

## การรับรู้ความเสี่ยงของนักลงทุนรายย่อยในประเทศไทย ที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนในตราสารทุน

### THE EFFECT OF THE RISK PERCEPTIONS OF INDIVIDUAL THAI INVESTORS ON EQUITY SECURITIES' INVESTMENT DECISION

สันติ เต็มประเสริฐสกุล<sup>1</sup>

#### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาเรื่องการรับรู้ความเสี่ยงของนักลงทุนรายย่อยในประเทศไทยที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนในตราสารทุน ซึ่งประกอบไปด้วย หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ ใบสำคัญแสดงสิทธิ หน่วยลงทุน และเอ็นวีดีอาร์ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงการรับรู้ความเสี่ยงของนักลงทุนในประเทศไทย และเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนที่นักลงทุนนิยมใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน งานวิจัยนี้แบ่งวิธีการวัดความเสี่ยงออกเป็น 2 ประเภท คือ หนึ่ง Symmetric Risk Measures ได้แก่ Variance และสอง Asymmetric Risk Measures ได้แก่ Semi-Variance, Probability of Loss และ Expected Value of Loss โดยเก็บข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 215 ตัวอย่าง พบว่า นักลงทุนส่วนใหญ่รู้จักค่า Variance มากที่สุด รองลงมาคือค่า Expected Value of Loss ค่า Probability of Loss และค่า Semi - Variance ตามลำดับ และมีนักลงทุนจำนวนหนึ่งที่ไม่รู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนใดๆเลย ในส่วนของการประเมินหาวิธีการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนของนักลงทุนโดยใช้แบบสอบถามได้ข้อสรุปคือ ไม่ว่าเงินลงทุนจะเป็นเท่าไร นักลงทุนส่วนใหญ่จะใช้วิธีการคำนวณหาค่า Probability of Loss รองลงมาคือค่า Expected Value of Loss ค่า Semi - Variance และค่า Variance ตามลำดับ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเครื่องมือที่นักลงทุนรู้จักมากที่สุดกลับไม่ใช่เครื่องมือที่นักลงทุนเลือกใช้จริงในการตัดสินใจลงทุน ดังนั้น ผู้วิจัยจึงทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนของนักลงทุนกับการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนประเภทต่างๆ โดยใช้สถิติโคสแควร์ ผลที่ได้พบว่าตัวแปรทั้งสองไม่มีความสัมพันธ์กัน นั่นหมายความว่า นักลงทุนอาจรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุน แต่ในความเป็นจริงนักลงทุนกลับไม่ได้ใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนชนิดเดียวกับสิ่งที่ตนรู้จักประกอบการตัดสินใจลงทุนในตราสารทุน หรือมีนักลงทุนบางกลุ่มที่ไม่รู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนชนิดใดๆ แต่

<sup>1</sup> ภาควิชาบริหารธุรกิจ คณะสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ

พฤติกรรมของนักลงทุนสะท้อนว่าตนได้ใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในตราสารทุน

**คำสำคัญ:** ความเสี่ยง, นักลงทุนรายย่อย, ตราสารทุน

### **Abstract**

This research evaluates risk perceptions of individual Thai investors who decided to invest in equity securities such as common stock, preferred stock, warrant, unit trust and Non-Voting Depositary Receipt (NVDR) in the Stock Exchange of Thailand. The objectives of this study are to examine whether or not individual Thai investors measure risk before investing and to know the most popular tools they used for measuring risk. In this paper, risk measurements were divided into two types, symmetric risk measures and asymmetric risk measures. Symmetric risk measure is variances; asymmetric risk measures or shortfall risk measures are semi – variance, probability of loss, and expected value of loss. Results will be determined by asking experimental questions including 215 samples. The result shows that the most popular risk measure that individual Thai investors know is variance, followed by expected value of loss, probability of loss, and semi-variance. In addition, there are some investors that do not know any risk measurements. On the other hand, the experimental questions indicate that the most popular tools when investors decided to invest are probability of loss, expected value of loss, semi-variance, and variance, respectively. So, the most popular tool which investors know is not the same as the most popular tool which investor use. Furthermore, we will also test whether or not the risk measurements that investors know are related to the risk measurements that investors answers in the experimental questions by using Chi – Square. We find that the risk measurements that investors know are not related to the risk measurements that investors answers in the experimental questions. This means individual Thai investors do not know the risk measurements they use, or they even know but they do not use them when they decided to invest.

**Keywords:** Risks, Individual investors, Equity securities

## บทนำ

ในเบื้องต้นของการตัดสินใจลงทุนใดๆ นักลงทุนย่อมจะต้องพิจารณาถึงผลตอบแทนที่ตนคาดว่าจะได้รับควบคู่กันไปกับความเสี่ยงที่ตนจะต้องเผชิญอยู่เสมอ และเนื่องจากสมมติฐานของการลงทุนเบื้องต้น คือ นักลงทุนส่วนใหญ่กลัวความเสี่ยง (Risk aversion) โดยเชื่อกันว่านักลงทุนจะพยายามเลือกทางเลือกของการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดและมีความเสี่ยงต่ำสุด ดังนั้นนักลงทุนส่วนใหญ่ย่อมเคยได้ยินหรือได้เห็นข้อความ “การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลก่อนการตัดสินใจลงทุน” ซึ่งเป็นข้อความที่ใช้บอกแก่นักลงทุนเพื่อให้ นักลงทุนพิจารณาทางเลือกในการลงทุน ก่อนจะตัดสินใจลงทุนในสินทรัพย์หรือตราสารทางการเงินใดๆ แต่ในความเป็นจริงกลับพบว่านักลงทุนส่วนใหญ่ โดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยให้ความสำคัญกับผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับเพียงอย่างเดียว เช่นถ้าลงทุนในหุ้นสามัญจะได้ผลตอบแทนเท่าไร หรือถ้าลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลจะได้ดอกเบี้ยเท่าไร เป็นต้น โดยนักลงทุนกลุ่มนี้ส่วนใหญ่จะละเลยว่าการลงทุนในสินทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินนั้นนอกจากผลตอบแทนที่ตนจะได้รับ นักลงทุนจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนอีกด้วย ทำให้พบเห็นนักลงทุนจำนวนมากไม่น้อย โดยเฉพาะอย่างยิ่งนักลงทุนรายย่อยที่ต้องประสบปัญหาขาดทุนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ หุ้นกู้ หรือตราสารทางการเงินอื่นๆ จากแนว ความคิดข้างต้นทำให้เกิดทฤษฎี และสูตรที่ใช้วัดความเสี่ยงจากการลงทุน เพื่อให้ให้นักลงทุนใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน เช่น การคำนวณค่าความแปรปรวนของผลตอบแทน (Variance) การคำนวณค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทน (Standard deviation) การคำนวณค่าความน่าจะเป็นของโอกาสขาดทุนจากการลงทุน (Probability of loss) เป็นต้น แต่มีนักลงทุนรายย่อยจำนวนมากที่ประยุกต์แนวคิด และทฤษฎีดังกล่าวไปใช้ในการลงทุนจริง ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากความยุ่งยาก และการตีความของสูตรที่นำไปใช้

ดังนั้นผู้วิจัยจึงเกิดความสนใจ และต้องการศึกษาว่า นักลงทุนรายย่อยในประเทศไทยส่วนใหญ่ได้คำนึงถึงความเสี่ยงก่อนการลงทุนหรือไม่ มีแนวคิดในเรื่องการรับรู้ความเสี่ยงอย่างไร และนิยมใช้ทฤษฎีใดในการวัดความเสี่ยงจากการลงทุน ทั้งนี้ผู้วิจัยคาดว่าจะงานวิจัยนี้จะช่วยให้นักลงทุนรายย่อยส่วนใหญ่ได้ตระหนักถึงการพิจารณาความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารทางการเงินมากขึ้น และส่งผลให้นักลงทุนสามารถพิจารณาทางเลือก และตัดสินใจลงทุนในเครื่องมือหรือตราสารทางการเงินใดๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น อันจะนำไปสู่การพัฒนาตลาดเงิน และตลาดทุนในประเทศไทยได้อย่างมีประสิทธิภาพ และเป็น การสร้างภูมิคุ้มกันให้แก่ระบบเศรษฐกิจของประเทศในที่สุด

## วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาถึงการรับรู้ความเสี่ยงของนักลงทุนในประเทศไทย รวมถึงเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนที่นักลงทุนไทยนิยมใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจก่อนการลงทุน

## นิยามศัพท์เฉพาะ

**การรับรู้ความเสี่ยง** หมายถึง การตระหนักถึงความไม่แน่นอนในผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ และการเปลี่ยนแปลงของจำนวนเงินลงทุนเริ่มต้น อันเกิดจากการลงทุนในตราสารทุน ซึ่งการรับรู้ความเสี่ยงในงานวิจัยนี้ แบ่งเป็น 2 มุมมอง คือ การรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุน และการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุน

**การรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุน** หมายถึง การเข้าใจความหมาย และวิธีการคำนวณเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุน ซึ่งนักลงทุนที่เข้าใจความหมาย และวิธีการคำนวณอาจใช้ หรือไม่ใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงนี้ก่อนการตัดสินใจลงทุนก็เป็นได้

**การตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุน** หมายถึง การพิจารณาเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนก่อนการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน ซึ่งสามารถประเมินได้จากแบบสอบถามในงานวิจัย

**เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุน** หมายถึง การวัดค่าความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารทุน ซึ่งประกอบไปด้วย 4 วิธี คือ

- 1) ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทน (Variance)
- 2) ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนเฉพาะส่วนที่มีโอกาสต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Semi-variance)
- 3) ค่าความน่าจะเป็นของเหตุการณ์ที่ทำให้มูลค่ารวมของเงินลงทุนต่ำกว่าเงินลงทุนเริ่มต้น (Probability of loss)
- 4) มูลค่าของเงินลงทุนที่คาดว่าจะลดลงจากมูลค่าของเงินลงทุนเริ่มต้น (Expected value of loss)

**นักลงทุนรายย่อย** หมายถึง ผู้ลงทุนรายบุคคลที่ตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ด้วยตนเอง ผ่านทางเจ้าหน้าที่การตลาดบริษัทหลักทรัพย์ หรือผ่านระบบซื้อขายทางอินเทอร์เน็ต

## แนวความคิด และทฤษฎีเรื่องการรับรู้ความเสี่ยงของนักลงทุน

แนวความคิด และทฤษฎีด้านการลงทุนสมัยใหม่มีอยู่ภายใต้กรอบความคิดของการคำนวณค่าเฉลี่ยของผลตอบแทน และการคำนวณค่าความแปรปรวนของผลตอบแทน ซึ่งการคำนวณค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนเป็นวิธีการวัดความเสี่ยงแบบ Symmetric (Symmetric risk measures) คือแนวคิดการวัดความเสี่ยงจากการลงทุน โดยวัดความผันผวนของผลตอบแทนทั้งทางด้านบวก และด้านลบ แต่อย่างไรก็ตามตั้งแต่ปี 1952 เป็นต้นมาเริ่มมี

งานวิจัยที่ให้ความสำคัญกับการวัดความเสี่ยงจากการลงทุน เฉพาะการวัดความผันผวนของผลตอบแทนเฉพาะด้านลบ ซึ่งเราเรียกการวัดความเสี่ยงแบบนี้ว่า การวัดความเสี่ยงแบบ Asymmetric (Asymmetric risk measures) เช่นงานวิจัยของ Roy [1] ถือเป็นจุดเริ่มต้นของการวัดความเสี่ยงแบบ Asymmetric ต่อมา Fishburn [2] ได้พัฒนาแบบจำลองที่เรียกว่า  $\alpha - t$  Model เพื่อใช้ในการวัดความเสี่ยงจากการลงทุน เฉพาะส่วนของผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย โดยมีสูตรที่ใช้ในแบบจำลองคือ

$$F_\alpha(t) = \int_{-\alpha}^t (t-x)^\alpha dF(x)$$

โดยที่

$t$  หมายถึง ผลตอบแทนเฉลี่ย หรือผลตอบแทนที่คาดหวัง

$\alpha$  หมายถึง ตัวแปรในการวัดความเบี่ยงเบนของผลตอบแทน

$F(x)$  หมายถึง การแจกแจงค่าความน่าจะเป็นของผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์

ในขณะที่ Bodie [3], De Bondt [4], Unser [5], Bertsimas; Lauprete; & Samarov [6] ก็นำเสนอการวัดความเสี่ยงแบบเดียวกันนี้ว่าเป็นความเสี่ยงที่นักลงทุนนิยมใช้มากกว่าการคำนวณค่าความแปรปรวนของผลตอบแทน (Variance)

ในปี 2000 Unser [5] กล่าวว่านักลงทุนส่วนใหญ่เลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงในกลุ่มของ Asymmetric Risk Measures ก่อนการตัดสินใจลงทุนมากกว่าการใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงในกลุ่มของ Symmetric Risk Measures ซึ่งเป็นเครื่องมือที่นิยมใช้ในการเรียนการสอนในวิชาการลงทุน

งานวิจัยของ Chris; & Yulia [7] ได้สร้างแบบสอบถามเพื่อทดสอบการรับรู้ความเสี่ยงของนักลงทุนชาวเนเธอร์แลนด์ พบว่านักลงทุนชาวเนเธอร์แลนด์ใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนในการลงทุนมากกว่า 1 เครื่องมือก่อนการตัดสินใจลงทุน และเครื่องมือวัดความเสี่ยงที่นิยมมากที่สุดสำหรับการลงทุนคือ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนเฉพาะส่วนที่มีโอกาสต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Semi - variance) ซึ่งมีถึง 48% และนักลงทุนที่เลือกใช้เครื่องมือนี้ในการวัดความเสี่ยงส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนที่ลงทุนในหุ้นสามัญ รองลงมาคือการใช้ค่าความน่าจะเป็นของเหตุการณ์ที่ทำให้มูลค่ารวมของเงินลงทุนต่ำกว่าเงินลงทุนเริ่มต้น (Probability of Loss) มี 20% นักลงทุนที่เลือกใช้เครื่องมือนี้ในการวัดความเสี่ยงส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนที่ลงทุนในหุ้นกู้ อีก 18% เป็นนักลงทุนที่เลือกใช้ การคำนวณค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทน (Variance) เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน และอีก 14% เลือกใช้การคำนวณมูลค่าของเงินลงทุนที่คาดว่าจะลดลงจากมูลค่าของเงินลงทุนเริ่มต้น (Expected value of loss)

วิธีดำเนินการวิจัย

## กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้คือ นักลงทุนรายย่อยในกรุงเทพมหานครที่ลงทุนในตราสารทุนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้วิธีการสุ่มตัวอย่างแบบสะดวกผ่านทางบริษัทหลักทรัพย์ โดยแจกแบบสอบถามผ่านทางเจ้าหน้าที่การตลาดหลักทรัพย์ 5 บริษัท บริษัทละ 50 ชุด รวม 250 ชุด แต่มีแบบสอบถามที่สมบูรณ์ สามารถใช้ในการวิเคราะห์ได้เพียง 215 ชุด หรือคิดเป็นร้อยละ 0.86

## วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยนี้ผู้วิจัยใช้วิธีการสร้างแบบสอบถามขึ้นใหม่ ในลักษณะของ Experimental questionnaire เพื่อใช้ทดสอบผู้ลงทุนในเรื่องของการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนสำหรับการลงทุนในตราสารทุน โดยใช้การลงทุนในกองทุนรวมเป็นตัวแทนการลงทุนในตราสารทุนของนักลงทุน ซึ่งมีตัวอย่างคำถามดังต่อไปนี้

**ข้อที่ 1** สมมติให้นักลงทุนวางแผนที่จะลงทุนในกองทุนรวมโดยใช้เงินตนเองจำนวน 50,000 บาท ซึ่งนักลงทุนมีทางเลือกในการลงทุนผ่านกองทุนรวม 2 กองทุนเท่านั้น โดยกองทุนรวมทั้งสองมีผลตอบแทนเฉลี่ยในระยะยาวเท่ากัน คือ 10% และมีอายุครบกำหนดไถ่ถอนใน 1 ปีข้างหน้า นักลงทุนจะเลือกลงทุนในกองทุนใด

(1) กองทุน ก. มีโอกาส 10% ที่มูลค่ากองทุนจะลดลงเหลือ 10,000 บาท และมีโอกาส 90% ที่มูลค่ากองทุนจะเพิ่มขึ้นเป็น 60,000 บาท

(2) กองทุน ข. มีโอกาส 40% ที่มูลค่ากองทุนจะลดลงเหลือ 46,000 บาท และมีโอกาส 60% ที่มูลค่ากองทุนจะเพิ่มขึ้นเป็น 61,000 บาท

**ข้อที่ 2** สมมติให้นักลงทุนวางแผนที่จะลงทุนในกองทุนรวมโดยใช้เงินตนเองจำนวน 50,000 บาท ซึ่งนักลงทุนมีทางเลือกในการลงทุนผ่านกองทุนรวม 2 กองทุนเท่านั้น โดยกองทุนรวมทั้งสองมีผลตอบแทนเฉลี่ยในระยะยาวเท่ากัน คือ 10% และมีอายุครบกำหนดไถ่ถอนใน 1 ปีข้างหน้า นักลงทุนจะเลือกลงทุนในกองทุนใด

(1) กองทุน ก. มีโอกาส 70% ที่มูลค่ากองทุนจะลดลงเหลือ 46,500 บาท และมีโอกาส 30% ที่มูลค่ากองทุนจะเพิ่มขึ้นเป็น 75,000 บาท

(2) กองทุน ข. มีโอกาส 20% ที่มูลค่ากองทุนจะลดลงเหลือ 39,000 บาท และมีโอกาส 80% ที่มูลค่ากองทุนจะเพิ่มขึ้นเป็น 59,000 บาท

**ข้อที่ 3** สมมติให้นักลงทุนวางแผนที่จะลงทุนในกองทุนรวมโดยใช้เงินตนเองจำนวน 50,000 บาท ซึ่งนักลงทุนมีทางเลือกในการลงทุนผ่านกองทุนรวม 2 กองทุนเท่านั้น โดยกองทุนรวมทั้งสองมีผลตอบแทนเฉลี่ยในระยะยาวเท่ากัน คือ 10% และมีอายุครบกำหนดไถ่ถอนใน 1 ปีข้างหน้า นักลงทุนจะเลือกลงทุนในกองทุนใด

(1) กองทุน ก. มีโอกาส 10% ที่มูลค่ากองทุนจะลดลงเหลือ 32,000 บาท มีโอกาส 60% ที่มูลค่ากองทุนจะลดลงเหลือ 49,500 บาท และมีโอกาส 30% ที่มูลค่ากองทุนจะเพิ่มขึ้นเป็น 73,500 บาท

(2) กองทุน ข. มีโอกาส 15% ที่มูลค่ากองทุนจะลดลงเหลือ 40,000 บาท มีโอกาส 40% ที่มูลค่ากองทุนจะลดลงเหลือ 46,000 บาท และมีโอกาส 45% ที่มูลค่ากองทุนจะเพิ่มขึ้นเป็น 68,000 บาท

**ข้อที่ 4** สมมตินักลงทุนวางแผนที่จะลงทุนในกองทุนรวมโดยใช้เงินตนเองจำนวน 50,000 บาท ซึ่งนักลงทุนมีทางเลือกในการลงทุนผ่านกองทุนรวม 2 กองทุนเท่านั้น โดยกองทุนรวมทั้งสองมีผลตอบแทนเฉลี่ยในระยะยาวเท่ากัน คือ 10% และมีอายุครบกำหนดไถ่ถอนใน 1 ปีข้างหน้า นักลงทุนจะเลือกลงทุนในกองทุนใด

(1) กองทุน ก. มีโอกาส 25% ที่มูลค่ากองทุนจะลดลงเหลือ 40,000 บาท และมีโอกาส 75% ที่มูลค่ากองทุนจะเพิ่มขึ้นเป็น 60,000 บาท

(2) กองทุน ข. มีโอกาส 10% ที่มูลค่ากองทุนจะลดลงเหลือ 37,500 บาท มีโอกาส 87.5% ที่มูลค่ากองทุนจะเพิ่มขึ้นเป็น 55,000 บาท และมีโอกาส 2.5% ที่มูลค่ากองทุนจะเพิ่มขึ้นเป็น 125,000 บาท

**การแปลความแบบทดสอบเพื่อใช้ประเมินวิธีการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนสำหรับการลงทุนในตราสารทุน**

โดยแบบสอบถามในส่วนนี้ถูกสร้างเป็นสถานการณ์จำลอง โดยมีผลลัพธ์ภายใต้สถานการณ์ต่างๆ ดังต่อไปนี้

**คำถามข้อ 1** สามารถตีความแบบสอบถามได้ดังนี้ ถ้านักลงทุนเลือกคำตอบ (1) แสดงว่านักลงทุนตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงประเภท “ค่าความน่าจะเป็นของเหตุการณ์ที่ทำให้มูลค่ารวมของเงินลงทุนต่ำกว่าเงินลงทุนเริ่มต้น” (Probability of Loss) เนื่องจากกองทุน ก ในคำถามกลุ่มนี้ มีค่าความน่าจะเป็นของเหตุการณ์ที่ทำให้มูลค่ารวมของเงินลงทุนต่ำกว่าเงินลงทุนเริ่มต้น ต่ำกว่า กองทุน ข ในขณะที่ กองทุน ก มีค่าความเสี่ยงจากการวัดโดยเครื่องมืออื่นๆ สูงกว่ากองทุน ข

**คำถามข้อ 2** สามารถตีความแบบสอบถามได้ดังนี้ ถ้านักลงทุนเลือกคำตอบ (1) แสดงว่านักลงทุนตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงประเภท “ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนเฉพาะส่วนที่มีโอกาสต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดไว้” (Semi - Variance) เนื่องจากกองทุน ก ในคำถามกลุ่มนี้ มีค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนเฉพาะส่วนที่มีโอกาสต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดไว้ ต่ำกว่า กองทุน ข ในขณะที่กองทุน ก มีค่าความเสี่ยงจากการวัดโดยเครื่องมืออื่นๆ สูงกว่ากองทุน ข

**คำถามข้อ 3** สามารถตีความแบบสอบถามได้ดังนี้ ถ้านักลงทุนเลือกคำตอบ (1) แสดงว่านักลงทุนตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงประเภท “มูลค่าของเงินลงทุนที่คาดว่าจะลดลงจากมูลค่าของเงินลงทุนเริ่มต้น” (Expected Value of Loss) เนื่องจากกองทุน ก ในคำถามกลุ่มนี้ มีมูลค่าของเงินลงทุนที่คาดว่าจะลดลงจากมูลค่าของเงินลงทุนเริ่มต้น ต่ำกว่า กองทุน ข ในขณะที่ กองทุน ก มีค่าความเสี่ยงจากการวัดโดยเครื่องมืออื่นๆ สูงกว่ากองทุน ข

และ **คำถามข้อ 4** สามารถตีความแบบสอบถามได้ดังนี้ ถ้านักลงทุนเลือกคำตอบ (1) แสดงว่านักลงทุนตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงประเภท “ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทน” (Variance) เนื่องจากกองทุน ก ในคำถามกลุ่มนี้ มีค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนต่ำกว่า กองทุน ข ในขณะที่ กองทุน ก มีค่าความเสี่ยงจากการวัดโดยเครื่องมืออื่นๆ สูงกว่ากองทุน ข

โดยผู้วิจัยได้จัดทำแบบสอบถามเพิ่มเติมโดยเพิ่มจำนวนเงินที่ใช้ในการลงทุนเป็น 100,000 บาท และ 150,000 บาท เพื่อทดสอบว่าผู้ลงทุนจะมีวิธีเลือกเครื่องมือวัดความเสี่ยงแตกต่างกันไปจากเดิมหรือไม่

### การวิเคราะห์ข้อมูล

ประกอบไปด้วยการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ การหาค่าร้อยละ และการหาค่าเฉลี่ย ในส่วนของการทดสอบสมมติฐานใช้การทดสอบสถิติไคสแควร์

### ผลการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้ประกอบด้วยเพศชายร้อยละ 48.8 และเพศหญิงร้อยละ 51.2 ส่วนใหญ่มีอายุระหว่าง 26 – 33 ปี มีระดับการศึกษาในระดับปริญญาตรี มีรายได้ระหว่าง 15,001 – 30,000 บาท และมีประสบการณ์การลงทุน 1 – 3 ปี

นักลงทุนส่วนใหญ่เลือกลงทุนในตราสารทุนสามอันดับแรกคือ หุ้นสามัญ คิดเป็นร้อยละ 78.6 รองลงมาเป็นหน่วยลงทุน คิดเป็น ร้อยละ 43.3 และไปสำคัญแสดงสิทธิ หรือวอแรนท์ คิดเป็นร้อยละ 19.1

ในส่วนของการรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนของนักลงทุน พบว่า นักลงทุนส่วนใหญ่รู้จักค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทน (Variance) คิดเป็นร้อยละ 42.5 รองลงมาคือ มูลค่าของเงินลงทุนที่คาดว่าจะลดลงจากมูลค่าของเงินลงทุนเริ่มต้น (Expected Value of Loss) คิดเป็นร้อยละ 22.6 ลำดับถัดมาคือ ค่าความน่าจะเป็นของเหตุการณ์ที่ทำให้มูลค่ารวมของเงินลงทุนต่ำกว่าเงินลงทุนเริ่มต้น (Probability of Loss) คิดเป็นร้อยละ 21.7 และนักลงทุนรู้จักค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนเฉพาะส่วนที่มีโอกาสต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดไว้ (Semi - variance) เพียง ร้อยละ 17.0 เท่านั้น นอกจากนี้ นักลงทุนอีก ร้อยละ 10.8 รู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนอื่นๆ ก่อนการตัดสินใจลงทุน เช่น ค่า Sharp ratio ค่า



Value at risk หรือค่าเบต้า และมีนักลงทุนอีกประมาณร้อยละ 31.1 ไม่รู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงใดๆ ก่อนการตัดสินใจลงทุน

ในส่วนของการประเมินหาวิธีการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุน โดยใช้แบบสอบถามที่จัดทำขึ้น ได้ข้อสรุปคือ ไม่ว่าเงินลงทุนจะเป็นเท่าไร นักลงทุนส่วนใหญ่จะใช้วิธีการคำนวณหาค่าความน่าจะเป็นของเหตุการณ์ที่ทำให้มูลค่ารวมของเงินลงทุนต่ำกว่าเงินลงทุนเริ่มต้น (Probability of loss) รองลงมาคือการคำนวณมูลค่าของเงินลงทุนที่คาดว่าจะลดลงจากมูลค่าของเงินลงทุนเริ่มต้น (Expected value of loss) ลำดับถัดมาคือการคำนวณค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนเฉพาะส่วนที่มีโอกาสต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Semi – variance) และเครื่องมือลำดับสุดท้ายที่นักลงทุนเลือกใช้คือ การคำนวณค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทน (Variance) นอกจากนี้จากข้อมูลทำให้เราทราบว่านักลงทุน 1 คน เลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงมากกว่า 1 อย่างในเวลาเดียวกัน

## สรุปและอภิปรายผล

การทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลส่วนบุคคลของนักลงทุนกับการรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนประเภทต่าง ๆ

พบว่า เพศ อายุ รายได้ต่อเดือน ประสบการณ์การลงทุน ไม่มีความสัมพันธ์กับการรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนทุกประเภท ในขณะที่ระดับการศึกษาที่มีความสัมพันธ์กับการรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงประเภท Semi-Variance และ Probability of loss แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับ Variance และ Expected value of loss ทั้งนี้เนื่องมาจากว่าเครื่องมือวัดความเสี่ยงประเภท Semi-Variance และ Probability of loss เป็นเครื่องมือที่ยากต่อการทำความเข้าใจ รวมถึงสูตรที่ใช้ในการคำนวณก็ต้องใช้หลักทางสถิติช่วยในการคำนวณ ซึ่งมีความซับซ้อนมากกว่าเครื่องมือประเภท Variance หรือ Expected value of loss ดังนั้น เครื่องมือวัดความเสี่ยงประเภท Semi-variance และ Probability of loss จึงมีความสัมพันธ์กับระดับการศึกษาของนักลงทุน

ในขณะที่การลงทุนในหุ้นสามัญ ใบสำคัญแสดงสิทธิ และเอ็นวีดีอาร์ ต่างก็ไม่มีความสัมพันธ์กับการรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุน แต่การลงทุนในหุ้นบุริมสิทธิกลับมีความสัมพันธ์กับการรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงประเภท Semi-variance แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับการรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงอีกสามประเภทที่เหลือ ทั้งนี้เนื่องมาจากว่าผู้ที่ลงทุนในหุ้นบุริมสิทธิส่วนใหญ่จะต้องเป็นผู้ที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญในการลงทุนในระดับหนึ่ง เนื่องจากผู้ลงทุนในหุ้นบุริมสิทธิส่วนใหญ่จะไม่ใช่บุคคลธรรมดา แต่จะเป็นบริษัท หรือนิติบุคคลซึ่งจะมีผู้ที่มีความรู้ความชำนาญในการตัดสินใจลงทุน ซึ่งผู้ที่มีความรู้ความชำนาญในการลงทุนย่อมที่

จะรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงประเภท Semi-variance ที่เป็นเครื่องมือที่มีความยุ่งยาก และซับซ้อนในการนำไปใช้

ในส่วนของการลงทุนในหน่วยลงทุน มีความสัมพันธ์กับการรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนประเภท Probability of loss และ Expected value of loss แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับ Variance และ Semi-variance ทั้งนี้เนื่องมาจากว่าผู้ที่ลงทุนในหน่วยลงทุนส่วนใหญ่เป็นผู้ที่ไม่ค่อยมีความรู้ ความชำนาญในการลงทุนจึงต้องหาผู้ที่มีความเชี่ยวชาญในการลงทุนแทนตนเอง นั่นก็คือผู้จัดการกองทุน ดังนั้นนักลงทุนที่ลงทุนในหน่วยลงทุนจึงรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนแบบที่ทำความเข้าใจง่าย ๆ เช่น Probability of loss หรือ Expected value of loss เท่านั้น เพราะทั้งสองเครื่องมือให้ผลที่ใกล้เคียงกันคือจะบอกว่่านักลงทุนมีโอกาสในการสูญเสียเงินต้นเท่าไร ไม่ได้มีการคำนวณที่ซับซ้อน

**การทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลส่วนบุคคลของนักลงทุนกับการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุน**

พบว่า อายุ รายได้ต่อเดือน และประสบการณ์การลงทุน ไม่มีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนประเภทต่าง ๆ ในขณะที่ระดับการศึกษา มีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงประเภท Probability of loss แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงอีกทั้งสามประเภท ทำให้พบว่าในตอนแรกนักลงทุนคิดว่าตนเองรู้จัก Semi-variance และ Probability of loss แต่ในการตัดสินใจเลือกใช้จริง นักลงทุนกลับตัดสินใจเลือกใช้ Probability of loss เพียงอย่างเดียว ทั้งนี้เป็นเพราะว่าเครื่องมือชนิดนี้ง่ายในการคำนวณ และการทำความเข้าใจมากกว่า

ในส่วนของการลงทุนในหุ้นสามัญมีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงประเภท Semi-variance แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงอีกสามประเภทที่เหลือ ทั้งนี้ในตอนแรกที่มีกรทดสอบสมมติฐานให้นักลงทุนที่ลงทุนในหุ้นสามัญไม่รู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนใดๆ แต่ในความเป็นจริงนักลงทุนที่ลงทุนในหุ้นสามัญได้ใช้ Semi-variance เพื่อช่วยตัดสินใจในการลงทุน

ในส่วนของหุ้นบริมสิทธิ ก็เช่นเดียวกัน พบว่านักลงทุนที่ลงทุนในหุ้นบริมสิทธิมีความสัมพันธ์กับการรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงประเภท Semi-variance แต่ในการตัดสินใจเลือกใช้จริงนักลงทุนที่ลงทุนในหุ้นบริมสิทธิกลับใช้ Expected value of loss

ในส่วนของการลงทุนในใบสำคัญแสดงสิทธิมีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจเลือกใช้ Variance และ Expected value of loss แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนอีกสองประเภทที่เหลือ ซึ่งในตอนแรกเราพบว่าการลงทุนในใบสำคัญแสดงสิทธิไม่มีความสัมพันธ์กับการรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนใดๆ แต่ในความเป็นจริงกลับพบว่า ผู้ที่ลงทุนในใบสำคัญแสดงสิทธิได้ใช้ Variance และ Expected value of loss ประกอบการตัดสินใจลงทุน

ส่วนหน่วยลงทุนมีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงประเภท Semi-variance แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนอีกสามประเภทที่เหลือ ซึ่งไม่สอดคล้องกับการทดสอบสมมติฐานในตอนต้นเนื่องจากนักลงทุนที่ลงทุนในหน่วยลงทุนรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงประเภท Probability of loss และ Expected value of loss แต่ในการตัดสินใจจริงกลับไม่ได้ใช้เครื่องมือทั้งสองประเภทนี้ประกอบการตัดสินใจลงทุน

และสุดท้ายการลงทุนในเอ็นวีดีอาร์ไม่มีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนประเภทต่างๆ

**การทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างการรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนของนักลงทุนกับการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนประเภทต่างๆ**

ผู้วิจัยได้คำตอบที่ชัดเจนมากขึ้นเกี่ยวกับการรับรู้ความเสี่ยงของนักลงทุนรายย่อยชาวไทย กล่าวคือ ผู้วิจัยพบว่าการรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนทั้งสี่ประเภทไม่มีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนประเภทต่างๆ นั้นแสดงให้เห็นว่านักลงทุนอาจรู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุน แต่ในความเป็นจริงนักลงทุนกลับไม่ได้ใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนชนิดเดียวกับสิ่งที่ตนรู้จักประกอบการตัดสินใจลงทุนในตราสารทุน หรือมีนักลงทุนบางกลุ่มที่ไม่รู้จักเครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนชนิดใดๆ แต่พฤติกรรมของตนกลับสะท้อนว่าตนได้ใช้เครื่องมือวัดความเสี่ยงจากการลงทุนเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในตราสารทุน

### **กิตติกรรมประกาศ**

งานวิจัยเรื่อง “การรับรู้ความเสี่ยงของนักลงทุนรายย่อยในประเทศไทยที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนในตราสารทุน” สำเร็จได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับทุนอุดหนุนการวิจัยจากงบประมาณเงินรายได้คณะสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ ประจำปีงบประมาณ 2551

## เอกสารอ้างอิง

- [1] Roy, A. D. (1952). Safety First and the Holding of Assets. *Econometrica*. 20: 431–439.
- [2] Fishburn, P. C. (1977). Mean – Risk Analysis with Risk Associated with Below – Target Returns. *The American Economic Review*. 67: 116–126.
- [3] Bodie, Z. (1991). Shortfall Risk and Pension Fund Management. *Financial Analyst Journal*. 47(May – June): 57–61.
- [4] De Bondt, W. F. M. (1998). A Portrait of the Individual Investor. *European Economic Review*. 42: 831–844.
- [5] Unser, M. (2000). Lower Partial Moments as Measures of Perceived Risk: An Experimental Study. *Journal of Economic Psychology*. 21: 253–280.
- [6] Bertsimas, D.; Lauprete, G. J.; & Samarov, A. (2004). Shortfall as a Risk Measure: Properties, Optimization and Applications. *Journal of Economic Dynamics & Control*. 28: 1353–1381.
- [7] Chris V.; & Yulia V. (2008). The Risk Perceptions of Individual Investors. *Journal of Economic Psychology*. 28: 226–252.