

บทที่ 2

ทฤษฎี แนวคิด และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาในครั้งนี้ เป็นการวิเคราะห์เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน ระหว่างกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพกับกองทุนเปิดอื่น ได้นำแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง มาใช้ในการศึกษา ดังต่อไปนี้

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎีความต้องการถือเงินของ Milton Friedman

ทฤษฎีความต้องการถือเงินของ Milton Friedman อธิบายไว้ในปี 1968 (อ้างใน กนกวรรณ เมืองอินทร์, 2543) โดยพัฒนามาจากแนวความคิดของนักทฤษฎีปริมาณเงินของสำนักเคมบริดจ์ ซึ่งอธิบายปัจจัยที่กำหนดความต้องการถือเงิน โดยมองว่าเงินเป็นสิ่งที่ก่อให้เกิดอรรถประโยชน์ (Utility) บุคคลมีอุปสงค์ต่อเงินเพราะเห็นว่าเงินจะก่อให้เกิดอรรถประโยชน์ขึ้นได้ พฤติกรรมการเลือกถือเงินของบุคคลเป็นสัดส่วนโดยตรงกับรายได้ที่เป็นตัวเงิน และมีบางส่วนมีความคิดคล้ายคลึงกับ John Maynard Keynes ที่เรียกว่า ทฤษฎีความพอใจในสภาพคล่อง (Liquidity Preference Theory) ซึ่งอธิบายความต้องการถือเงินของบุคคลออกเป็น 3 ประเภท คือ

1. ความต้องการถือเงินไว้เพื่อใช้สอยในชีวิตประจำวัน
2. ความต้องการถือเงินเพื่อใช้จ่ายในยามฉุกเฉิน
3. ความต้องการถือเงินเพื่อการเก็งกำไร

โดยที่ความต้องการในการถือเงินเพื่อใช้จ่ายในชีวิตประจำวันและยามฉุกเฉิน มีความสัมพันธ์โดยตรงกับรายได้ ส่วนความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไรขึ้นอยู่กับคาดคะเนอัตราดอกเบี้ยในอนาคต แต่ Friedman มองความต้องการถือเงินของบุคคลว่าเป็นส่วนหนึ่งของการสร้างความมั่งคั่ง (Wealth) ภายใต้ความมั่งคั่งนี้ บุคคลจะเลือกผสมผสานการถือทรัพย์สินต่างๆ ตามแนวคิดของแต่ละบุคคล โดยคำนึงถึงอรรถประโยชน์ (Utility) ที่จะได้รับตอบแทนจากการเลือกถือทรัพย์สินในรูปแบบต่างๆ กัน การจัดส่วนประกอบในการถือสินทรัพย์เรียกว่า Portfolio

การจัด Portfolio ในความคิดของ Friedman ไม่ได้หมายถึงพันธบัตรอย่างเดียว ตามแนวคิดของ Keynes แต่ Friedman เห็นว่ารูปแบบต่าง ๆ ในการถือสินทรัพย์ของบุคคลมีมากกว่า 5 แบบ ดังนี้

1. เงิน (Money) หมายถึง สิ่งที่ยอมรับกันโดยทั่วไปในการชำระหนี้ หรือในการชำระค่าสินค้าซึ่งมีมูลค่าในรูปตัวเงินคงที่ Friedman ถือว่าอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงของเงินขึ้นอยู่กับระดับราคาทั่วไปของสินค้าและบริการ

2. พันธบัตร (Bond) หมายถึง สิทธิเรียกร้องที่มีต่อกระแสของเงินที่จะได้รับชำระในอนาคตซึ่งมีมูลค่าในรูปตัวเงินคงที่ต่อปี (Nominal Yield) Friedman เชื่อว่าบุคคลจะเลือกถือพันธบัตร เมื่อผลตอบแทนจากพันธบัตรนั้นสูง โดยคาดหมายว่าผลตอบแทนในรูปตัวเงินคงที่ต่อปี หรืออัตราดอกเบี้ยจากการถือพันธบัตรนั้นสูงกว่าดอกเบี้ยในท้องตลาด ก็จะถือเงินสดน้อยลง

3. หุ้น (Equity) หมายถึง สิทธิเรียกร้องที่มีต่อผลตอบแทนของธุรกิจตามสัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถืออยู่ การพิจารณาผลตอบแทนจากการถือสินทรัพย์ในรูปของหุ้นนั้นๆ Friedman พิจารณาผลตอบแทนของหุ้นเช่นเดียวกับผลตอบแทนของพันธบัตร (Bond) Friedman เห็นว่าการเลือกถือหุ้นมีผลให้การถือเงินสดลดลง โดยที่ผลตอบแทนจากหุ้นพิจารณาเป็น 3 ประเภท คือ

3.1 ผลตอบแทนต่อปีในกรณีที่ราคาไม่เปลี่ยนแปลง

3.2 จากการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของผลตอบแทนในรูปตัวเงิน อันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงราคา

3.3 จากกำไรส่วนทุนหรือขาดทุนส่วนทุน อันเนื่องมาจากราคาตลาดของหุ้นที่เปลี่ยนแปลงไป

4. สินค้ากายภาพที่ไม่ใช่มนุษย์ (Physical Non-human Goods) Friedman หมายถึงสินค้าที่มีตัวตนและจับต้องได้ ผลตอบแทนจากสินค้าคือเมื่อบุคคลคาดว่าราคาสินค้าในอนาคตจะสูงขึ้นกว่าเดิม บุคคลจะต้องเปลี่ยนมาถือสินค้าเพื่อเก็งกำไร

5. ทุนมนุษย์ (Human Capital) Friedman หมายถึง มนุษย์เป็นปัจจัยการผลิตชนิดหนึ่ง ทรัพย์สินมนุษย์คือความสามารถในการผลิต (Productivity Capacity) ของมนุษย์ และสามารถก่อให้เกิดรายได้

2.1.2 แนวคิดเกี่ยวกับการออมของครัวเรือน

เนื่องจากการออมในประเทศเป็นพื้นฐานสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศอย่างมีเสถียรภาพ จึงได้มีการศึกษาพฤติกรรมการออมเพื่อเป็นแนวทางในการวางแผนนโยบายส่งเสริมการออม ผลการศึกษาที่ผ่านมา สรุปได้ว่าพฤติกรรมการออมของครัวเรือนขึ้นกับปัจจัยสำคัญ 7 ประการ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2543ก) คือ

1. สมมติฐานรายได้สมบูรณ์ (Absolute-Income Hypothesis) เคนส์ได้สร้างฟังก์ชันการบริโภคหรือมองอีกนัยหนึ่งก็คือเงินออมในระยะสั้น ซึ่งชี้ให้เห็นว่าเมื่อได้เพิ่มขึ้น (ภายใต้ข้อสมมุติว่าปัจจัยอื่นคงที่) ประชาชนมีความโน้มเอียงที่จะจ่ายเพิ่มขึ้นในอัตราที่ต่ำกว่ารายได้ที่เพิ่มขึ้น หรือ

กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือประชาชนมีความโน้มเอียงที่จะออมเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่ารายได้ที่เพิ่มขึ้น โดยระบบเศรษฐกิจที่เติบโตเร็วส่งผลให้ครัวเรือนมีความสามารถที่จะออมสูงขึ้น

2. ตัวแปรด้านการพึ่งพิง (Dependency Rate) จำนวนผู้พึ่งพิงหรือผู้ไม่มีเงินได้เป็นปัจจัยสำคัญอีกปัจจัยหนึ่งซึ่งกำหนดพฤติกรรมการออมเนื่องจากจำนวนผู้พึ่งพิงเป็นภาระแก่ครัวเรือน ต้องให้ความอุปการะเลี้ยงดู ทำให้รายจ่ายของครัวเรือนเพิ่มขึ้นหรือในทางตรงกันข้าม บุคคลในวัยทำงานมีความโน้มเอียงที่จะออมสูง ดังนั้น หากอัตราส่วนประชากรในวัยทำงานสูงขึ้นจะมีผลให้อัตราการออมของครัวเรือนโดยรวมสูงขึ้น

3. สมมติฐานวัฏจักรชีวิต (Life-Cycle Hypothesis) สารสำคัญของสมมติฐานนี้คือ โดยทั่วไปบุคคลมักจะมีรายได้ค่อนข้างต่ำเมื่อเริ่มต้นชีวิต และในบั้นปลายของชีวิตเนื่องจากผลิตภาพต่ำ แต่บุคคลจะมีรายได้สูงเมื่ออยู่ในวัยกลางคนในขณะที่การบริโภคของบุคคลจะดำรงไว้ซึ่งระดับการบริโภคคงที่หรือสูงขึ้นทีละน้อย ทำให้ช่วงเริ่มต้นของชีวิตนั้นบุคคลจะเป็นผู้กู้ยืม (Net Borrower) ต่อมาในช่วงอายุวัยกลางคนจะออมเพิ่มจ่ายคืนหนี้และเก็บออมไว้เมื่อออกจากงานและช่วงบั้นปลายชีวิตจะกลายเป็นผู้ออมติดลบ

4. อาชีพ สมมติฐานของคาลดอร์ (Kaldors Hypothesis) ซึ่งให้เห็นว่า ปัจจัยทางด้านแหล่งที่มาของเงินได้เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีอิทธิพลต่อพฤติกรรมการออมของครัวเรือน ซึ่งคาลดอร์นับเป็นนักเศรษฐศาสตร์คนแรกที่ทำการศึกษาโดยแยกการออมออกเป็นสองกลุ่ม คือ การออมของนายทุนกับการออมของกรรมกร ผลการศึกษาปรากฏว่าความโน้มเอียงในการออมหน่วยสุดท้ายของนายทุนมีค่าสูงกว่าความโน้มเอียงหน่วยสุดท้ายของกรรมกร

5. เขตชนบทและเขตเมือง ความแตกต่างด้านภูมิศาสตร์หรือภูมิภาคเป็นปัจจัยสำคัญอีกปัจจัยหนึ่งที่กำหนดพฤติกรรมการออมของครัวเรือน ทั้งนี้เพราะว่าปัจจัยที่กำหนดความสามารถสิ่งจูงใจ และโอกาสในการออมแตกต่างกัน รวมทั้งระดับการพัฒนาของตลาดสินค้าอุปโภคบริโภคก็แตกต่างกันมากระหว่างในเขตเทศบาลกับนอกเขตเทศบาล

6. ระดับการศึกษาเมื่อพิจารณาระดับการศึกษาของครัวเรือนในฐานะตัวแทนทัศนคติซึ่งอาจจะมีผลต่อการออมได้ทั้งในทางบวกและทางลบ ระดับการศึกษาของกลุ่มครัวเรือนจะช่วยเสริมสร้างหรือปลูกฝังทัศนคติของครัวเรือนให้มีวินัยในการใช้จ่าย ก่อให้เกิดการประหยัดในรายจ่ายรวม ทำให้ครัวเรือนสามารถออมได้มากขึ้นในอีกด้านหนึ่งระดับการศึกษาของครัวเรือนอาจจะสร้างทัศนคติในครัวเรือนนั้น ไม่มีความจำเป็นต้องออมมากนักเพราะจะมีความมั่นคงในการทำงานหรือไม่มีความเสี่ยงต้องออกจากงานเท่ากับกลุ่มที่มีการศึกษาน้อยกว่า

7. อื่น ๆ นอกจากพฤติกรรมการออมจะถูกกำหนดโดยปัจจัยดังกล่าวข้างต้นแล้วยังถูกกำหนดจาก

7.1 ความอยากออมหรือค่านิยม เป็นการสร้างและปลูกฝังวัฒนธรรมการออม ดังเช่นในประเทศญี่ปุ่น

7.2 ความสะดวกที่จะออม คือบริการต่าง ๆ อาทิ บทบาทสถาบันการเงินมีผลต่อการออมในทางบวกปรากฏในประเทศญี่ปุ่น มาเลเซีย และไทย มีข้อสังเกตว่า บทบาทของสถาบันการเงินอาจมีผลลบต่อการออมครัวเรือนได้ ทั้งนี้ เพราะในระยะที่ผ่านมาสถาบันการเงินในลักษณะที่ขาดความสมดุล โดยเน้นขยายบริการด้านสินเชื่อมากกว่าระดมเงินออมของระบบเศรษฐกิจสูงชันจากการที่ตลาดเงินมีเครื่องมือเพื่อการออมหลากหลายมากขึ้น

7.3 สิ่งจูงใจในการออม คือผลตอบแทนหรือประโยชน์ที่จะได้รับการออม อาทิ มาตรการให้สิทธิประโยชน์ด้านภาษีมีผลต่อการออมในทางบวกปรากฏในประเทศญี่ปุ่น สิงคโปร์ มาเลเซีย และไทย ขณะที่อัตราดอกเบี้ยสร้างแรงจูงใจให้ออมเฉพาะครัวเรือนที่มีรายได้สูงมากเท่านั้น แต่เนื่องจากเป็นคนกลุ่มน้อยของสังคม การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยจึงไม่ค่อยมีผล

7.4 สถานการณ์แวดล้อมที่มีผลต่อการออม ได้แก่ ระบบประกันสังคมมีผลต่อการออมในทางลบ พบในประเทศญี่ปุ่นและสหรัฐฯ และระบบกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และบำนาญส่งเสริมการออม พบในประเทศอังกฤษ แคนาดา สิงคโปร์ และมาเลเซีย

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

บุญศรี ตรีหิรัญกุล (2539) ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ พบว่าผลตอบแทนตลาดเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญในการที่จะอธิบายการเปลี่ยนแปลง ไม่มีความสำคัญเลย อัตราเงินเฟ้อและดัชนีการลงทุนภาคเอกชนมีนัยสำคัญในการตอบแทนของหลักทรัพย์เพียงสองถึงสามสมการเท่านั้น ค่าชดเชยความเสี่ยงที่สอดคล้องกับผลตอบแทน อัตราเงินเฟ้อและดัชนีการลงทุนภาคเอกชนได้ถูกคำนวณขึ้นมาในการศึกษานี้ ทั้งนี้เพื่อนำไปคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของแต่ละหลักทรัพย์ที่เลือกมาทำการศึกษา

เบญจวรรณ เขมะศักดิ์ชัย (2536) ศึกษาการวิเคราะห์ค่าใช้จ่ายและผลประโยชน์ที่เกิดกับผู้เอาประกันชีวิตแบบสะสมทรัพย์ พบว่า อายุเมื่อเริ่มทำประกันชีวิตจะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนภายในจากการทำประกันชีวิตโดยอัตราผลตอบแทนภายในจากการทำประกันชีวิตของผู้เริ่มประกันชีวิตเมื่อมีอายุมากจะมีค่าสูงกว่าอัตราผลตอบแทนภายในจากการทำประกันชีวิตของผู้ที่เริ่มทำประกันชีวิตเมื่อมีอายุน้อยการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนภายในจากการทำประกันชีวิตจะเพิ่มขึ้นในอัตราที่เพิ่มขึ้น การทำประกันชีวิตด้วยทุนประกันชีวิตที่มากขึ้นจะทำให้อัตราผลตอบแทนภายในจากการทำประกันชีวิตลดลงโดยการลดของอัตราผลตอบแทนภายในจากการทำประกันชีวิตเมื่อทุนประกันชีวิตเพิ่มขึ้นจะลดลงในอัตราที่ลดลงอัตราผลตอบแทนภายในจากการทำประกันชีวิตของผู้ที่มีระดับ

รายได้สุทธิสูงจะมีค่ามากกว่าอัตราผลตอบแทนภายในจากการทำประกันชีวิตของผู้ที่มีรายได้ต่ำกว่า อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน จะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนภายในจากการทำประกันชีวิตถ้าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนสูงจะทำให้อัตราผลตอบแทนภายในจากการทำประกันชีวิตสูงขึ้นตาม

ฟังพิศ แก้วเพชร (2539) ทำการศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนในจังหวัดเชียงใหม่ พบว่านักลงทุนได้ศึกษาวิธีการจากปัจจัยทางด้านพื้นฐานที่สามารถวิเคราะห์ในเชิงคุณภาพ ในแง่ความสามารถในการบริหารของกลุ่มบริหาร และวิเคราะห์ในเชิงปริมาณ โดยพิจารณาจาก EPS, P/E Ratio และความสามารถในการทำกำไร และปัจจัยทางด้านเทคนิค ใช้วิเคราะห์แนวโน้มความเป็นไปได้ของราคาเพื่อทำการตัดสินใจว่าจะซื้อขายหลักทรัพย์ ณ ราคาเท่าใด นอกจากนี้ยังมีปัจจัยอื่น ๆ ที่นักลงทุนนำมาใช้พิจารณาคือ ข้อมูลข่าวสารจากหนังสือพิมพ์, วารสาร สื่อโทรทัศน์ วิทยุ และข้อมูลหรือคำแนะนำจากโบรกเกอร์

เอนก เลิศมยานันท์ (2536) ทำการศึกษาวิเคราะห์การลงทุนในหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ พบว่าปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญมีเพียง 2 ตัวแปร คือ ขนาดของทุนจดทะเบียนและกำไรต่อหุ้น และสาเหตุที่ทำให้หลักทรัพย์ในกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์เป็นที่นิยมในหมู่นักลงทุนก็เพราะภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทยอยู่ในภาวะที่ดีมาก เมื่อเปรียบเทียบกับภาวะเศรษฐกิจทั่วโลก อัตราการเติบโตของกำไรของบริษัทจึงสูงตามทำให้มีการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้นจากนักลงทุนทั้งใน และต่างประเทศ ซึ่งเป็นผลทำให้มูลค่าการซื้อขายมีสูง และยังคงมีแนวโน้มสูงขึ้นอีกต่อไป ธุรกิจนี้จึงมีรายได้จากค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหุ้นสูงตามไปด้วย จึงทำให้เป็นที่คาดหมายกันว่ากำไรต่อหุ้นจะสูงขึ้น ซึ่งจะทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นในที่สุด นักลงทุนจึงนิยมซื้อขายหุ้นในกลุ่มนี้มาก ส่วนหุ้นที่เหมาะสมแก่การลงทุนนั้น มักจะเป็นหุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดี มีอัตราการเจริญเติบโตของกำไรต่อหุ้นดี และมีธนาคารพาณิชย์ถือหุ้นอยู่ด้วย