจนส์ และเกาหลีใต้ โดยคิดเป็น 19.14% และ 17.336% ตามลำดับ ในทางตรงกันข้ามตลาดหลักทรัพย์ที่เคยมีอัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดได้แก่ ตลาดดาวโจนส์ของประเทศสหรัฐอเมริกา เคยมีอัตราผลตอบแทนต่ำสุด -29.10% ต่อสัปดาห์ รองลงมาได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงค์โปร์ และเกาหลีใต้ คิดเป็น -24.206% และ -21.345% ตามลำดับ เมื่อพิจารณาค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานพบว่า ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้ มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานมากที่สุด ประมาณ 5% ต่อสัปดาห์ รองลงมาได้แก่ ดาวโจนส์ และไทย คิดเป็น 4.678% และ 4.497% ตามลำดับ ส่วนตลาดเอสแอนด์พี 500 มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานน้อยที่สุดประมาณ 2.46% ต่อสัปดาห์

ตารางที่ 4.1 ค่าสถิติของอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศ และราคาน้ำมัน

โดยในตารางนี้อธิบายค่าสถิติของอัตราผลตอบแทนในประเทศต่าง ๆ และราคาน้ำมัน ซึ่งตัวแปรที่นำมาศึกษานั้นเป็นข้อมูลรายสัปดาห์ โดยเริ่มตั้งแต่ สัปดาห์แรกของเดือนมกราคม 2538 ถึงสัปดาห์สุดท้ายของเดือนธันวาคม 2546 โดยตารางจะแสดงถึงค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุดต่ำสุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนในประเทศต่าง ๆ และราคาน้ำมัน

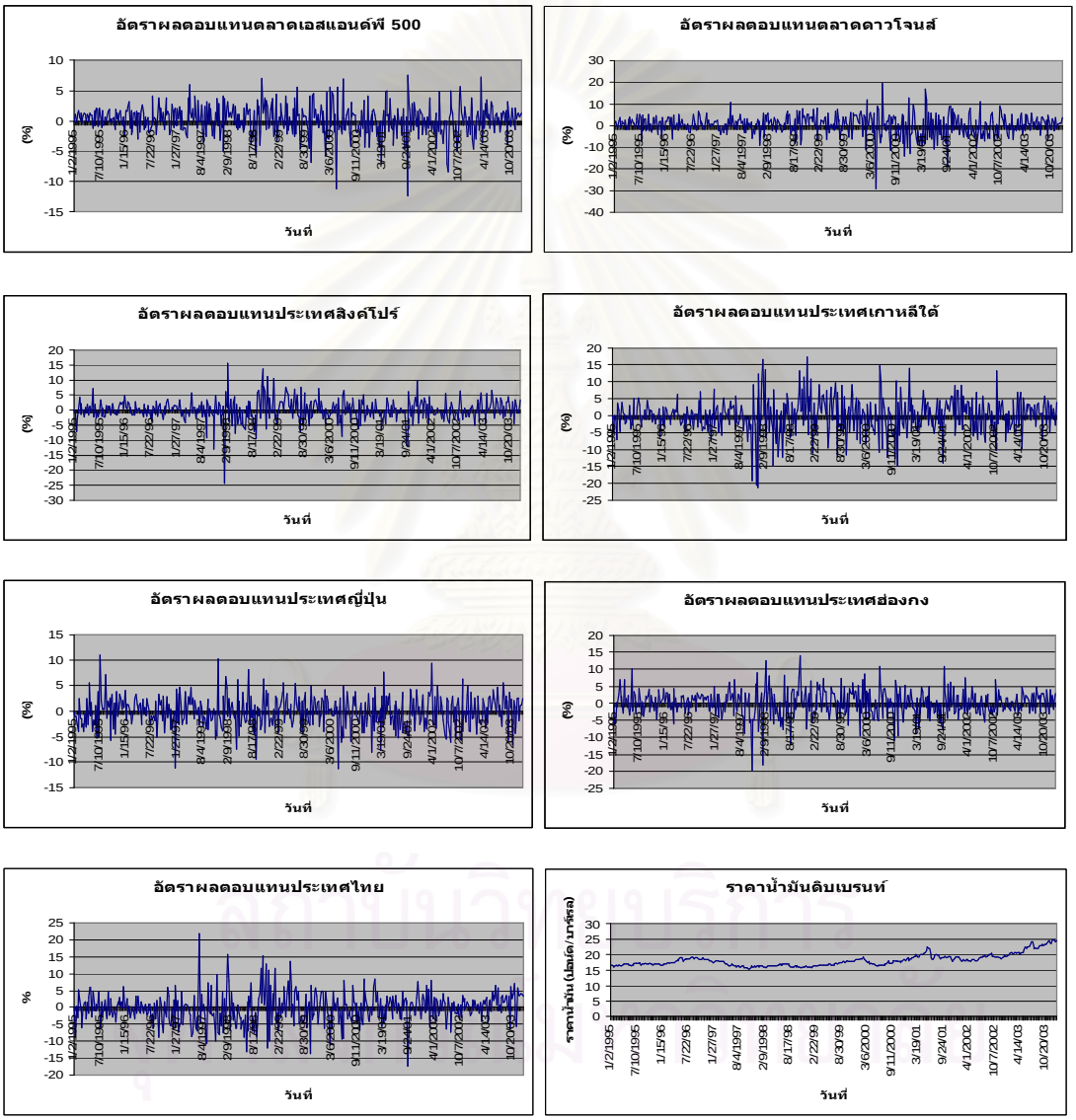
	ค่าเฉลี่ย	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
อัตราผลตอบแทนการลงทุน (%)				
ประเทศไทย	-0.121%	21.838%	-17.244%	4.497%
ประเทศฮ่องกง	0.095%	13.917%	-19.921%	3.807%
ประเทศญี่ปุ่น	-0.131%	11.047%	-11.292%	3.045%
ประเทศเกาหลี	-0.048%	17.436%	-21.345%	5.004%
ตลาดดาวโจนส์	0.283%	19.140%	-29.101%	4.678%
ตลาดเอสแอนด์พี 500	0.189%	7.492%	-12.330%	2.457%
ประเทศสิงค์โปร์	-0.007%	15.547%	-24.206%	3.455%
ราคาน้ำมัน (ปอนด์/บาร์เรล)				
ราคาน้ำมัน	18.121	24.880	15.530	1.960

ในส่วนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย อยู่ที่ -0.12% ต่อสัปดาห์ และเคยมีอัตราผลตอบแทนสูงสุด และต่ำสุด คิดเป็น 21.83% และ -17.24% ต่อสัปดาห์ตามลำดับ และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเท่ากับ 4.4974% ต่อสัปดาห์

ราคาน้ำมันในตลาดเบรนท์ประเทศอังกฤษ มีราคาเฉลี่ยที่ 18.121 ปอนด์ต่อบาร์เรล เคยขึ้นไปสูงสุดอยู่ที่ 24.880 ปอนด์ต่อบาร์เรล และเคยลงไปต่ำสุดอยู่ที่ 15.530 ปอนด์ต่อบาร์เรล โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 1.960 ปอนด์ต่อบาร์เรล เพื่อจะได้เห็นภาพการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนในประเทศต่าง ๆ และราคาน้ำมัน แสดงดังรูปที่ 4.1

รูปที่ 4.1 รูปแบบของอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ เอสแอนด์พี 500 ดาวโจนส์ สิงค์โปร์ เกาหลีใต้ ญี่ปุ่น ฮ่องกง ไทย และราคาน้ำมัน ตามลำดับ

โดยในรูปแสดงรูปแบบของอัตราผลตอบแทนในประเทศต่าง ๆ ได้แก่ เอสแอนด์พี 500 ดาวโจนส์ สิงค์โปร์ เกาหลีใต้ ญี่ปุ่น ฮ่องกง ไทย และราคาน้ำมันตามลำดับ รูปแบบของตัวแปรต่าง ๆ เริ่มตั้งแต่ สัปดาห์แรกของเดือนมกราคม 2538 ถึง สัปดาห์สุดท้ายของเดือนธันวาคม 2546



จากรูปที่ 4.1 พบว่า ทุก ๆ ตลาดนั้นมีการแกว่งตัวของอัตราผลตอบแทนตลอดเวลา แต่ในตลาดหลักทรัพย์เอสแอนด์พี 500 มีการแกว่งตัวน้อยที่สุด ซึ่งสอดคล้องกับค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานใน

ตารางที่ 4.1 ที่พบว่า ตลาดหลักทรัพย์เอสแอนด์พี 500 มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานต่ำสุด รองลงมาได้แก่ ประเทศญี่ปุ่นซึ่งพบว่ามีความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนในระดับต่ำเช่นเดียวกัน

เมื่อศึกษาจากกราฟยังพบอีกว่า ในช่วงปี 2539-2541 ซึ่งเป็นช่วงวิกฤติเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชีย โดยประเทศต่าง ๆ ในภูมิภาคนี้ ได้แก่ ไทย ฮ่องกง เกาหลี และสิงค์โปร์ มีความผันผวนของอัตราผลตอบแทนเป็นอย่างมาก แต่ในประเทศอื่น ๆ นอกเหนือจากประเทศเหล่านี้ไม่พบว่ามีความผันผวนมากกว่าปกติในช่วงเวลาดังกล่าว

ในส่วนของราคาน้ำมันมีลักษณะเพิ่มขึ้นอย่างสม่ำเสมอ โดยเฉพาะในช่วงปีหลัง ๆ ที่ราคาน้ำมันสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ซึ่งเราสามารถสันนิษฐานเบื้องต้นว่าราคาน้ำมันจะแพงขึ้นเรื่อย ๆ ในอนาคต เนื่องจาก ความต้องการใช้น้ำมันมีมากขึ้น โดยเฉพาะความต้องการจากประเทศจีน แต่ปริมาณน้ำมันที่ผลิตได้มีจำนวนไม่เพียงพอต่อความต้องการที่เพิ่มขึ้น ในส่วนต่อมาจะศึกษาค่าสถิติตัวแปรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4.1.2 ค่าสถิติปริมาณการซื้อ ขาย และซื้อสุทธิของนักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนต่างประเทศ โดยตารางแสดงถึง ค่าเฉลี่ย (mean) ค่าสูงสุด (max) ต่ำสุด (min) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (sd) จากตารางที่ 4.2 พบว่า

นักลงทุนรายย่อยมีปริมาณการซื้อหลักทรัพย์เฉลี่ยมากที่สุดประมาณ 2.4 พันล้านหุ้นต่อสัปดาห์ รองลงมาได้แก่ นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบันมีปริมาณการซื้อหลักทรัพย์เฉลี่ยประมาณ 308 ล้านหุ้น และ 81 ล้านหุ้นต่อสัปดาห์ตามลำดับ นอกจากนั้นนักลงทุนรายย่อยเคยซื้อหลักทรัพย์สูงสุดที่ 2.36 หมื่นล้านหุ้นต่อสัปดาห์ รองลงมาได้แก่ นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบัน เคยซื้อมากที่สุด คิดเป็น 2.8 พันล้านหุ้น และ 786 ล้านหุ้น ตามลำดับ โดยนักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่เคยซื้อหลักทรัพย์ต่ำสุดเพียง 5.3 ล้านหุ้น ต่อ สัปดาห์ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของนักลงทุนรายย่อยมีค่ามากที่สุด ในทางตรงกันข้ามนักลงทุนสถาบันมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานน้อยที่สุด ซึ่งเป็นเพราะนักลงทุนรายย่อยมีธุรกรรมมากกว่านักลงทุนประเภทอื่นๆ

ตารางที่ 4.2 ค่าสถิติการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท

ตารางอธิบายค่าสถิติของนักลงทุนทั้ง 3 ประเภทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ นักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบัน ตัวแปรที่นำมาศึกษานั้นเป็นข้อมูลรายสัปดาห์ โดยเริ่มตั้งแต่ สัปดาห์แรกของเดือนมกราคม 2538 ถึงสัปดาห์สุดท้ายของเดือนธันวาคม 2546

โดยตารางแสดงถึงค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุดต่ำสุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของปริมาณการซื้อ การขาย และการซื้อสุทธิของนักลงทุนแต่ละประเภท

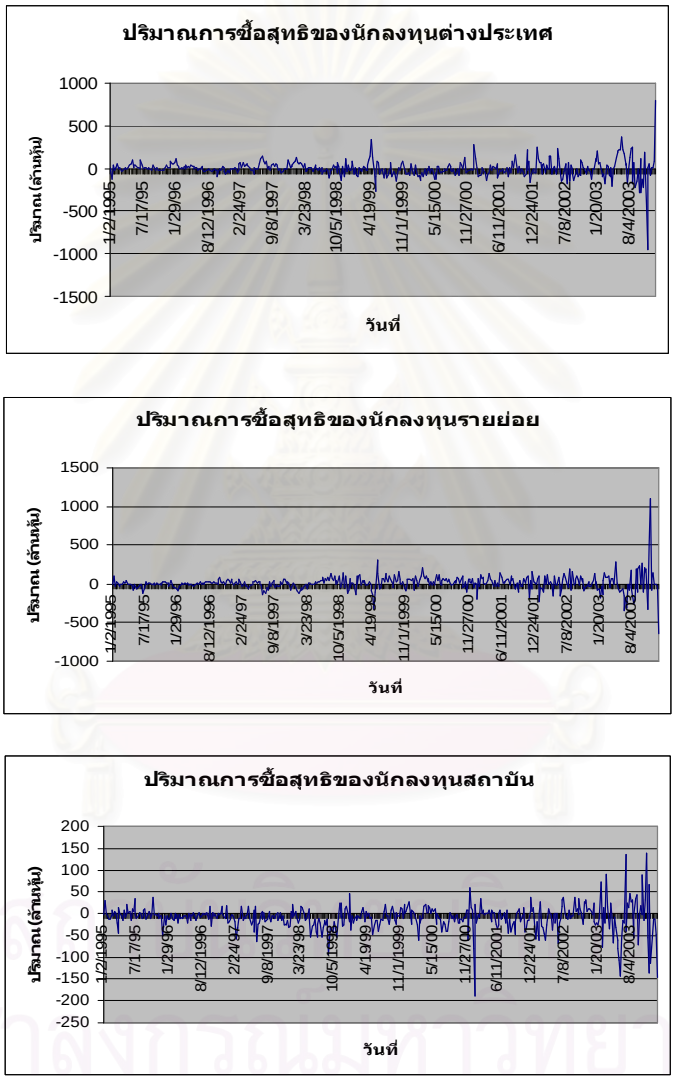
	ค่าเฉลี่ย	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ปริมาณการซื้อ (ล้านหุ้น)				
นักลงทุนต่างประเทศ	308.000	2,830.000	14.095	343.000
นักลงทุนรายย่อย	2,400.000	23,600.000	35.405	3,710.000
นักลงทุนสถาบัน	81.834	786.000	5.340	109.000
ปริมาณการขาย (ล้านหุ้น)				
นักลงทุนต่างประเทศ	310.000	2160.000	15.674	335.000
นักลงทุนรายย่อย	2,390.000	23,400.000	35.291	3,710.000
นักลงทุนสถาบัน	90.625	890.000	4.354	112.000
ปริมาณการซื้อสุทธิ (ล้านหุ้น)				
นักลงทุนต่างประเทศ	-1.891	788.000	-955.000	99.010
นักลงทุนรายย่อย	10.681	1,090.000	-643.000	99.798
นักลงทุนสถาบัน	-8.791	138.000	-188.000	28.833

นักลงทุนรายย่อยมีปริมาณการขายหลักทรัพย์เฉลี่ยมากที่สุดประมาณ 2.39 พันล้านหุ้นต่อสัปดาห์ รองลงมาได้แก่ นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบัน ประมาณ 310 ล้านหุ้น และ 91 ล้านหุ้นต่อสัปดาห์ตามลำดับ นักลงทุนรายย่อยเคยขายหลักทรัพย์สูงสุด 2.34 หมื่นล้านหุ้นต่อสัปดาห์ รองลงมาได้แก่ นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบัน เคยขายหลักทรัพย์มากที่สุด คิดเป็น 2.16 พันล้านหุ้น และ 890 ล้านหุ้นต่อสัปดาห์ตามลำดับ นอกจากนั้นนักลงทุนสถาบันเคยขายหลักทรัพย์ต่ำสุด เพียง 4.35 ล้านหุ้นต่อสัปดาห์ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของนักลงทุนรายย่อยมีค่ามากที่สุด ในทางตรงกันข้ามนักลงทุนสถาบันมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานน้อยที่สุด

นักลงทุนรายย่อยมีปริมาณการซื้อหลักทรัพย์สุทธิเฉลี่ยมากที่สุด ประมาณ 10.68 ล้านหุ้นต่อสัปดาห์ นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบัน ขายหลักทรัพย์สุทธิเฉลี่ยประมาณ 1.8 ล้านหุ้น และ 8.7 ล้านหุ้นต่อสัปดาห์ตามลำดับ นักลงทุนรายย่อยเคยซื้อหลักทรัพย์สุทธิสูงสุด คิดเป็น 1.09 พันล้านหุ้นต่อสัปดาห์ รองลงมาได้แก่ นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบัน เคยซื้อสุทธิสูงสุด คิดเป็น 788 ล้านหุ้น และ 138 ล้านหุ้นต่อสัปดาห์ตามลำดับ นอกจากนั้นนักลงทุนต่างประเทศเคยขายหลักทรัพย์สุทธิสูงสุด 9.55 ร้อยล้านหุ้นต่อสัปดาห์ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของนักลงทุนรายย่อยมีค่ามากที่สุด ในทางตรงกันข้ามนักลงทุนสถาบันมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานน้อยที่สุด

รูปที่ 4.2 รูปแบบปริมาณการซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบัน ตามลำดับ

โดยในรูปแสดงรูปแบบปริมาณการซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามลำดับ ซึ่งรูปแบบของตัวแปรเหล่านี้ เริ่มตั้งแต่ สัปดาห์แรกของเดือนมกราคม 2538 ถึงสัปดาห์สุดท้ายของเดือนธันวาคม 2546



จากรูปที่ 4.2 พบว่านักลงทุนต่างประเทศเริ่มมีการขายสุทธิมากขึ้นในช่วงปลายปี พ.ศ. 2546 ซึ่งแนวโน้มนี้ก็ตรงกันข้ามกับนักลงทุนรายย่อยที่มีการซื้อสุทธิมากยิ่งขึ้นในช่วงเวลาเดียวกัน ในขณะที่นักลงทุนสถาบันไม่มีความสัมพันธ์ใด ๆ กับนักลงทุนประเภทอื่น ๆ

นอกจากนั้นนักลงทุนรายย่อยมีรูปแบบการซื้อสุทธิตรงข้ามกับนักลงทุนต่างประเทศเกือบทุก ๆ ช่วงเวลา แต่เมื่อพิจารณารูปแบบการซื้อสุทธิของนักลงทุนสถาบันนั้น ไม่พบว่านักลงทุนสถาบันมีรูปแบบเหมือนหรือตรงกันข้ามกับนักลงทุนประเภทอื่น ๆ

4.1.3 ความสัมพันธ์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ ศึกษาโดยนำผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ ได้แก่ ประเทศไทย ฮ่องกง ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ สิงค์โปร์ ผลตอบแทนดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ และเอสแอนด์พี 500 มาหาความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน ดังตาราง

ตารางที่ 4.3 ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศ

ตารางแสดงความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนในประเทศต่าง ๆ ได้แก่ เอสแอนด์พี 500 ไทย ดาวโจนส์ สิงค์โปร์ เกาหลีใต้ ญี่ปุ่น ฮ่องกง ตามลำดับ โดยข้อมูลที่นำมาศึกษานั้นเป็นข้อมูลรายสัปดาห์ และเริ่มตั้งแต่ สัปดาห์แรกของเดือนมกราคม 2538 ถึง สัปดาห์สุดท้ายของเดือนธันวาคม 2546

ความสัมพันธ์	สิงค์โปร์	เอสแอนด์พี 500	ดาวโนจส์	เกาหลี	ญี่ปุ่น	ฮ่องกง	ไทย
สิงค์โปร์	1.000						
เอสแอนด์พี 500	-0.022	1.000					
ดาวโนจส์	-0.001	0.797	1.000				
เกาหลี	0.424	-0.044	-0.003	1.000			
ญี่ปุ่น	0.361	-0.017	0.015	0.341	1.000		
ฮ่องกง	0.670	-0.005	0.015	0.411	0.367	1.000	
ไทย	0.505	0.036	0.025	0.424	0.212	0.363	1.000

จากตารางที่ 4.3 พบว่า ตลาดหลักทรัพย์ดาวโจนส์ กับตลาดเอสแอนด์พี 500 ซึ่งทั้งสองตลาดนั้นอยู่ในประเทศสหรัฐอเมริกามีความสัมพันธ์ระหว่างกันมากที่สุด คิดเป็น 79.7% รองลงมาเป็นความสัมพันธ์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ประเทศฮ่องกง กับประเทศสิงค์โปร์ คิดเป็น 67% ซึ่งทั้งสองประเทศเป็นศูนย์กลางทางการเงินของภูมิภาคนี้ ในส่วนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์กับตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงค์โปร์ เกาหลีใต้ และฮ่องกง คิดเป็น 50.5% 42.4% และ 36.3% ตามลำดับ ผลการศึกษายังชี้ให้เห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์กับตลาดดาวน์โจนส์ และตลาดเอสแอนด์พี 500 น้อยมาก ซึ่งสอดคล้องกับ Froot, O'Connell and Seasholes (2001) พบว่าในภูมิภาคเดียวกันจะมีการไหลเข้าออกของเงินมีความสัมพันธ์กันอย่างมาก

โดยเฉพาะในประเทศกำลังพัฒนา

4.1.4 ความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนแต่ละประเภทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ นักลงทุนรายย่อย นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบัน กับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากตารางพบว่านักลงทุนทุกประเภทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามต่อกันและกัน กล่าวคือ นักลงทุนต่างประเทศมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับนักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนสถาบัน นอกจากนั้นนักลงทุนรายย่อยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างประเทศ สุดท้ายนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับนักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนต่างประเทศ โดยนักลงทุนต่างประเทศมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับนักลงทุนรายย่อยมากที่สุดคิดเป็น 95.8% รองลงมาได้แก่ ความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างนักลงทุนรายย่อยกับนักลงทุนสถาบันคิดเป็น 17.5% โดยความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามน้อยที่สุดได้แก่ นักลงทุนต่างประเทศกับนักลงทุนสถาบันคิดเป็น 11.5%

ตารางที่ 4.4 ความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนแต่ละประเภท และอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอดีต

ในตารางแสดงความสัมพันธ์ของปริมาณการซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบัน และอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยย้อนหลัง 1 สัปดาห์ โดยข้อมูลที่นำมาศึกษานั้นเป็นข้อมูลรายสัปดาห์ เริ่มตั้งแต่สัปดาห์แรกของเดือนมกราคม 2538 ถึงสัปดาห์สุดท้ายของเดือนธันวาคม 2546

	นลงทุนต่างประเทศ	นักลงทุนรายย่อย	นักลงทุนสถาบัน	อัตราผลตอบแทน (-1)
นลงทุนต่างประเทศ	1.000			
นักลงทุนรายย่อย	-0.958	1.000		
นักลงทุนสถาบัน	-0.115	-0.175	1.000	
อัตราผลตอบแทน (-1)	0.062	-0.057	-0.016	1.000

นอกจากนั้นนักลงทุนต่างประเทศมีแนวโน้มเป็นนักลงทุนใช้กลยุทธ์แบบตามตลาด เห็นได้จากนักลงทุนต่างประเทศมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 1 สัปดาห์ แต่นักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทน

ตลาดหลักทรัพย์ย้อนหลัง 1 สัปดาห์ นักลงทุนทั้งสองประเภทนี้มีแนวโน้มเป็นนักลงทุนใช้กลยุทธ์แบบย้อนตลาด โดยผลตอบแทนมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับนักลงทุนต่างประเทศมากที่สุดคิดเป็น 6.2% โดยอัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 1 สัปดาห์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับนักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบันคิดเป็น 5.7% และ 1.6% ตามลำดับ

4.1.5 สัดส่วนเงินลงทุนสุทธิในเรือนหุ้นจากต่างประเทศ แสดงถึงสัดส่วนเงินลงทุนสุทธิในเรือนหุ้นจากประเทศต่าง ๆ ในช่วงปี พ.ศ. 2540 ถึง พ.ศ. 2546 ได้แก่ ญี่ปุ่น อเมริกา กลุ่มประเทศในทวีปยุโรป กลุ่มประเทศอาเซี่ยน ฮ่องกง ไต้หวัน เกาหลีใต้ จีน แคนนาดา ออสเตเรีย สวิสเซอร์แลนด์ และ อื่น ๆ

ตารางที่ 4.5 รูปแบบสัดส่วนเงินลงทุนสุทธิในเรือนหุ้นจากต่างประเทศ

ในตารางแสดงสัดส่วนการนำเงินเข้ามาของนักลงทุนประเทศต่าง ๆ เพื่อลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในแต่ละปี โดยข้อมูลที่ได้มาจากธนาคารแห่งประเทศไทย อยู่ในช่วงปี พ.ศ. 2540 ถึง พ.ศ. 2546

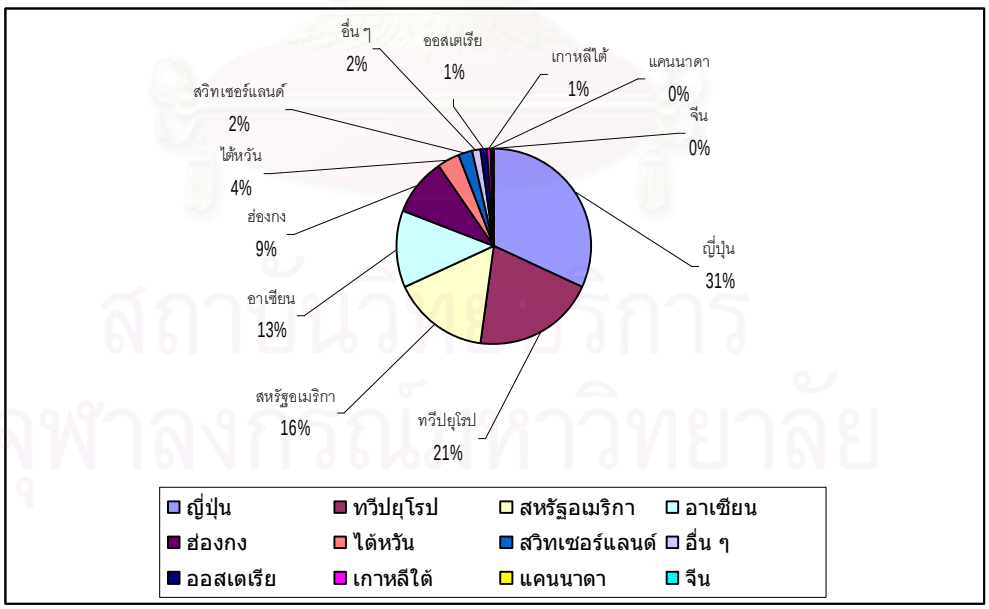
ประเทศ (%)	2540	2541	2542	2543	2544	2545	2546
ญี่ปุ่น	37.4	23.3	12.1	22.8	39.3	-2.6	26.2
สหรัฐอเมริกา	21.6	29.9	20.5	13.6	-0.2	17.2	-10.5
ทวีปยุโรป	13.4	19	33.9	25.2	26.8	-5.1	20
อาเซียน	6.7	11.7	15.7	7.7	17.7	54.9	10.6
ฮ่องกง	10.7	8.1	7.1	13.7	7.3	-16	34.7
ไต้หวัน	3.4	2.2	5.7	6.2	3.3	-1.5	2.2
เกาหลีใต้	0.8	0.3	0.1	0.2	0.9	-0.3	1.2
จีน	-0.2	0.1	-0.1	0.1	0.1	-0.8	0.9
แคนนาดา	0	0.1	0.2	0.5	0.2	0.7	0.9
ออสเตเรีย	3.2	0.8	0.4	1.8	0.3	-1.5	-0.5
สวิทเซอร์แลนด์	2.8	1.6	3.2	2.1	1.5	-4	3.3
อื่น ๆ	0.2	2.9	1.1	6.1	2.8	59	11
รวม (%)	100	100	100	100	100	100	100

จากตารางที่ 4.5 พบว่านักลงทุนแต่ละประเทศมีสัดส่วนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในแต่ละปีไม่แน่นอน โดยในปี พ.ศ. 2540 ถึง ปี พ.ศ. 2542 พบว่านักลงทุนจากประเทศ

ญี่ปุ่น สหรัฐอเมริกา และทวีปยุโรป มีสัดส่วนการนำเงินเข้ามาลงทุนมากกว่าครึ่งหนึ่งของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยในปี พ.ศ. 2543 นักลงทุนจากประเทศฮ่องกงมีสัดส่วนในการลงทุนเพิ่มขึ้นจากปีก่อนเท่าตัว ซึ่งตรงข้ามกับนักลงทุนจากประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีสัดส่วนลดลงครึ่งหนึ่งจากปีก่อน และลดลงต่อเนื่องจนกระทั่งติดลบในปี พ.ศ. 2544 โดยในปี พ.ศ. 2544 นั้น นักลงทุนจากประเทศญี่ปุ่นและทวีปยุโรปมีสัดส่วนเพิ่มมากขึ้น และมีสัดส่วนมากกว่าครึ่งหนึ่งของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ในปี 2545 นักลงทุนจากสองประเทศนี้มีสัดส่วนการลงทุนลดลงจนกระทั่งติดลบ โดยนักลงทุนจากประเทศกลุ่มอาเซียนมีสัดส่วนมากขึ้น และมีสัดส่วนมากกว่าครึ่งหนึ่งของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแนวโน้มในปี 2546 นักลงทุนจากทวีปเอเชียรวมทั้งจีน มีแนวโน้มลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มมากขึ้น

รูปที่ 4.3 สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนประเทศต่าง ๆ ที่ทำการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในรูปแสดงถึงค่าเฉลี่ยสัดส่วนการนำเงินเข้ามางทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนจากประเทศต่าง ๆ ในช่วง เดือนมกราคม 2540 ถึงเดือนธันวาคม 2546 ซึ่งข้อมูลที่ใช้เป็นแบบรายเดือน ซึ่งข้อมูลได้มาจากธนาคารแห่งประเทศไทย



จากรูปที่ 4.3 พบว่านักลงทุนจากประเทศญี่ปุ่นมีสัดส่วนการลงทุนในเรือนหุ้นมากที่สุดคิดเป็น 31.54% ของการลงทุนจากนักลงทุนต่างประเทศที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

รองลงมาได้แก่นักลงทุนจากกลุ่มประเทศในทวีปยุโรป (EU) ลงทุนในเรือนหุ้น 20.63% ของการลงทุนจากนักลงทุนต่างประเทศที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อันดับ 3 ได้แก่ นักลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา มีสัดส่วนคิดเป็น 16.06% ของการลงทุนจากนักลงทุนต่างประเทศที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยนักลงทุนจากประเทศจีน และแคนนาดามีสัดส่วนการลงทุนน้อยที่สุด คิดเป็น 0.28% และ 0.22% ของการลงทุนจากนักลงทุนต่างประเทศที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ตามลำดับ โดยรูปที่ 4.3 จะแสดงอยู่ในรูปแผนภูมิวงกลม เพื่อจะทำให้เข้าใจมากขึ้น

จากค่าสถิติของตัวแปรต่าง ๆ พบว่าตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกามีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงที่สุด รองลงมาได้แก่ประเทศฮ่องกง และสิงคโปร์ ตามลำดับ โดยตลาดหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุดได้แก่ ประเทศญี่ปุ่น และประเทศไทยตามลำดับ นอกจากนั้นเมื่อพิจารณาถึงค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานพบว่า ตลาดเอสแอนด์พี 500 นอกจากจะมีอัตราผลตอบเทนเฉลี่ยสูงที่สุดแล้วยังมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานต่ำที่สุดด้วย ซึ่งตรงข้ามกับตลาดหลักทรัพย์ประเทศเกาหลีที่มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงที่สุด รองลงมาได้แก่ ตลาดดาวโจนส์ และประเทศไทยตามลำดับ นอกจากนั้นเมื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกันพบว่า ประเทศที่อยู่ในภูมิภาคเดียวกันจะมีความสัมพันธ์กันมากกว่าประเทศที่ไม่อยู่ในภูมิภาคเดียวกัน

เมื่อพิจารณาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่านักลงทุนรายย่อยมีอิทธิพลต่อตลาดหลักทรัพย์มากที่สุด รองมาได้แก่นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบัน ตามลำดับ เมื่อพิจารณาถึงความสัมพันธ์ต่อกันแล้ว นักลงทุนแต่ละประเภทจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามต่อกันและกัน โดยนักลงทุนต่างประเทศจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับนักลงทุนรายย่อยมากที่สุด นอกจากนั้นนักลงทุนต่างประเทศเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในทิศทางเดียวกัน โดยนักลงทุนประเภทอื่น ๆ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทน

ซึ่งในบทต่อไปจะกล่าวถึงพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท ซึ่งนักลงทุนแต่ละประเภทนั้นจะมีพฤติกรรมที่แตกต่างกัน นำไปสู่ประสิทธิภาพการลงทุนที่แตกต่างกัน

4.2 พฤติกรรมของนักลงทุนแต่ละประเภท

การศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนแต่ละประเภทนั้น จะแบ่งการศึกษาออกเป็น 4 ส่วน โดยส่วนแรกเป็นแบบจำลอง VAR แบบไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ ในส่วนที่สองเป็นแบบจำลอง

VAR แบบมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ ในส่วนที่สาม Impulse Response Function ของนักลงทุนแต่ละประเภท และในส่วนสุดท้าย Granger Causality Tests ซึ่งแสดงดังต่อไปนี้

4.2.1 แบบจำลองการปรับพอร์ทการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท และผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ แบบไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ ผลจากแบบจำลองดังกล่าวจะทราบถึงการใช้กลยุทธ์การลงทุน การซื้อขายตามนักลงทุนประเภทอื่น ๆ และการลงทุนตามตนเองในอดีตของนักลงทุนแต่ละประเภท

โดยการศึกษาในแบบจำลอง VAR จะทำการวิเคราะห์สมการถดถอยนักลงทุนทีละ 2 ประเภท เนื่องจากเมื่อรวมการซื้อสุทธิของนักลงทุนทั้ง 3 ประเภทจะได้ผลลัพธ์เท่ากับศูนย์ ทำให้แบบจำลองไม่สามารถอธิบายได้ ดังนั้นจึงแบ่งนักลงทุนประเภทที่ 1 และ 2 ออกเป็น 3 กลุ่ม โดยกลุ่มที่หนึ่งได้แก่ นักลงทุนต่างประเทศกับนักลงทุนรายย่อยตามลำดับ กลุ่มที่สองได้แก่ นักลงทุนต่างประเทศกับนักลงทุนสถาบันตามลำดับ และกลุ่มสุดท้ายได้แก่ นักลงทุนสถาบันกับนักลงทุนรายย่อยตามลำดับ

ตารางที่ 4.6 แบบจำลองการปรับพอร์ทของนักลงทุนแต่ละประเภท และผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ แบบไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ

ตารางแสดงรูปแบบการปรับพอร์ทการลงทุนของนักลงทุนประเภทต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ โดยแบ่งนักลงทุนออกเป็นสามประเภท ได้แก่ นักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนต่างประเทศ โดยข้อมูลที่นำมาใช้คือการซื้อสุทธิของนักลงทุนประเภทต่าง ๆ โดยข้อมูลดังกล่าวเป็นรายสัปดาห์อยู่ ในช่วงสัปดาห์แรกของเดือนมกราคม 2538 ถึงสัปดาห์สุดท้ายของเดือนธันวาคม 2546 โดยประมาณค่าจากสมการ VAR ดังต่อไปนี้

$$y_{i,t} = \sum_{t=1}^{3} a_{ii,t-t}\, y_{i,t-t} + \sum_{t=1}^{3} a_{ij,t-t}\, y_{j,t-t} + \sum_{t=1}^{3} a_{ir,t-t}\, r_{t-t} + e_{i,t} \qquad (1)$$

$$y_{j,t} = \sum_{t=1}^{3} a_{ji,t-t}\, y_{i,t-t} + \sum_{t=1}^{3} a_{jj,t-t}\, y_{j,t-t} + \sum_{t=1}^{3} a_{jr,t-t}\, r_{t-t} + e_{j,t} \qquad (2)$$

$$r_t = \sum_{t=1}^{3} a_{ri,t-t}\, y_{i,t-t} + \sum_{t=1}^{3} a_{rj,t-t}\, y_{j,t-t} + \sum_{t=1}^{3} a_{rr,t-t}\, r_{t-t} + e_{r,t} \qquad (3)$$

$i = 1\ 2$ และ$3\ \ j = 1\ 2$ และ3 ซึ่ง $i \neq j$

โดยที่ $y_{1,t}$ = การซื้อสุทธิของนักลงทุนประเภทที่ 1 ณ เวลา t $y_{2,t}$ = การซื้อสุทธิของนักลงทุนประเภทที่ 2 ณ เวลา t และ r_t = ผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t โดยแบ่งเป็น 3 กลุ่ม

กลุ่มที่ 1 แบบจำลองการปรับพอร์ทของนักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนรายย่อย และผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์

	ตัวแปรถูกกำหนด		
	ต่างประเทศ (หุ้น)	รายย่อย (หุ้น)	ผลตอบแทน (%)
ต่างประเทศ (-1)	0.638 [a]	-0.350 [a]	0.000
	[3.827]	[-2.014]	[1.643]
ต่างประเทศ (-2)	0.570 [a]	-0.494 [a]	0.000
	[3.290]	[-2.738]	[0.217]
ต่างประเทศ (-3)	-0.065	0.136	- 0.000
	[-0.391]	[0.783]	[-0.851]
รายย่อย (-1)	-0.309 [a]	-0.080	-0.000
	[-2.003]	[-0.499]	[-0.978]
รายย่อย (-2)	-0.559 [a]	-0.461 [a]	-0.000
	[-3.539]	[-2.802]	[0.999]
รายย่อย (-3)	-0.142	0.266	-0.000
	[-0.913]	[1.644]	[-0.307]
ผลตอบแทน (-1)	40,519,360	-49,000,000	0.027
	[0.391]	[-0.453]	[0.573]
ผลตอบแทน (-2)	-163,000,000	191,000,000	0.172 [a]
	[-1.599]	[1.308]	[3.763]
ผลตอบแทน (-3)	-28,000,000	-12,000,000	0.081 [b]
	[-0.287]	[-0.120]	[1.834]
Adj R^2	0.145	0.089	0.157
AIC		-17053.41	

โดย [ ] คือ ค่า t-stat และ [a]มีนัยสำคัญ 5% [b] มีนัยสำคัญ 10%

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

กลุ่มที่ 2 แบบจำลองการปรับพอร์ทของนักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนสถาบัน และผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

	ตัวแปรถูกกำหนด		
	ต่างประเทศ (หุ้น)	สถาบัน (หุ้น)	ผลตอบแทน (%)
ต่างประเทศ (-1)	0.329 [a]	-0.060 [a]	0.000 [a]
	[6.492]	[-3.855]	[8.380]
ต่างประเทศ (-2)	0.011	0.022	-0.000 [a]
	[0.202]	[1.298]	[-2.146]
ต่างประเทศ (-3)	0.077	0.053 [a]	-0.000 [b]
	[1.431]	[3.258]	[-1.757]
สถาบัน (-1)	-0.309 [a]	0.229 [a]	0.000
	[-2.003]	[4.872]	[0.978]
สถาบัน (-2)	-0.559 [a]	0.098 [a]	-0.000
	[-3.539]	[2.041]	[-0.999]
สถาบัน (-3)	0.142	0.124 [a]	0.000
	[0.913]	[2.621]	[0.307]
ผลตอบแทน (-1)	40,519,360	8,337,666	0.027
	[0.391]	[0.264]	[0.573]
ผลตอบแทน (-2)	-163,000,000	-28,832,047	0.172 [a]
	[-1.599]	[-0.931]	[3.763]
ผลตอบแทน (-3)	-28,000,000	40,398,772	0.081 [b]
	[-0.287]	[1.353]	[1.834]
Adj R^2	0.145	0.064	0.157
AIC		-17053.41	

โดย [ ] คือ ค่า t-stat และ [a]มีนัยสำคัญ 5% [b] มีนัยสำคัญ 10%

กลุ่มที่ 3 แบบจำลองการปรับพอร์ทของนักลงทุนสถาบัน นักลงทุนรายย่อย และผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

	ตัวแปรถูกกำหนด		
	สถาบัน (หุ้น)	รายย่อย (หุ้น)	ผลตอบแทน (%)
สถาบัน (-1)	0.288 [a]	0.350 [a]	-0.000
	[5.679]	[2.014]	[-1.643]
สถาบัน (-2)	0.076	0.494 [a]	-0.000
	[1.441]	[2.738]	[-0.217]
สถาบัน (-3)	0.071	-0.136	0.000
	[1.395]	[-0.784]	[0.851]
รายย่อย (-1)	0.060 [a]	0.270	-0.000 [a]
	[3.855]	[1.108]	[-8.380]
รายย่อย (-2)	-0.022	0.033	0.000 [a]
	[-1.298]	[0.574]	[2.146]
รายย่อย (-3)	-0.053 [a]	0.130	0.000 [b]
	[-3.258]	[1.328]	[1.757]
ผลตอบแทน (-1)	8,337,666	-49,000,000	0.027
	[0.264]	[-0.453]	[0.573]
ผลตอบแทน (-2)	-28,832,047	191,000,000	0.172 [a]
	[-0.931]	[1.308]	[3.763]
ผลตอบแทน (-3)	40,398,772	-12,000,000	0.081 [b]
	[1.353]	[-0.120]	[1.834]
Adj R^2	0.064	0.089	0.157
AIC	-17053.41		

โดย [ ] คือ ค่า t-stat และ [a]มีนัยสำคัญ 5% [b] มีนัยสำคัญ 10%

จากแบบจำลองที่ 4.2.1 การปรับพอร์ทการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ แบบไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ เมื่อพิจาราณาจากค่า Akaike Information Criteria (AIC) แล้ว พบว่า ระยะเวลาย้อนหลัง (lag) ที่เหมาะสมคือ ย้อนหลัง 3 ช่วงเวลา เพราะมีค่า AIC น้อยที่สุด นั่นคือ -17053.41 ดังแสดงในตารางที่ 4.6 จากตารางพบว่าการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท และอัตรผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ สามารถอธิบายนักลงทุนสถาบันได้น้อยที่สุด คือประมาณ 6.42 % และสามารถอธิบายผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ได้มากที่สุด ประมาณ 15.69% รองลงมาเป็น นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนรายย่อย คิดเป็น 14.48% และ 8.9% ตามลำดับ

ในกลุ่มที่ 1 พบว่านักลงทุนต่างประเทศมีความสัมพันธ์เดียวกันกับการลงทุนของตัวเองในอดีตอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่านักลงทุนต่างประเทศมีพฤติกรรมการลงทุนตามตนเองในอดีต ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยไม่มีความสัมพันธ์กับการลงทุนของตัวเองในอดีต แสดงว่านักลงทุนรายย่อยไม่มีพฤติกรรมการลงทุนตามตนเองในอดีต นอกจากนั้นนักลงทุนต่างประเทศ (นักลงทุนรายย่อย) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการลงทุนของนักลงทุนรายย่อย (นักลงทุนต่างประเทศ) ในอดีต แสดงว่านักลงทุนต่างประเทศ (นักลงทุนรายย่อย) มีพฤติกรรมการลงทุนตรงข้ามกับนักลงทุนรายย่อย (นักลงทุนต่างประเทศ) โดยนักลงทุนทั้งสองประเภทนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทน แสดงว่านักลงทุนทั้งสองประเภทไม่ได้ซื้อขายตามอัตราผลตอบแทนในอดีต หรือไม่ใช้กลยุทธ์ใดในการลงทุน

กลุ่มที่ 2 พบว่านักลงทุนต่างประเทศและนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เดียวกันกับการลงทุนของตัวเองในอดีตอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่านักลงทุนทั้งสองประเภทมีการลงทุนตามตนเองในอดีต นอกจากนั้นนักลงทุนต่างประเทศยังมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการลงทุนของนักลงทุนสถาบันในอดีต แสดงว่านักลงทุนต่างประเทศมีพฤติกรรมการลงทุนตรงข้ามกับนักลงทุนสถาบัน ในขณะที่นักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมการลงทุนกับนักลงทุนต่างประเทศที่ไม่แน่นอน โดยสังเกตุว่าในช่วงแรกนักลงทุนสถาบันจะลงทุนตรงข้ามกับนักลงทุนต่างประเทศ แต่ในช่วงหลังจะลงทุนตามนักลงทุนต่างประเทศ โดยนักลงทุนทั้งสองประเภทนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทน แสดงว่านักลงทุนทั้งสองประเภทไม่ได้ซื้อขายตามอัตราผลตอบแทนในอดีต หรือไม่ใช้กลยุทธ์ใดในการลงทุน

กลุ่มที่ 3 พบว่านักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เดียวกันกับการลงทุนของตัวเองในอดีตอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่านักลงทุนสถาบันมีการลงทุนตามตนเองในอดีต ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยไม่มีความสัมพันธ์เดียวกันกับการลงทุนของตัวเองในอดีต แสดงว่านักลงทุนรายย่อยไม่มีการลงทุนตาม

ตนเองในอดีต นอกจากนั้นนักลงทุนสถาบันยังมีความสัมพันธ์กับการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยน้อยมาก และยังมีทิศทางที่ไม่แน่นอน โดยในช่วงแรกลงทุนตามนักลงทุนรายย่อย แต่ในช่วงหลังจะลงทุนตรงข้ามนักลงทุนรายย่อย ในส่วนของนักลงทุนรายย่อยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการลงทุนของนักลงทุนสถาบันอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่านักลงทุนรายย่อยมีพฤติกรรมการลงทุนตามนักลงทุนสถาบันในอดีต โดยนักลงทุนทั้งสองประเภทนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทน แสดงว่านักลงทุนทั้งสองประเภทไม่ได้ซื้อขายตามอัตราผลตอบแทนในอดีต หรือไม่ใช้กลยุทธ์ใดในการลงทุน

4.2.2 แบบจำลองการปรับพอร์ทการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท และผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ แบบมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ ผลจากแบบจำลองดังกล่าวทราบถึงการใช้กลยุทธ์การลงทุน การซื้อขายตามนักลงทุนประเภทอื่น ๆ และการลงทุนตามตนเองในอดีตของนักลงทุนแต่ละประเภท เหมือนในตารางที่ 4.6 ในส่วนของตารางที่ 4.7 นั้นทำการเพิ่มปัจจัยจากอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอื่น ๆ และราคาน้ำมัน เพื่อศึกษาว่าปัจจัยเหล่านี้มีผลต่อการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภทอย่างไรบ้าง

โดยการศึกษาในแบบจำลอง VAR จะทำการวิเคราะห์สมการถดถอยนักลงทุนทีละ 2 ประเภท เนื่องจากเมื่อรวมการซื้อสุทธิของนักลงทุนทั้ง 3 ประเภทจะได้ผลลัพธ์เท่ากับศูนย์ ทำให้แบบจำลองไม่สามารถอธิบายได้ ดังนั้นจึงแบ่งนักลงทุนประเภทที่ 1 และ 2 ออกเป็น 3 กลุ่ม โดยกลุ่มที่หนึ่งได้แก่ นักลงทุนต่างประเทศกับนักลงทุนรายย่อยตามลำดับ กลุ่มที่สองได้แก่ นักลงทุนต่างประเทศกับนักลงทุนสถาบันตามลำดับ และกลุ่มสุดท้ายได้แก่ นักลงทุนสถาบันกับนักลงทุนรายย่อยตามลำดับ

จากแบบจำลองที่ 4.2.2 การปรับพอร์ทการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ แบบมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ เมื่อพิจาราณาจากค่า AIC แล้วพบว่า ระยะเวลาย้อนหลัง (lag) ที่เหมาะสมคือ ย้อนหลัง 1 ช่วงเวลา เพราะมีค่า AIC น้อยที่สุด นั่นคือ -17064.89 ดังแสดงในตารางที่ 4.7 จากตารางพบว่าการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภท และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ สามารถอธิบายนักลงทุนสถาบันได้น้อยที่สุด คือประมาณ 6.37 % และสามารถอธิบาย อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ได้มากที่สุดประมาณ 35.44% รองลงมาเป็น นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนรายย่อย คิดเป็น 12.82% และ 7.64% ตามลำดับ

ในกลุ่มที่ 1 พบว่านักลงทุนต่างประเทศมีความสัมพันธ์เดียวกันกับการลงทุนของตัวเองในอดีตอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่านักลงทุนต่างประเทศมีพฤติกรรมการลงทุนตามตนเองในอดีต ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยไม่มีความสัมพันธ์เดียวกันกับการลงทุนของตัวเองในอดีต แสดงว่านักลงทุนราย

ย่อยไม่มีพฤติกรรมการลงทุนตามตนเองในอดีต นอกจากนั้นนักลงทุนต่างประเทศ (นักลงทุนรายย่อย) ยังมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการลงทุนของนักลงทุนรายย่อย (นักลงทุนต่างประเทศ) ในอดีต แสดงว่านักลงทุนต่างประเทศ (นักลงทุนรายย่อย) มีพฤติกรรมการลงทุนตรงข้ามกับนักลงทุนรายย่อย (นักลงทุนต่างประเทศ) โดยนักลงทุนทั้งสองประเภทนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทน แสดงว่านักลงทุนทั้งสองประเภทไม่ได้ซื้อขายตามอัตราผลตอบแทนในอดีต หรือไม่ใช้กลยุทธ์ใดในการลงทุน ยิ่งไปกว่านั้นจากการศึกษาปัจจัยอื่น ๆ พบว่า ผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่นมีผลต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในทิศทางเดียวกันนั่นคือ เมื่ออัตราผลตอบแทนในประเทศญี่ปุ่นสูงขึ้นมีผลทำให้นักลงทุนต่างประเทศซื้อสุทธิเพิ่มขึ้นด้วย โดยปัจจัยอื่น ๆ ไม่มีผลต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ ในส่วนของนักลงทุนรายย่อยพบว่า ปัจจัยราคาน้ำมันมีผลต่อการลงทุน โดยราคาน้ำมันสูงขึ้น (ลดลง) นักลงทุนรายย่อยจะซื้อ (ขาย) สุทธิเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และปัจจัยอื่น ๆ ไม่มีผลต่อการลงทุนของนักลงทุนรายย่อย

ตารางที่ 4.7 แบบจำลองการปรับพอร์ทของนักลงทุนแต่ละประเภท และผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ แบบมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ

ตารางแสดงถึงรูปแบบการปรับพอร์ทการลงทุนของนักลงทุนประเภทต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ และปัจจัยภายนอกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งนักลงทุนออกเป็นสามประเภท ได้แก่ นักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนต่างประเทศ โดยข้อมูลที่นำมาใช้คือการซื้อสุทธิของนักลงทุนประเภทต่าง ๆ โดยข้อมูลดังกล่าวเป็นรายสัปดาห์อยู่ ในช่วงสัปดาห์แรกของเดือนมกราคม 2538 ถึง สัปดาห์สุดท้ายของเดือนธันวาคม 2546 โดยประมาณค่าจากสมการ VAR ดังต่อไปนี้

$$y_{i,t} = a_{i,i}y_{i,t-1} + a_{i,j}y_{j,t-1} + a_{i,r}r_{t-1} + b_{i,1}x_{1,t} + b_{i,2}x_{2,t} + ... + b_{i,n}x_{7,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

$$y_{j,t} = a_{j,i}y_{i,t-1} + a_{j,j}y_{j,t-1} + a_{j,r}r_{t-1} + b_{j,1}x_{1,t} + b_{j,2}x_{2,t} + ... + b_{j,n}x_{7,t} + e_{j,t} \quad (2)$$

$$r_t = a_{r,i}y_{i,t-1} + a_{r,j}y_{j,t-1} + a_{r,r}r_{t-1} + b_{r,1}x_{1,t} + b_{r,2}x_{2,t} + ... + b_{r,n}x_{7,t} + e_{r,t} \quad (3)$$

โดย $i = 1, 2, 3,\ j = 1, 2, 3$ ซึ่ง $i \neq j$

โดยที่ $y_{1,t}$ = การซื้อสุทธิของนักลงทุนประเภทที่ 1 ณ เวลา t $y_{2,t}$ = การซื้อสุทธิของนักลงทุนประเภทที่ 2 ณ เวลา t r_t = ผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t และ $x_{s,t}$ =ปัจจัยจากตลาดหลักทรัพย์ประเทศอื่น ๆ ซึ่ง $s = 1$ ถึง 7 และ r_t คือ ผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่น ฮ่องกง เกาหลีใต้ ดาวโจนส์ เอสแอนด์พี สิงค์โปร์ และ ราคาน้ำมันดิบ ณ เวลา t ตามลำดับ

กลุ่มที่ 1 แบบจำลองการปรับพอร์ทของนักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนรายย่อย ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ และปัจจัยมหภาคอื่น ๆ

	ตัวแปรถูกกำหนด		
	ต่างประเทศ (หุ้น)	รายย่อย (หุ้น)	ผลตอบแทน (%)
ต่างประเทศ (-1)	0.834 [a]	-0.579 [a]	0.000
	[5.241]	[-3.503]	[1.432]
รายย่อย (-1)	0.491 [a]	-0.293	-0.000
	[3.200]	[-1.841]	[-0.480]
ผลตอบแทน (-1)	-16,000,000	-11,000,000	-0.035
	[-0.160]	[-0.111]	[-0.905]
ญี่ปุ่น	263,000,000 [b]	-230,000,000	-0.056
	[1.678]	[-1.441]	[-0.920]
ฮ่องกง	6,748,712	-2,780,365	-0.021
	[0.043]	[-0.017]	[-0.352]
เกาหลีใต้	14,439,393	10,677,401	0.222 [a]
	[0.147]	[0.105]	[5.795]
ดาวโจนส์	165,000,000	-160,000,000	-0.043
	[1.084]	[-1.011]	[-0.731]
เอสแอนด์พี 500	137,000,000	-130,000,000	0.188 [b]
	[0.473]	[-0.432]	[1.668]
สิงค์โปร์	-47,000,000	57,975,167	0.490 [a]
	[-0.269]	[0.319]	[7.185]
ราคาน้ำมัน	-139.123	343.38 [a]	-0.000
	[-1.124]	[2.673]	[-0.243]
Adj-R^2	0.128	0.076	0.355
AIC	-17064.9		

โดย [ ] คือ ค่า t-stat และ [a]มีนัยสำคัญ 5%, [b] มีนัยสำคัญ 10%

กลุ่มที่ 2 แบบจำลองการปรับพอร์ทของนักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนสถาบัน ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ และปัจจัยมหภาคอื่น ๆ

	ตัวแปรถูกกำหนด		
	ต่างประเทศ (หุ้น)	สถาบัน (หุ้น)	ผลตอบแทน (%)
ต่างประเทศ (-1)	0.343 [a]	-0.058 [a]	0.000 [a]
	[7.077]	[-3.940]	[6.218]
สถาบัน (-1)	-0.491 [a]	0.198 [a]	0.000
	[-3.200]	[4.270]	[0.480]
ผลตอบแทน (-1)	-16,000,000	26,975,212	-0.035
	[-0.160]	[0.914]	[-0.905]
ญี่ปุ่น	263,000,000 [b]	-28,000,000	-0.056
	[1.678]	[-0.602]	[-0.920]
ฮ่องกง	6,748,712	-3,968,347	-0.021
	[0.043]	[-0.084]	[-0.352]
เกาหลีใต้	14,439,393	-25,000,000	0.222 [a]
	[0.147]	[-0.847]	[5.795]
ดาวโจนส์	165,000,000	-5,223,882	-0.043
	[1.084]	[-0.114]	[-0.731]
เอสแอนด์พี 500	137,000,000	-6,992,512	0.188 [b]
	[0.473]	[-0.080]	[1.668]
สิงค์โปร์	-47,000,000	-11,000,000	0.490 [a]
	[-0.269]	[-0.208]	[7.185]
ราคาน้ำมัน	-139.123	-204.258 [a]	-0.000
	[-1.124]	[-5.472]	[-0.243]
Adj-R^2	0.128	0.064	0.355
AIC	-17064.9		

โดย [ ] คือ ค่า t-stat และ [a]มีนัยสำคัญ 5%, [b] มีนัยสำคัญ 10%

กลุ่มที่ 3 แบบจำลองการปรับพอร์ทของนักลงทุนสถาบัน นักลงทุนรายย่อย ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ และปัจจัยมหภาคอื่น ๆ

	ตัวแปรถูกกำหนด		
	สถาบัน (หุ้น)	รายย่อย (หุ้น)	ผลตอบแทน (%)
สถาบัน (-1)	0.255 [a]	0.579 [a]	-0.000
	[5.31592]	[3.50274]	[-1.43243]
รายย่อย (-1)	0.058 [a]	0.285	-0.000 [a]
	[3.940]	[0.670]	[-6.218]
ผลตอบแทน (-1)	26,975,212	-11,000,000	-0.035
	[0.914]	[-0.111]	[-0.905]
ญี่ปุ่น	-28,000,000	-230,000,000	-0.056
	[-0.602]	[-1.441]	[-0.920]
ฮ่องกง	-3,968,347	-2,780,365	-0.021
	[-0.084]	[-0.017]	[-0.352]
เกาหลีใต้	-25,000,000	10,677,401	0.222 [a]
	[-0.847]	[0.105]	[5.795]
ดาวโจนส์	-5,223,882	-160,000,000	-0.043
	[-0.114]	[-1.011]	[-0.731]
เอสแอนด์พี 500	-6,992,512	-130,000,000	0.188 [b]
	[-0.080]	[-0.432]	[1.668]
สิงค์โปร์	-11,000,000	57,975,167	0.490 [a]
	[-0.208]	[0.319]	[7.185]
ราคาน้ำมัน	-204.258 [a]	343.38 [a]	-0.000
	[-5.471]	[2.673]	[-0.243]
adj-R^2	0.064	0.076	0.355
AIC	-17064.9		

โดย [ ] คือ ค่า t-stat และ [a]มีนัยสำคัญ 5%, [b] มีนัยสำคัญ 10%

กลุ่มที่ 2 พบว่านักลงทุนทั้งสองประเภทมีความสัมพันธ์เดียวกันกับการลงทุนของตัวเองในอดีตอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่านักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบันมีการลงทุนตามตนเองในอดีต นอกจากนั้นนักลงทุนต่างประเทศ (นักลงทุนสถาบัน) ยังมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน (นักลงทุนต่างประเทศ) ในอดีต แสดงว่านักลงทุนต่างประเทศ (นักลงทุนสถาบัน) มีพฤติกรรมการลงทุนตรงข้ามกับนักลงทุนสถาบัน (นักลงทุนต่างประเทศ) โดยนักลงทุนทั้งสองประเภทนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทน แสดงว่านักลงทุนทั้งสองประเภทไม่ได้ซื้อขายตามอัตราผลตอบแทนในอดีต หรือไม่ใช้กลยุทธ์ใดในการลงทุน นอกจากนั้นยังพบว่าปัจจัยราคาน้ำมันมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการซื้อสุทธิของนักลงทุนสถาบันอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือนักลงทุนสถาบันจะขายสุทธิ (ซื้อสุทธิ) ถ้าราคาน้ำมันเพิ่มสูงขึ้น (ลดลง) ในขณะที่ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่นมีผลต่อการซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ นั่นคือเมื่ออัตราผลตอบแทนในประเทศญี่ปุ่นสูงขึ้น (ลดลง) มีผลทำให้นักลงทุนต่างประเทศซื้อสุทธิ (ขายสุทธิ) แต่ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอื่น ๆ ไม่มีผลต่อการซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ

กลุ่มที่ 3 พบว่านักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เดียวกันกับการลงทุนของตัวเองในอดีตอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่านักลงทุนสถาบันมีการลงทุนตามตนเองในอดีต ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยไม่มีความสัมพันธ์เดียวกันกับการลงทุนของตัวเองในอดีต แสดงว่านักลงทุนรายย่อยไม่มีการลงทุนตามตนเองในอดีต นอกจากนั้นนักลงทุนสถาบันยังมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยในอดีตน้อยมาก แต่นักลงทุนรายย่อยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการลงทุนของนักลงทุนสถาบันอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่านักลงทุนรายย่อยมีพฤติกรรมการลงทุนตามนักลงทุนสถาบัน โดยนักลงทุนทั้งสองประเภทนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทน แสดงว่านักลงทุนทั้งสองประเภทไม่ได้ซื้อขายตามอัตราผลตอบแทนในอดีต หรือไม่ใช้กลยุทธ์ใดในการลงทุน โดยน้ำมันมีผลต่อการซื้อสุทธิของนักลงทุนทั้งสองประเภท แต่ในทิศทางที่ไม่เหมือนกัน โดยถ้าน้ำมันราคาสูงขึ้น (ลดลง) นักลงทุนรายย่อยจะทำการซื้อสุทธิ (ขายสุทธิ) แต่นักลงทุนสถาบันจะขายสุทธิ (ซื้อสุทธิ) โดยอัตราผลตอบแทนในตลาดอื่น ๆ ไม่มีผลต่อการลงทุนของนักลงทุนทั้งสองประเภท

สรุปได้ว่านักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างประเทศมีพฤติกรรมการลงทุนตามตนเองในอดีต (positively autocorrelated) ในส่วนของนักลงทุนรายย่อยพบว่าไม่มีพฤติกรรมดังกล่าว นอกจากนั้นการศึกษาพฤติกรรมการลงทุนตามนักลงทุนประเภทอื่น ๆ พบว่า นักลงทุนต่างประเทศจะลงทุนตรงข้ามกับนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อย ในส่วนของนักลงทุนรายย่อยจะลงทุนตรงข้ามกับนัก

ลงทุนต่างประเทศ แต่จะลงทุนตามนักลงทุนสถาบัน ในส่วนสุดท้ายนักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมที่ไม่แน่นอน โดยในช่วงแรกจะลงทุนตามนักลงทุนรายย่อย แต่ตรงข้ามกับนักลงทุนต่างประเทศ ในช่วงหลังนักลงทุนสถาบันจะลงทุนตรงข้ามนักลงทุนรายย่อย แต่จะลงทุนตามนักลงทุนต่างประเทศ

ในส่วนของกลยุทธ์การลงทุนพบว่า นักลงทุนทั้งสามประเภทนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอดีต นั่นแสดงว่านักลงทุนทั้งสามประเภทนั้นไม่ใช้กลยุทธ์ใด ๆ ในการลงทุน แต่เมื่อนำปัจจัยอื่น ๆ เข้ามาพิจารณา ดังแบบจำลองที่ 4.2.2 พบว่า นักลงทุนต่างประเทศมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนประเทศญี่ปุ่น นั่นคือเมื่ออัตราผลตอบแทนประเทศญี่ปุ่นสูงขึ้น (ลดลง) นักลงทุนต่างประเทศจะลงทุนเพิ่มขึ้น (ลดลง) ด้วย โดยปัจจัยอื่น ๆ นอกจากนี้ไม่มีผลต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ ในส่วนของนักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนสถาบัน มีปัจจัยน้ำมันเท่านั้นที่มีผลต่อการลงทุนของนักลงทุนทั้งสองประเภท แต่มีผลในทิศทางแตกต่างกัน โดยเมื่อราคาน้ำมันในตลาดสูงขึ้น (ลดลง) นักลงทุนสถาบันจะลงทุนลดลง (สูงขึ้น) แต่นักลงทุนรายย่อยจะลงทุนสูงขึ้น (ลดลง) โดยในส่วนต่อไปจะศึกษาถึงการนำข่าวสารเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละประเภท

4.2.3 Impulse Response Function แสดงถึง เมื่อเกิด innovations ที่เป็นบวกของนักลงทุนแต่ละประเภท แล้วอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แสดงถึงผลของ innovations นั้นอย่างไร เป็นผลที่ได้จากแบบจำลอง VAR ผลการศึกษาที่ได้จะทราบถึงการใช้ข่าวสารในการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภท

จากรูปที่ 4.4 พบว่า เมื่อเกิด innovations ที่เป็นบวกของนักลงทุนต่างประเทศแล้ว อัตราผลตอบแทนของตลาดจะมีการตอบสนองในทิศทางเดียวกันในช่วงระยะ 4 สัปดาห์แรกอย่างมีนัยสำคัญ แต่หลังจากนั้น อัตราผลตอบแทนของตลาดมีการตอบสนองที่ไม่คงที่และไม่มีนัยสำคัญ ดังนั้น innovations ที่เป็นบวกของนักลงทุนต่างประเทศมีผลทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีอัตราผลตอบแทนเป็นบวก

ในขณะที่นักลงทุนรายย่อย เมื่อเกิด innovations ที่เป็นบวกแล้ว อัตราผลตอบแทนมีการตอบสนองในทิศทางตรงกันข้ามในช่วง 3 สัปดาห์แรกอย่างมีนัยสำคัญ แต่หลังจากนั้น อัตราผลตอบแทนของตลาดจะตอบสนองอย่างไม่มีนัยสำคัญ ดังนั้น innovations ที่เป็นบวกของนักลงทุนรายย่อยมีผลทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีอัตราผลตอบแทนเป็นลบ

ในส่วนของนักลงทุนสถาบันเมื่อเกิด innovations ที่เป็นบวกแล้ว อัตราผลตอบแทนมีการตอบสนองในทิศทางที่ไม่แน่นอน และไม่มีนัยสำคัญในทุก ๆ ช่วงเวลา ดังนั้น innovations ที่เป็นบวกของนักลงทุนสถาบันไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์

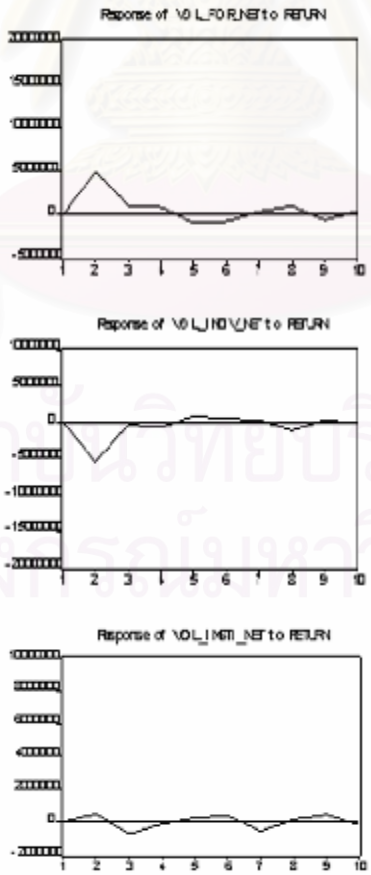
รูปที่ 4.4 Impulse Response Function **ของนักลงทุนรายย่อย นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบัน ที่มีผลต่ออัตราตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์** โดย

แถวที่ 1 แสดงถึงการตอบสนองของอัตราผลตอบแทน ที่มีต่อ innovations ของนักลงทุนต่างประเทศ

แถวที่ 2 แสดงถึงการตอบสนองของอัตราผลตอบแทน ที่มีต่อ innovations ของนักลงทุนรายย่อย

แถวที่ 3 แสดงถึงการตอบสนองของอัตราผลตอบแทน ที่มีต่อ innovations ของนักลงทุนสถาบัน

แกน x แสดงถึงจำนวนของสัปดาห์ แกน y แสดงถึงการตอบสนองของอัตราผลตอบแทนที่มีผลจาก innovations ที่เป็นบวกของนักลงทุนแต่ละประเภท



4.2.4 Granger Causality Tests เป็นการทดสอบว่าตัวแปรใดเป็นสาเหตุของตัวแปรใดบ้าง โดยมีสมมุติฐานคือตัวแปรที่ 1 ไม่ได้เป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดตัวแปรที่ 2 โดยมีค่า F-Statistic ค่าความน่าจะเป็น และผลลัพธ์

ตารางที่ 4.8 Granger Causality Tests ระหว่างนักลงทุนทั้งสามประเภท และอัตราผลตอบแทน

เป็นผลการทดสอบที่ได้จากสมการ VAR ข้างต้น ในส่วนที่ 1 เป็นการทดสอบว่าการซื้อสุทธิของนักลงทุนรายย่อยเป็นสาเหตุให้เกิดการซื้อสุทธิของนักลงทุนประเภทอื่น ๆ และอัตราผลตอบแทนหรือไม่ โดยในส่วนต่อมาเป็นนักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบันตามลำดับ ในส่วนสุดท้ายเป็นการทดสอบว่าผลตอบแทนที่สูงขึ้นมีผลต่อการซื้อสุทธิของนักลงทุนประเภทต่าง ๆ หรือไม่

สมมุติฐาน : (H_0)	F-Statistic	ความน่าจะเป็น	ผล
การซื้อสุทธิของนักลงทุนรายย่อย			
ไม่ได้เป็นสาเหตุของการซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ	8.12	0	ปฏิเสธ
ไม่ได้เป็นสาเหตุของการซื้อสุทธิของนักลงทุนสถาบัน	10.228	0	ปฏิเสธ
ไม่ได้เป็นสาเหตุของอัตราผลตอบแทน	24.978	0	ปฏิเสธ
การซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ			
ไม่ได้เป็นสาเหตุของการซื้อสุทธิของนักลงทุนรายย่อย	7.977	0	ปฏิเสธ
ไม่ได้เป็นสาเหตุของการซื้อสุทธิของนักลงทุนสถาบัน	10.228	0	ปฏิเสธ
ไม่ได้เป็นสาเหตุของอัตราผลตอบแทน	25.683	0	ปฏิเสธ
การซื้อสุทธิของนักลงทุนสถาบัน			
ไม่ได้เป็นสาเหตุของการซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ	8.12	0	ปฏิเสธ
ไม่ได้เป็นสาเหตุของการซื้อสุทธิของนักลงทุนรายย่อย	7.977	0	ปฏิเสธ
ไม่ได้เป็นสาเหตุของอัตราผลตอบแทน	2.026	0.12	ยอมรับ
อัตราผลตอบแทน			
ไม่ได้เป็นสาเหตุของการซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ	0.753	0.521	ยอมรับ
ไม่ได้เป็นสาเหตุของการซื้อสุทธิของนักลงทุนรายย่อย	0.989	0.398	ยอมรับ
ไม่ได้เป็นสาเหตุของการซื้อสุทธิของนักลงทุนสถาบัน	1.447	0.228	ยอมรับ

จากตารางพบว่า การลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภทมีผลต่อการลงทุนซึ่งกันและกัน นั่นคือ นักลงทุนรายย่อยมีผลต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศและนักลงทุนสถาบัน นักลงทุนต่างประเทศมีผลต่อการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนสถาบัน รวมทั้งนักลงทุนสถาบันมีผลต่อการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนต่างประเทศ ซึ่งสอดคล้องกับผลที่ได้ในแบบจำลอง VAR นั่นคือไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนของนักลงทุนแต่ละเภทเป็นศูนย์

อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ไม่มีผลต่อการลงทุนของนักลงทุนทุกประเภทซึ่งสอดคล้องกับผลที่ได้ในแบบจำลอง VAR นั่นคือไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภทกับอัตราผลตอบแทนในอดีต ในส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนรายย่อยมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ แต่การลงทุนของนักลงทุนสถาบันไม่มีผลต่อผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องทั้งผลที่ได้ในแบบจำลอง VAR และ ในรูป Impulse Response Function

หลังจากศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนแต่ละประเภท ในส่วนต่อมาจะทำการศึกษาความสามารถของนักลงทุนแต่ละประเภท และนำมาความสามารถนั้นมาเปรียบเทียบกัน

4.3 ความสามารถในการลงทุน

การเปรียบเทียบความสามารถในการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท จะทำการเปรียบเทียบโดย 2 วิธี ได้แก่ ต้นทุนในการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภท และจังหวะในการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท โดยจะนำผลที่ได้มาเปรียบเทียบกัน

4.3.1 ต้นทุนในการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภท โดยใช้ค่าความยืดหยุ่นของปริมาณกับราคาหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละประเภท เป็นตัวแทนในการอธิบายต้นทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท โดยแบ่งค่าความยืดหยุ่นออกเป็น 2 แบบ คือความยืดหยุ่นซื้อ และความยืดหยุ่นขาย โดยนักลงทุนที่มีค่าความยืดหยุ่นขายสูง (ต่ำ) แสดงว่านักลงทุนนั้นมีต้นทุนขายต่ำ (สูง) ในช่วงเวลาที่ทำการลงทุน ในขณะที่นักลงทุนที่มีค่าความยืดหยุ่นซื้อสูง (ต่ำ) แสดงว่านักลงทุนนั้นมีต้นทุนซื้อสูง (ต่ำ) ในช่วงเวลาที่ทำการลงทุน

ตารางที่ 4.9 ต้นทุนในการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภท

ตารางแสดงถึงค่าความยืดหยุ่นของนักลงทุนประเภทต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งนักลงทุนออกเป็นสามประเภท ได้แก่ นักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุน

ต่างประเทศ โดยข้อมูลที่นำมาใช้คือ การซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภทในช่วงเวลาต่าง ๆ ตั้งแต่ช่วงวันที่ 5 มกราคม พ.ศ. 2538 จนถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2546 โดยประมาณค่าสมการดังต่อไปนี้

$$\log(y_i) = a + (1+h_i)\log(n_i) + e \quad \text{ซึ่ง } i = s, b$$

โดยที่ y = มูลค่าการขาย (y_s) หรือมูลค่าการซื้อ (y_b) และ $y_i = p_i v_i$ v = ปริมาณการขาย (v_s) หรือปริมาณการซื้อ (v_b) p = ราคาขาย (p_s) หรือราคาซื้อ (p_b) h_i = ค่าความยืดหยุ่นของปริมาณซื้อขาย กับราคาซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยของนักลงทุนแต่ละประเภท $\left(h_i = \frac{d\log(p_i)}{d\log(n_i)}\right)$ ซึ่งค่าความยืดหยุ่นที่ได้นี้จะเป็นตัวเปรียบเทียบต้นทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท โดย h_s คือความยืดหยุ่นขาย และ h_b คือความยืดหยุ่นซื้อ

ระยะเวลาการลงทุน	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนต่างประเทศ	นักลงทุนรายย่อย
		h_s	
1 วัน	-0.693	-0.726	-0.457
p-value	<0>	<0>	<0>
1 สัปดาห์	-0.691	-0.771	-0.476
p-value	<0>	<0>	<0>
1 เดือน	-0.565	-0.725	-0.550
p-value	<0.0058>	<0.0009>	<0>
1 ไตรมาส	-0.243	-1.016	-0.272
p-value	<0>	<0.7901>	<0>
		h_b	
1 วัน	-0.704	-0.661	-0.468
p-value	<0>	<0>	<0>
1 สัปดาห์	-0.714	-0.707	-0.482
p-value	<0>	<0>	<0>
1 เดือน	-0.455	-0.716	-0.552
p-value	<0>	<0.0014>	<0>
1 ไตรมาส	-0.264	-0.420	-0.267
p-value	<0>	<0>	<0>

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

จากตารางพบว่านักลงทุนต่างประเทศมีค่าความยืดหยุ่นขายน้อยกว่านักลงทุนประเภทอื่น ๆ ในทุก ๆ ช่วงเวลา แสดงว่านักลงทุนต่างประเทศมีต้นทุนในการขายหลักทรัพย์มากที่สุดในทุก ๆ ช่วงเวลา นอกจากนั้นนักลงทุนรายย่อยมีค่าความยืดหยุ่นขายสูงกว่านักลงทุนสถาบันในช่วง 1 เดือนแรก แต่หลังจาก 1 เดือนแล้วนักลงทุนรายย่อยมีค่าความยืดขายน้อยกว่านักลงทุนสถาบัน แสดงว่าในช่วงการลงทุน 1 เดือนนักลงทุนรายย่อยมีต้นทุนขายต่ำกว่านักลงทุนสถาบัน แต่หลังจาก 1 เดือนนักลงทุนสถาบันมีต้นทุนขายต่ำกว่านักลงทุนรายย่อย

จากตารางพบว่านักลงทุนสถาบันมีค่าความยืดหยุ่นซื้อน้อยที่สุดในช่วง 1 สัปดาห์ รองลงมาได้แก่นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนรายย่อยตามลำดับ แสดงว่านักลงทุนสถาบันมีต้นทุนในการซื้อหลักทรัพย์ต่ำที่สุดรองลงมาได้แก่นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนรายย่อยตามลำดับ หลังจาก 1 สัปดาห์นั้นพบว่า นักลงทุนต่างประเทศมีค่าความยืดหยุ่นซื้อน้อยที่สุดรองลงมาได้แก่นักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบันตามลำดับ แสดงว่านักลงทุนต่างประเทศมีต้นทุนในการซื้อหลักทรัพย์ต่ำที่สุดรองลงมาได้แก่นักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบันตามลำดับ

เมื่อทราบถึงต้นทุนในการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภทแล้ว ในส่วนต่อไปจะศึกษาจังหวะในการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภทเพื่อนำมาเปรียบเทียบกัน

4.3.2 จังหวะในการลงทุน การหาค่าแปรปรวนร่วมระหว่าง การซื้อขายในช่วงเวลา t และผลตอบแทนหลังจากการซื้อขายนั้นในช่วงเวลาต่าง ๆ กัน แสดงถึง จังหวะในการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท โดยนักลงทุนที่มีค่าความแปรปรวนร่วมสูง แสดงว่าจังหวะในการลงทุนดี หมายถึงเมื่อทำการซื้อ (ขาย) ในช่วงเวลา t แล้ว ผลตอบแทนในช่วงเวลา t+1 ที่สูงขึ้น (ลดลง)

ตารางที่ 4.10 ค่าแปรปรวนร่วมระหว่างนักลงทุนแต่ละประเภท

ตารางแสดงค่าแปรปรวนร่วมโดยนำข้อมูลมูลค่าการซื้อ และมูลค่าการขายของนักลงทุนแต่ละประเภทมาหาค่าอัตราส่วน W_t และนำข้อมูลอัตราผลตอบแทนมาหาค่าแปรปรวนร่วมระหว่างกัน โดยข้อมูลทั้งหมดเป็นรายวันเริ่มวันที่ 5 มกราคม พ.ศ. 2538 จนถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2546

$$Cov\left(w_t,\left(1+r_{t+1}^{H}\right)\right)=E\left(w_t\left(1+r_{t+1}^{H}\right)\right)-E\left(w_t\right)E\left(1+r_{t+1}^{H}\right)$$

โดย W_t = มูลค่าการซื้อขาย ณ เวลา t / |มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ย| และ r_{t+1}^{H} = ผลตอบแทน ณ เวลา t+1 โดยค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างนักลงทุนแต่ละประเภทแสดงในตารางดังต่อไปนี้

ในตารางจะแสดงผลตอบแทนหลังจากการลงทุนในช่วงเวลาที่แตกต่างกัน ได้ แก่ช่วงเวลา 1 4 12 24 และ 52 สัปดาห์ ตามลำดับ

	1 สัปดาห์	4 สัปดาห์	12 สัปดาห์	24 สัปดาห์	52 สัปดาห์
นักลงทุนสถาบัน	0.269	0.021	-0.020	-0.034	-0.021
นักลงทุนรายย่อย	-0.250	-0.010	0.003	0.011	0.006
นักลงทุนต่างประเทศ	0.197	0.020	0.047	0.054	0.035

จากตารางที่ 4.10 พบว่าในช่วงระยะเวลา 1-4 สัปดาห์นั้น นักลงทุนสถาบันมีค่าความแปรปรวนร่วมสูงที่สุด แสดงว่า เมื่อนักลงทุนสถาบันซื้อ (ขาย) หลักทรัพย์ในช่วงเวลา t แล้ว ผลตอบแทนในระยะเวลา 1-4 สัปดาห์นั้นเพิ่มขึ้น (ลดลง) มากกว่านักลงทุนประเภทอื่น ๆ แสดงว่านักลงทุนสถาบันมีจังหวะในการลงทุนดีกว่านักลงทุนประเภทอื่น ๆ ในขณะที่นักลงทุนต่างประเทศมีค่าความแปรปรวนร่วมรองลงมาจากนักลงทุนสถาบัน แสดงว่านักลงทุนต่างประเทศมีจังหวะในการลงทุนต่ำกว่านักลงทุนสถาบัน สุดท้ายนักลงทุนรายย่อยมีค่าความแปรปรวนร่วมเป็นลบ อธิบายได้ว่า เมื่อนักลงทุนรายย่อยซื้อ (ขาย) หลักทรัพย์ในช่วงเวลา t แล้ว ผลตอบแทนในระยะเวลา 1-4 สัปดาห์นั้นลดลง (เพิ่มขึ้น) และท้ายที่สุดนักลงทุนรายย่อยมีจังหวะในการลงทุนไม่ดีมาก ๆ ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าในช่วงเวลา 1-4 สัปดาห์หลังจากการซื้อขายแล้ว นักลงทุนสถาบันมีจังหวะในการลงทุนดีที่สุด รองลงมาได้แก่นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนรายย่อยลำดับ

หลังจากการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภท 4 สัปดาห์เป็นต้นมา นักลงทุนต่างประเทศมีค่าความแปรปรวนร่วมสูงที่สุด รองลงมาได้แก่ นักลงทุนรายย่อย แสดงว่า นักลงทุนต่างประเทศมีจังหวะในการลงทุนดีกว่านักลงทุนรายย่อย ในส่วนของนักลงทุนสถาบันนั้น มีค่าความแปรปรวนติดลบ อธิบายได้ว่านักลงทุนสถาบันมีจังหวะในการลงทุนในระยะมากกว่า 4 สัปดาห์ ต่ำกว่านักลงทุนประเภทอื่นๆ ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าในช่วงเวลา 4 สัปดาห์หลังจากการซื้อขายเป็นต้นมา นักลงทุนต่างประเทศมีจังหวะในการลงทุนดีที่สุด รองลงมาได้แก่นักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบันตามลำดับ

4.4 ปัจจัยที่มีผลต่อการนำเงินเข้ามาลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ

เป็นการศึกษาเพื่อหาปัจจัยที่มีผลต่อนำเงินเข้ามาในประเทศไทยเพื่อลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนต่างประเทศ

ตารางที่ 4.11 ปัจจัยที่มีผลต่อการนำเงินเข้ามาลงทุนในเรือนหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศ

ในตารางนี้แสดงปัจจัยที่มีผลต่อการนำเงินเข้ามาของนักลงทุนประเทศต่าง ๆ เพื่อลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยข้อมูลที่ได้มาจากธนาคารแห่งประเทศไทย ในช่วง มกราคม 2538 ถึงธันวาคม 2546 ซึ่งข้อมูลที่ใช้เป็นแบบรายเดือน โดยประมาณค่าสมการดังต่อไปนี้

$$Flow_t = c_t + b_1 x_{1t} + b_2 x_{2t} + ... + b_s x_{st} + e_t$$

โดยที่ $Flow_t$ = เงินลงทุนในเรือนหุ้นสุทธิจากต่างประเทศ ณ เวลา t $x_{s,t}$ = ปัจจัยภายนอกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ ผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่น ฮ่องกง เกาหลีใต้ สิงค์โปร์ ราคาน้ำมันดิบ เอสแอนด์พี500 และดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ ณ เวลา t โดย $s = 1$ ถึง 7 และβ_s = สัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรปัจจัยมหภาค โดย $s = 1$ ถึง 7

	เงินลงทุนเรือนหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศ
ค่าคงที่	189,062.600
p-value	<0>
อัตราแลกเปลี่ยน	529.929
p-value	<0.001>
ราคาน้ำมัน	-5.604
p-value	<0>
ดาวโจนส์	-51,725.110
p-value	<0.132>
ญี่ปุ่น	11,931.320
p-value	<0.312>
เกาหลีใต้	-8,620.491
p-value	<0.200>
เอส แอนด์ พี 500	77,965.920
p-value	<0.017>
สิงค์โปร์	19,520.350
p-value	<0.038>

จากตารางพบว่า ปัจจัยอัตราแลกเปลี่ยน อัตราผลตอบแทนในตลาดเอสแอนด์พี 500 และอัตราผลตอบแทนในตลาดสิงค์โปร์ มีผลในทิศทางเดียวกันกับการนำเงินเข้ามาลงทุนในเรือนหุ้นของ

นักลงทุนต่างประเทศ กล่าวคือเมื่ออัตราแลกเปลี่ยน อัตราผลตอบแทนในตลาดเอสแอนด์พี 500 และอัตราผลตอบแทนในตลาดสิงค์โปร์ สูงขึ้น (ลดลง) มีผลทำให้นักลงทุนต่างประเทศนำเงินเข้ามาในประเทศไทยเพื่อลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น (ลดลง) แต่ปัจจัยราคาน้ำมันมีผลในทิศทางตรงกันข้ามกับการนำเงินเข้ามาลงทุนในเรือนหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศ กล่าวคือถ้าราคาน้ำมันแพงขึ้น (ถูกลง) การนำเงินเข้ามาในประเทศไทยเพื่อลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศจะลดลง (เพิ่มขึ้น) ในส่วนของผลตอบแทนในตลาดดาวโจนส์ ผลตอบแทนในประเทศญี่ปุ่น และเกาหลีใต้ ไม่มีผลต่อการนำเงินเข้ามาลงทุนในเรือนหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศ

4.5 รูปแบบการซื้อขายในแต่ละเดือนของนักลงทุนแต่ละประเภท

เป็นการศึกษานักลงทุนแต่ละประเภทมีรูปแบบการซื้อขายในแต่ละเดือนอย่างไร โดยผลที่จะทำให้สามารถทราบรูปแบบการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภทว่า จะทำการซื้อ ขาย หรือซื้อสุทธิมากน้อยผิดจากปกติในแต่ละเดือนอย่างไรบ้าง

ตารางที่ 4.12 รูปแบบการซื้อสุทธิ ซื้อ และขายของนักลงทุนแต่ละประเภท

นำข้อมูลการซื้อ ขาย และซื้อสุทธิของนักลงทุนแต่ละประเภท ตั้งแต่ช่วงวันที่ 5 มกราคม พ.ศ. 2538 จนถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2546 มาหารูปแบบการลงทุนในแต่ละเดือนว่ามีแนวโน้มเป็นอย่างไรโดยใช้ตัวแปรแทน (Dummy variable) ในแต่ละเดือนช่วยในการศึกษา โดยประมาณค่าสมการดังต่อไปนี้

$$Vol_t = a_t + \sum_{j=2}^{12} b_j \left(\widetilde{MD}_j\right) + e_t$$

โดย $\widetilde{MD}_j = MonthDum_{j,t} - \frac{w_j}{w_1} MonthDum_{1,t}$

Vol_t = มูลค่าการซื้อขาย (บาท) ปริมาณการซื้อขาย (หุ้น) และการซื้อสุทธิของนักลงทุนแต่ละประเภท ณ เวลา t $MonthDum_{j,t}$ = 1 ถ้า Vol_t เป็นเดือนที่ j และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อ Vol_t เป็นเดือนอื่น ๆ α_t = ค่าเฉลี่ยการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภท β_j = ค่าที่เปลี่ยนแปลงไปจากค่าเฉลี่ยการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภทในเดือนที่ j และ w_j = สัดส่วนของเดือนที่ j ในข้อมูลตัวอย่าง

	ซื้อสุทธิ			ซื้อ			ขาย		
	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนต่างประเทศ	นักลงทุนรายย่อย	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนต่างประเทศ	นักลงทุนรายย่อย	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนต่างประเทศ	นักลงทุนรายย่อย
α_i	-2,475,861 [a]	-22,554,019 [a]	6,831,916 [a]	17,755,606 [a]	64,281,217 [a]	521,000,000 [a]	19,365,107 [a]	65,616,881 [a]	518,000,000 [a]
ไซมาส 1									
มกราคม	-1,017,300.8	29,257,938.1 [a]	-10,148,152.3	-2,209,395.1	5,237,673.1	11,880,929.5	-325,571.2	-609,200.3	18,805,416
กุมภาพันธ์	672,381.3	21,442,832 [a]	-3,904,038 [b]	-3,588,673 [a]	-1,928,978	-33,412,798	-3,394,401 [b]	-33,367,832	-2,139,174
มีนาคม	823,569.8	19,882,576 [a]	-2,471,027	-5,989,218 [a]	-12,582,990 [a]	-165,000,000 [a]	-5,946,200 [a]	-167,000,000 [a]	-10,923,481 [a]
ไซมาส 2									
เมษายน	1,565,751 [b]	25,974,734 [a]	-9,394,944 [a]	-4,901,842 [a]	-9,647,045 [b]	-180,000,000 [a]	-5,600,892 [a]	-174,000,000 [a]	-13,661,330 [a]
พฤษภาคม	-1,238,654 [b]	24,306,961 [a]	-4,902,411 [a]	-3,401,879 [a]	896,526.1	-173,000,000 [a]	-1,296,761	-172,000,000	-2,825,936 [a]
มิถุนายน	-856,119.3	26,820,317 [a]	-7,835,136 [a]	-131,443.9	5,304,139	-61,831,430	1,591,288	-57,849,966	-105,781
ไซมาส 3									
กรกฎาคม	1,650,810 [a]	20,724,028 [a]	-4,150,930	646,237.4	5,689,645	46,697,807	-137,675.8	46,990,279	5,745,674
สิงหาคม	130,164.9	23,447,022 [a]	-5,396,286 [a]	-1,262,753	-77,428.6	21,302,320	-526,241.7	22,841,809	-2,122,934
กันยายน	998,457.6	17,475,823 [a]	-203,023.4	613,282.8	-1,610,442	83,243,299	481,653.9	79,582,442	2,330,206
ไซมาส 4									
ตุลาคม	1,987,275 [a]	17,205,877 [a]	-916,288.2	457,279.2	974,756.6	-25,230,066	-663,070.6	-28,177,056	5,142,479
พฤศจิกายน	2,021,764 [a]	15,721,970 [a]	555,292.9	4,023,396 [a]	5,315,852	94,998,675 [b]	2,868,680 [b]	90,578,477 [a]	10,904,989 [a]
ธันวาคม	1,662,607 [a]	19,812,510 [a]	-3,244,262	6,650,122 [a]	-3,684,263	117,000,000 [a]	5,854,616 [a]	116,000,000	-1,421,039 [a]

[a]มีนัยสำคัญ 5%, [b]มีนัยสำคัญ 10%

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางแสดงการซื้อ ขาย และซื้อสุทธิของนักลงทุนแต่ละประเภทโดยการแบ่งออกเป็น 4 ไตรมาส โดยในไตรมาสที่ 1 ประกอบด้วย เดือนมกราคม กุมภาพันธ์ และมีนาคม ไตรมาสที่ 2 ประกอบด้วย เดือนเมษายน พฤษภาคม และมิถุนายน ไตรมาสที่ 3 ประกอบด้วย เดือนกรกฎาคม สิงหาคม และกันยายน ไตรมาสที่ 4 ประกอบด้วย เดือนตุลาคม พฤศจิกายน และธันวาคม ตามลำดับ

จากการศึกษาพบว่า นักลงทุนต่างประเทศ โดยเฉลี่ยแล้วขายสุทธิ 22,554,019 บาท ต่อเดือน โดยดูจากค่า α_t ในตารางที่ 4.12 พบว่า ในไตรมาสที่ 1 และ 2 นักลงทุนต่างประเทศจะทยอยเข้ามาซื้อหุ้น โดยเฉพาะในช่วงเดือนมกราคม นักลงทุนต่างประเทศซื้อสุทธิมากที่สุดในรอบปี อย่างมีนัยสำคัญ และนักลงทุนต่างประเทศจะยังคงทำการซื้อสุทธิในทุกเดือนของไตรมาสที่ 2 แต่หลังจากไตรมาสที่ 2 แล้ว นักลงทุนต่างประเทศจะเริ่มทยอยขายสุทธิออกมาโดยเฉพาะในทุกเดือนของไตรมาสที่ 4 นักลงทุนต่างประเทศจะทำการขายหุ้นสุทธิ และจากตารางพบว่า นักลงทุนต่างประเทศ จะซื้อลดลงในช่วงเดือน มีนาคม เมษายน แต่ในทางกลับกันนักลงทุนต่างประเทศก็ทำการขายลดลงเช่นกัน แต่การขายนั้นจะลดลงมากกว่าการซื้อที่ลดลงทำให้นักลงทุนต่างประเทศ มีการซื้อสุทธิตลอดทั้งช่วงไตรมาสที่ 2

ในส่วนของนักลงทุนสถาบันพบว่าขายสุทธิโดยเฉลี่ย เดือนละ 2,475,861 บาท ต่อเดือน โดยจะขายสุทธิมากที่สุดในช่วงไตรมาสที่ 2 และจะค่อย ๆ ลดลงในไตรมาสที่ 3 และ 4 ตามลำดับ โดยเฉพาะในช่วงไตรมาสที่ 4 จะเป็นไตรมาสที่มีการขายสุทธิ อย่างมีนัยสำคัญน้อยที่สุด และจากตารางพบว่า นักลงทุนสถาบันจะทำการซื้อขายลดลง ในช่วงเดือน มีนาคม เมษายน และพฤษภาคม แต่การซื้อลดลงมีผลมากกว่าการขายลดลง ทำให้นักลงทุนสถาบันทำการขายสุทธิมากที่สุดในช่วงไตรมาสที่ 2 และในช่วงเดือน พฤศจิกายน และธันวาคม นักลงทุนสถาบันจะทำการซื้อ และขายมากขึ้น แต่การซื้อมีผลมากกว่าทำให้นักลงทุนสถาบันทำการซื้อสุทธิลดลงกว่าทุกช่วงของปี

นักลงทุนรายย่อยเป็นนักลงทุนประเภทเดียวที่เฉลี่ยแล้วซื้อสุทธิ 6,831,916 บาท ต่อเดือน จากค่า α_t ในตารางที่ 4.12 โดยนักลงทุนรายย่อยจะเริ่มทยอยซื้อสุทธิตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 และจะซื้อสุทธิมากที่สุดในช่วงไตรมาสที่ 4 และจะลดลงเรื่อย ๆ จนกระทั่งไตรมาสที่ 2 นักลงทุนรายย่อยจะขายสุทธิ และจะทำการขายสุทธิ ออกมามากที่สุดในช่วงเดือนเมษายน อย่างมีนัยสำคัญ และจากตารางพบว่า นักลงทุนรายย่อยจะซื้อ และขายลดลง ในช่วงเดือน มีนาคม เมษายน และพฤษภาคม แต่การซื้อลดลงมีผลมากกว่า ทำให้นักลงทุนรายย่อยขายสุทธิในช่วงเวลาดังกล่าว

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

5.1 บทสรุป

จากการศึกษาพฤติกรรมและความสามารถในการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อย และนำพฤติกรรม และความสามารถของนักลงทุนทั้ง 3 ประเภทมาเปรียบเทียบกัน พบว่า

5.1.1 พฤติกรรมของนักลงทุน นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมลงทุนตามตนเองในอดีต เนื่องจากนักลงทุนทั้งสองประเภทนี้มีพอร์ทการลงทุนขนาดใหญ่ และมีปริมาณการลงทุนในแต่ละครั้งเป็นจำนวนมาก ทำให้อาจมีผลต่อราคาของหลักทรัพย์ได้ ดังนั้นนักลงทุนทั้งสองกลุ่มนี้จึงทำการทยอยซื้อหลักทรัพย์เพื่อลดความรุนแรงของการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์นั่นเอง ในส่วนของนักลงทุนรายย่อย แม้จะมีสัดส่วนการลงทุนมากที่สุดในตลาดหลักทรัพย์ แต่พอร์ทการลงทุนไม่ใหญ่พอที่จะมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นลักษณะของต่างคนต่างซื้อ

นักลงทุนรายย่อยจะลงทุนตามนักลงทุนสถาบันเพราะนักลงทุนรายย่อยจะมีการเปิดพอร์ทลงทุนกับสถาบันการเงินต่าง ๆ ในประเทศทำให้นักลงทุนรายย่อยต้องพึ่งพาข้อมูล และคำแนะนำต่าง ๆ จากสถาบันการเงิน แต่นักลงทุนรายย่อยจะทำการลงทุนตรงข้ามกับนักลงทุนต่างประเทศ เพราะส่วนมากนักลงทุนต่างประเทศจะเข้ามาซื้อ ขายหลักทรัพย์จากนักลงทุนรายย่อย สังเกตุจากนักลงทุนทั้งสองประเภทนี้มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมากดังจะเห็นได้จากตารางที่ 1.4 ในส่วนของนักลงทุนสถาบัน ในช่วงแรกจะลงทุนตามนักลงทุนรายย่อย แต่ตรงข้ามกับนักลงทุนต่างประเทศ ส่วนในช่วงหลังนักลงทุนสถาบันจะลงทุนตรงข้ามกับช่วงแรก โดยจะลงทุนตรงข้ามนักลงทุนรายย่อย แต่จะลงทุนตามนักลงทุนต่างประเทศ ในขณะที่นักลงทุนต่างประเทศลงทุนตรงข้ามทั้งนักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบัน

นักลงทุนต่างประเทศมีปัจจัยอัตราผลตอบแทนในประเทศญี่ปุ่นเป็นปัจจัยบวกต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยปัจจัยอื่น ๆ ไม่มีผลต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ในส่วนของนักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบันมีปัจจัยน้ำมันเท่านั้นที่มีผลต่อการลงทุน แต่มีผลในทิศทาง

ที่แตกต่างกัน สำหรับนักลงทุนรายย่อยน้ำมันเป็นปัจจัยลบ แต่นักลงทุนสถาบันน้ำมันเป็นปัจจัยบวกต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากตารางที่ 4.6 และ 4.7 พบว่านักลงทุนทุกประเภทไม่สามารถบอกได้ว่าใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบใดในการลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับ ตารางที่ 4.8 พบว่าผลตอบแทนของตลาดไม่มีผลต่อการลงทุนของนักลงทุนประเภทต่างๆ แต่ถ้าศึกษาจากตารางที่ 4.4 พบว่า นักลงทุนต่างประเทศมีแนวโน้มเป็นนักลงทุนแบบตามตลาด ในส่วนของนักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อยมีแนวโน้มใช้กลยุทธ์แบบย้อนตลาด (contrarian) และจากรูปที่ 4.4 พบว่านักลงทุนต่างประเทศใช้ข้อมูลข่าวสารในการลงทุน ในทางกลับกันนักลงทุนรายย่อยใช้ข่าวลือในการลงทุน ส่วนนักลงทุนสถาบันไม่สามารถบอกได้ว่าใช้ข้อมูลหรือข่าวลือในการลงทุน

5.1.2 ความสามารถในการลงทุน นักลงทุนต่างประเทศมีแนวโน้มการขายทีละมาก ๆ และมีกลยุทธ์ตามตลาดนั่นคือเมื่อตลาดหลักทรัพย์มีผลตอบแทนลดลงก็จะขายหุ้นออกมา ทำให้มีต้นทุนในการขายสูงกว่านักลงทุนประเภทอื่น ๆ ในทุกช่วงเวลา เช่นเดียวกับนักลงทุนสถาบันที่มีต้นทุนในการขายช่วงแรก ๆ สูงแต่หลังจากนั้นจะต่ำกว่านักลงทุนรายย่อย เนื่องจากนักลงทุนสถาบันขายตามตนเองในอดีต แต่ใช้กลยุทธ์ย้อนตลาดทำให้ต้นทุนขายต่ำกว่านักลงทุนต่างประเทศ ในส่วนต้นทุนการซื้อนักลงทุนสถาบันในช่วงระยะสั้นมีต้นทุนในการซื้อต่ำที่สุด เนื่องจากนักลงทุนสถาบันเป็นผู้นำหุ้นออกขายในตลาดหลักทรัพย์ครั้งแรก (IPO) ทำให้มีต้นทุนต่ำกว่านักลงทุนประเภทอื่น ๆ เช่นเดียวกับนักลงทุนต่างประเทศที่จะได้รับหุ้นบางส่วนก่อน แต่ในระยะยาวแล้วนักลงทุนต่างประเทศมีต้นทุนในการซื้อต่ำที่สุด รองลงมาได้แก่นักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบันตามลำดับ

ในส่วนของจังหวะในการลงทุน พบว่าในช่วงการลงทุนต่ำกว่า 1 เดือนนั้น นักลงทุนสถาบันมีจังหวะในการลงทุนดีที่สุด รองลงมาจะเป็นนักลงทุนต่างประเทศ โดยนักลงทุนรายย่อยมีจังหวะในการลงทุนต่ำที่สุด ในระยะการลงทุนมากกว่า 1 เดือนนักลงทุนต่างประเทศจะมีจังหวะในการลงทุนดีที่สุด รองลงมาได้แก่ นักลงทุนรายย่อย ส่วนนักลงทุนสถาบันมีจังหวะในการลงทุนต่ำที่สุด

5.1.3 ปัจจัยที่มีผลต่อการนำเงินเข้ามาลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ จากตารางที่ 4.11 พบว่าปัจจัยที่มีผลต่อการนำเงินเข้ามาของนักลงทุนต่างประเทศนั้นมีอยู่หลายปัจจัยด้วยกัน ได้แก่ ราคาน้ำมัน ค่าเงินบาท และอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ สิงค์โปร์ และเอสแอนด์พี 500

ซึ่งปัจจัยราคาน้ำมันนั้น สามารถสรุปได้ว่าราคาน้ำมันที่สูงขึ้น (ลดลง)มีผลทำให้ นักลงทุนต่างประเทศนำเงินเข้ามาลงทุนในประเทศลดลง (เพิ่มขึ้น) เนื่องจาก ราคาน้ำมันที่สูงขึ้น (ลดลง) มีส่วนทำให้ต้นทุนของบริษัทต่าง ๆ เพิ่มขึ้น (ลดลง) ส่วนในกรณีของปัจจัยค่าเงินบาทนั้น ถ้าเงินบาทแข็งค่า (อ่อนค่า) ขึ้น จะทำให้มูลค่าเงินของนักลงทุนต่างประเทศลดลง (เพิ่มขึ้น) โดยเปรียบเทียบท้ายที่สุดในส่วนของอัตราผลตอบแทนของตลาดอื่นนั้นพบว่า มีเพียงสองตลาดที่มีอิทธิพลต่อลักษณะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นั่นคือ ตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์และตลาดหลักทรัพย์เอสแอนด์พี 500 โดยพบว่าอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น (ลดลง) ในตลาดเอสแอนด์พี 500 และสิงคโปร์ มีผลทำให้นักลงทุนต่างประเทศนำเงินเข้ามาลงทุนในตลาดมากขึ้น (ลดลง) เนื่องจากเมื่อผลตอบแทนของประเทศเหล่านี้สูงขึ้น ก็จะทำให้นักลงทุนต่างประเทศที่ลงทุนในประเทศเหล่านี้ ย้ายเงินที่ได้จากการทำกำไรเข้ามาลงทุนในประเทศไทย

5.1.4 รูปแบบการซื้อขายในแต่ละเดือนของนักลงทุนแต่ละประเภท ในส่วนรูปแบบการซื้อขายของนักลงทุนในกลุ่มต่าง ๆ นั้น มีรูปแบบที่แตกต่างกันออกไปในแต่ละช่วงเวลา ในไตรมาสที่ 1 นักลงทุนต่างประเทศมีแนวโน้มที่จะซื้อสุทธิและจะซื้อสุทธิมากที่สุดในเดือนมกราคม ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยจะซื้อสุทธิเหมือนกันแต่ในปริมาณที่น้อยมาก แต่ในส่วนของนักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มจะขายสุทธิ โดยจะขายในปริมาณเพียงเล็กน้อยเท่านั้น

ไตรมาสที่ 2 เป็นไตรมาสที่นักลงทุนทำการซื้อขายกันน้อยมากโดยเฉพาะในเดือนเมษายน เนื่องจากมีวันหยุดหลายวันติดต่อกัน (วันสงกรานต์) โดยนักลงทุนต่างประเทศมีการซื้อสุทธิต่อเนื่องจากไตรมาสที่ 1 แต่ในส่วนของนักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบันจะทำการขายสุทธิออกมามากที่สุดในไตรมาสนี้

ในไตรมาสที่ 3 นักลงทุนต่างประเทศและนักลงทุนสถาบันจะเริ่มทยอยขายสุทธิออกมาในปริมาณไม่มาก ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยจะเริ่มทยอยซื้อสุทธิในปริมาณที่ไม่มากเช่นกัน

ท้ายที่สุด ไตรมาสที่ 4 นักลงทุนสถาบันจะทำการขายสุทธิน้อยที่สุด โดยจะทำการซื้อหุ้นเพิ่มขึ้นกว่าทุกๆไตรมาส และนักลงทุนต่างประเทศจะขายสุทธิออกมามากที่สุดในไตรมาสนี้ ซึ่งนักลงทุนรายย่อยก็จะทำการซื้อสุทธิมากที่สุดในไตรมาสนี้เช่นกัน

จากข้อสรุปทั้งหมดข้างต้น เห็นว่านักลงทุนต่างประเทศเป็นนักลงทุนที่ใช้ข้อมูลในการลงทุน เป็นนักลงทุนที่มีความรู้ มีประสบการณ์ในการลงทุนสูง มีการลงทุนในแต่ละครั้งเป็นจำนวนมาก ซึ่งมี

ผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน และใช้กลยุทธ์แบบตามตลาด ซึ่งมีผลทำให้นักลงทุนต่างประเทศมีต้นทุนในการลงทุนสูงกว่านักลงทุนประเภทอื่น ๆ แต่ในระยะยาวแล้วนักลงทุนต่างประเทศจะมีประสิทธิภาพในการลงทุนสูงที่สุด โดยมีปัจจัยผลตอบแทนในประเทศญี่ปุ่นเป็นปัจจัยบวกต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ยิ่งไปกว่านั้นจากตารางที่ 4.11 พบว่าปัจจัยที่มีผลต่อการนำเงินเข้ามาในประเทศไทยเพื่อลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศได้แก่ ปัจจัยค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลง ราคาน้ำมันในตลาดเบรนท์ลดลง และอัตราผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นในตลาดประเทศสิงค์โปร์ และตลาดเอสแอนด์พี 500 ในส่วนของรูปแบบการลงทุนนั้นนักลงทุนต่างประเทศมีแนวโน้มที่จะซื้อสุทธิในไตรมาส 1 และ2 และขายสุทธิในไตรมาส 3 และ4

โดยทั่วไปนั้นลักษณะการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยเป็นไปในลักษณะที่มักจะซื้อขายตามนักลงทุนสถาบันเนื่องจากนักลงทุนรายย่อยจะทำการเปิดพอร์ตการลงทุนกับสถาบันการเงินต่าง ๆ ยิ่งไปกว่านั้นนักลงทุนรายย่อยยังเป็นกลุ่มที่มีต้นทุนในการลงทุนต่ำที่สุด เนื่องจากนักลงทุนใช้กลยุทธ์ย้อนตลาด และไม่มีพฤติกรรมการการลงทุนตามพฤติกรรมตนเองในอดีต แต่นักลงทุนกลุ่มนี้จะมีประสิทธิภาพการลงทุนต่ำมากในระยะสั้น เนื่องจากนักลงทุนเป็นนักเก็งกำไร และไม่ใช้ข้อมูลในการลงทุน จึงสามารถเปรียบนักลงทุนรายย่อยมีลักษณะเหมือน แมงเม่าที่บินเข้ากองไฟ นั่นคือเมื่อเห็นผลตอบแทนอยู่เบื้องหน้า จึงมีการแห่กันซื้อ และในท้ายที่สุดผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์โดยรวมก็จะลดลงและขาดทุน อีกทั้งยังพบว่าเมื่อราคาน้ำมันในตลาดเบรนท์สูงขึ้น (ลดลง) มีผลทำให้นักลงทุนรายย่อยซื้อ (ขาย) สุทธิ ในส่วนของรูปแบบการลงทุนนั้นนักลงทุนรายย่อยมีแนวโน้มซื้อสุทธิตั้งแต่ไตรมาส 3 ถึง 1 โดยไตรมาส 4 มีแน้วโน้มซื้อสุทธิมากที่สุด และมีแนวโน้มขายสุทธิในไตรมาส 2 เพียงไตรมาสเดียว

สำหรับนักลงทุนสถาบันนั้น ในระยะสั้นเป็นนักลงทุนที่มีต้นทุนต่ำรองจากนักลงทุนรายย่อย แต่ในระยะยาวจะมีต้นทุนสูงที่สุด เนื่องจากนักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมซื้อขายตามกัน และมีแนวโน้มใช้กลยุทธ์ย้อนตลาด นักลงทุนกลุ่มนี้จะมีประสิทธิภาพในการลงทุนสูงที่สุดในระยะสั้น เนื่องจากนักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีความรู้ในการลงทุน แต่ในระยะยาวแล้วจะมีประสิทธิภาพลดลงเนื่องจากไม่สามารถบอกได้ว่านักลงทุนกลุ่มนี้ใช้ข่าวสารแบบใดในการลงทุน อีกทั้งนักลงทุนสถาบันอาจมีข้อจำกัดหลาย ๆ อย่างในการลงทุน เช่น ข้อจำกัดในเงื่อนไขของกองทุนนั้น ๆ ที่ทำการออกหน่วยลงทุน การไม่สามารถลงทุนในบริษัทใดบริษัทหนึ่งมากเกินไปในพอร์ตการลงทุนของกองทุนและอื่น ๆ อีกทั้งยังพบว่าเมื่อราคาน้ำมันในตลาดเบรนท์ลดลง (สูงขึ้น) มีผลทำให้นักลงทุนรายย่อยซื้อ

(ขาย) สุทธิ ในส่วนของรูปแบบการลงทุนนั้นนักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มที่จะขายสุทธิในทุกไตรมาสโดยไตรมาสที่ 2 มีแนวโน้มขายสุทธิมากที่สุดโดยเฉพาะเดือนพฤษภาคม

5.2 ข้อเสนอแนะ

1. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรจะจัดประเภทของนักลงทุนให้ละเอียดขึ้น เช่น นักลงทุนธนาคาร นักลงทุนประเภทประกันภัย และกองทุนต่าง ๆ เพื่อจะเป็นประโยชน์ต่อการศึกษามากยิ่งขึ้น

2. การศึกษาเรื่องต้นทุนของนักลงทุนแต่ละประเภท ควรศึกษาโดยการเพิ่มค่าความแปรปรวนของตลาดหลักทรัพย์เข้าไปด้วย เพื่อจะได้ทราบว่าเมื่อเวลาเกิดความไม่ปกติของตลาดแล้วนักลงทุนแต่ละประเภทจะมีต้นทุนเป็นอย่างไร

3. การศึกเรื่องประสิทธิภาพในการลงทุน ควรศึกษาในรายละเอียดของช่วงเวลาที่ทำการลง เช่นถ้าลงทุนช่วงเดือนมกราคมแล้ว ผลตอบแทนในระยะเวลาต่าง ๆ นักลงทุนประเภทไหนจะมีประสิทธิภาพในการลงทุนดีที่สุด

4. ทำการศึกษาในตลาดเงินอื่นเช่น ตลาดตราสารหนี้เป็นต้น

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

ศศิวิมล ปราถนาดี. 2536. โครงสร้างข่าวสาร พฤติกรรมการลงทุน และราคาหลักทรัพย์ในตลาดประเทศไทย. วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์ และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาษาอังกฤษ

Bae, K., Ito, K., and Yamada, T. 2001. How do foreigner profit from local investors?: Evidence from trades in the Japanese stock market. Working paper, Hong Kong University, Korea University and Nomura Securities.

Bae, K., Ito, K., and Yamada, T. 2002. Interaction of investor trades and market volatility: Evidence from the Tokyo Stock Exchange. Working paper, Hong Kong University, Korea University and Nomura Securities.

Bailey, W., Mao, C., and Sirodom, K. 2002. Investment restrictions and the cross-border flow of information: Some empirical evidence. Working paper, Cornell University, Temple University and Thammasat University

Barber, M., and Odean, T. 2000. Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performances of individual investors. Journal of Finance 55: 773-806.

Bremer, M., and Kato, K. 1996. Trading volume for winners and losers on the Tokyo Stock Exchange. Journal of Financial and Quantitative Analysis 31: 127-142.

Brozynski, T., Menkhoff, L., and Schmidt, U. 2003. The Use of Momentum, Contrarian and Buy-&-Hold Strategies: Survey Evidence from Fund Managers. Working paper, University of Hannover.

Choe, H., Kho, B.C., and Stulz, R. 1997. Do foreign investors destabilize stock markets?. The Korean experience in 1997. Journal of Financial Economics 54: 227-264.

Choe, H., Kho, B.C., and Stulz, R. 2000. Do domestic investors have better information than foreign investors?. Evidence from Korea. Working paper, Ohio State University.

Cohen, R.B. 1999. Asset allocation decisions of individuals and institutions. Working paper, Harvard Business School.

Cohen, R.B., Gompers, P.A., and Vuolteenaho, T. 2001. Who underreacts to cash-flow news? Evidence from trading between individuals and institutions, Working paper, Harvard University.

Froot, K.A., Garvey, B., and Sosner, N. 2001. Winners and losers in Japanese equities: A study in the interaction between foreigners and domestics. Global Research Insights 13, State Street Corporation.

Froot, K.A., O'Connell, P.G.J., and Seasholes, M.S. 2001. The portfolio flows of international investors. Journal of Financial Economics 59: 151-193.

Grinblatt, M., and Keloharju, M. 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.

Grinblatt, M., and Keloharju, M. 2001. What makes investors trade?. Journal of Finance 56: 589-616.

Grinblatt, M., and Titman, S. 1993. Performance measurement without benchmarks: An examination of mutual fund returns. Journal of Business 66: 47-68.

Hiraki, T., Inoue, H., Ito, A., Kuroki, F., and Masuda, H. 2001. Investor biases in Japan. Working paper, International University of Japan, Nippon Mutual Life Insurance and NLI Research Institute.

Kato, K., and Loewenstein, U. 1995. The ex-dividend-day behavior of stock prices: The case of Japan. Review of Financial Studies 8: 817-847.

Khanthavit, A. 1996. Information structure behavior and stock prices in Thai market. Working paper, Thammasat University.

Nofsinger, J.R., and Sias, R.W. 1999. Herding and feedback trading by institutional and individual investors, Journal of Finance 54: 2263-2295.

Pavabutr, P., and Yan, H. 2002, Emerging Market Volatility and Foreign Equity Flows: Lessons from Thailand. Working paper, University of Texas at Austin.

Seasholes, M.S. 2000. Smart foreign traders in emerging markets. Working paper, Harvard University, Cambridge, MA.

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นาย จิรัฏฐ์ บริบูรณ์ธนกิจ เกิดเมื่อวันที่ 7 พฤษภาคม 2524 จบการศึกษาชั้นมัธยมจากโรงเรียนอัสสัมชัญ กรุงเทพฯ ในปี พ.ศ. 2541 และสำเร็จการศึกษาในระดับปริญญาตรี จากคณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปี พ.ศ. 2545 เริ่มเข้าศึกษาในระดับปริญญาโท ภาควิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปีพ.ศ. 2545

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย