

พฤติกรรมของผู้ลงทุนในตลาดเงินนอกระบบ: ศึกษากรณีแชร์หม้อย

นางสาว วลีรัตน์ รัตนเลิศ



วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

ภาควิชาเศรษฐศาสตร์

บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

พ.ศ. 2531

ISBN 974-569-056-2

ลิขสิทธิ์ของบัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

014552

i1742388๗

The Behavior of Lenders in the Informal Money Market:  
A Case Study of Chamoy's Chit Fund

Miss Waleerat Ratanalert

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Economics

Department of Economics

Graduate School

Chulalongkorn University

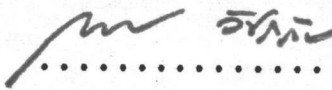
1988

ISBN 974-569-056-2

หัวข้อวิทยานิพนธ์ พฤติกรรมของผู้ลงทุนในตลาดเงินนอกระบบ: ศึกษากรณีแชร์ช้อย  
โดย นางสาววสิรัตน์ รัตนเลิศ  
ภาควิชา เศรษฐศาสตร์  
อาจารย์ที่ปรึกษา ดร.สุรชัย พัฒนจิตวิไล

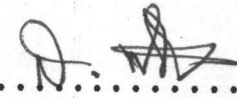
---

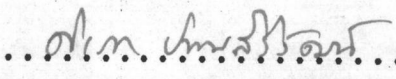
บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิตวิทยาลัยฉบับนี้เป็น  
ส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบัณฑิต

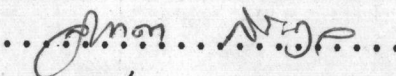
  
..... คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย  
(ศ.ดร.ถาวร วัชรารักษ์)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

  
..... ประธานกรรมการ  
(ผศ.ดร.ไพโรจน์ วงศ์วิภานนท์)

  
..... อาจารย์ที่ปรึกษา  
(ดร.สุรชัย พัฒนจิตวิไล)

  
..... กรรมการ  
(ดร.ดิเรก ปัทมสิริวัฒน์)

  
..... กรรมการ  
(อาจารย์สุชาติ กิระกุล)



ผู้จัดทำ รัตน์ เลิศ : พฤติกรรมของผู้ลงทุนในตลาดเงินนอกระบบ : ศึกษากรณีแฉล้ม  
(THE BEHAVIOR OF LENDERS IN THE INFORMAL MONEY MARKET : A CASE STUDY  
OF CHAMOY'S CHIT FUND) อ.ที่ปรึกษา: ดร. สุรชัย พัฒนจิตวิไล, 89 หน้า.

แฉล้มที่เกิดขึ้นและล้มลงในช่วงปี 2526-28 นับเป็นเหตุการณ์ทางประวัติศาสตร์การเงินไทยที่สำคัญยิ่งตอนหนึ่งที่มีอาจล้มเลือนได้ โดยเฉพาะในแง่ของจำนวนเงินและจำนวนคนที่เข้าไปเกี่ยวข้องในวงแฉล้ม การวิจัยนี้มีจุดมุ่งหมายที่จะศึกษาถึงพฤติกรรมของผู้ลงทุนในแฉล้มว่าอะไรคือปัจจัยสำคัญต่อการตัดสินใจของผู้เข้าร่วมลงทุนในแฉล้มที่มีจำนวนร่วมเล่นคน โดยแต่ละคนได้ลงทุนเป็นเงินจำนวนค่อนข้างสูง ทั้งที่ไม่รู้จักกับแม่แฉล้มโดยตรงและไม่รู้ว่าแม่แฉล้มเอาเงินไปทำอะไร การศึกษานี้ได้อาศัยกรอบแนวความคิดทางทฤษฎีความต้องการถือทรัพย์สินเสี่ยง (Demand for Risky Assets) ซึ่งมีข้อสันนิษฐานว่าตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อความต้องการลงทุนในแฉล้ม ได้แก่ ขนาดของความมั่งคั่ง ทักษะคิดต่อความเสี่ยง อาชีพ การศึกษา และอายุ สำหรับข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ได้จากแบบสอบถามคำจำกัดความแฉล้มของกรมบังคับคดีในปี 2528-29 จำนวน 500 ราย และแบบสอบถามเพิ่มเติมโดยผู้วิจัยอีก 91 ราย การประมาณค่าความสัมพันธ์ของสมการอาศัยวิธีสมการกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares)

การทดสอบแยกเป็น 3 กรณีตามคำจำกัดความของการลงทุนสัมพัทธ์ (relative investment) คือ (1) สัดส่วนการลงทุนในแฉล้มต่อทรัพย์สินทางการเงิน (2) สัดส่วนการลงทุนในแฉล้มต่อทรัพย์สินทางการเงินและทรัพย์สินถาวร (3) สัดส่วนการลงทุนในแฉล้มต่อทรัพย์สินทางการเงิน ทรัพย์สินถาวรและรายได้ของผู้ลงทุน ผลการวิจัยพบว่าขนาดของความมั่งคั่งมีความสัมพันธ์กับการลงทุนในแฉล้มอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงข้าม ส่วนที่ทัศนคติต่อความเสี่ยงของผู้ลงทุน ก็พบว่า เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนเช่นเดียวกัน กล่าวคือ นักลงทุนที่เคยมีการลงทุนกับแฉล้มมาเป็นเวลานานและเคยลงทุนติดต่อกันหลายครั้งจนได้รับผลตอบแทนคุ้มค่าของเงินลงทุนจะมีความเชื่อมั่นในการลงทุนสูง โดยเฉพาะนักลงทุนที่เป็นข้าราชการทหารและตำรวจ ซึ่งมีความได้เปรียบในด้านข่าวสาร รวมทั้งได้รับอิทธิพลของข้าราชการชั้นผู้ใหญ่ในวงราชการที่ลงทุนในแฉล้ม สิ่งทำให้นักลงทุนที่มีอาชีพรับราชการทหารและตำรวจมีการประเมินความเสี่ยงต่ำและมีแนวโน้มที่จะลงทุนในแฉล้มเป็นสัดส่วนที่สูงกว่าอาชีพอื่น ๆ สำหรับความแตกต่างของระดับการศึกษาพบว่า หากพิจารณาในแง่การลงทุนสัมบูรณ์ (absolute investment) นักลงทุนที่มีระดับการศึกษาสูง (ปริญญา) เข้าร่วมลงทุนในแฉล้มมากกว่าผู้ที่มีการศึกษาระดับต่ำ ทั้งในแง่จำนวนเงินลงทุนและจำนวนผู้ลงทุน แต่หากพิจารณาในแง่การลงทุนสัมพัทธ์จะได้คำตอบที่แตกต่างกัน คือผู้มีการศึกษาสูงจะมีการลงทุนในแฉล้มเมื่อเทียบกับความมั่งคั่งต่ำกว่าผู้มีการศึกษาระดับต่ำ ทั้งนี้เนื่องจากผู้มีการศึกษาสูงมีการกระจายความเสี่ยงในการลงทุนโดยการถือทรัพย์สินทางการเงินอย่างอื่นด้วย สำหรับอายุของนักลงทุนซึ่งมีความสัมพันธ์กับรายได้ตลอดช่วงชีวิตของบุคคล (life cycle income) ก็เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนเช่นกัน โดยเฉพาะนักลงทุนที่มีอายุประมาณ 40-50 ปีมีแนวโน้มที่จะลงทุนมากที่สุด ทั้งนี้ก็อาจจะเป็นเพราะผู้ลงทุนในวัยนี้มีรายได้สูงกว่าวัยอื่น ๆ

ภาควิชา ..... เศรษฐศาสตร์  
สาขาวิชา .....  
ปีการศึกษา ..... 2530

ลายมือชื่อนิติ ..... (อ.รัตน์ เลิศ)  
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา ..... อ. พัฒนจิตวิไล

WALEERAT RATANALERT : THE BEHAVIOR OF LENDERS IN THE INFORMAL MONEY MARKET : A CASE STUDY OF CHAMOY'S CHIT FUND. THESIS ADVISOR: DR. SURACHAI PATTANAJIDVILAI, 89 PP.

The rise and fall of Chamoy's chit fund during 1983-1985 was an unforgettable episode in the Thai financial history. The objective of this study is mainly to investigate the financial behavior of several thousand of peoples who had lent their money to Mae Chamoy, the operator of this fund. Based on the economic concept of the demand for risky asset, this study hypothesizes that the relative intensity of demand for investment in this chit fund may be explained by the size of wealth, attitude toward risk, occupation, educational level, and age of investors. Based on 500 samples drawn from interrogation records of the Legal Execution Department in 1985-1986 and our 91 designed questionnaires, the study empirically estimates the relationship as described in the hypothesis, using regression technique (OLS).

Three alternative definitions of relative investment are proposed and tested against the set of explanatory variables; they are (i) the ratio of investment in this chit fund (to be called CH for brevity) to the total financial assets, (ii) the ratio of CH to the size of financial and real assets, and (iii) the ratio of CH to the financial and real assets plus money income. Our result showed the strong negative relationship between investor's size of wealth and the intensity of the demand for this risky asset in all three definitions. The attitude toward risk, proxied by familiarity with the operator, was also found to be important factor; i.e., those who had invested in this chit fund for longer period and those who were soldiers and policemen tended to have higher ratios of investment in this chit fund. Differences in the educational level of investors affected the intensity of demand; surprisingly the highly educated was found to have the higher ratio of CH in their portfolios. Our result also confirms that the age of investor, which is related to the life-cycle income, was also important determining factor for the intensity of demand for this fund, i.e., those investors in the range of 40-50 years of age tended to have higher ratio of risky asset in their portfolios.

ภาควิชา ..... เศรษฐศาสตร์  
สาขาวิชา .....  
ปีการศึกษา ..... 2530

ลายมือชื่อนิติ .....  
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา ..... *D. W. S.*

### กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยความช่วยเหลืออย่างดียิ่งของท่านอาจารย์ ดร.สุรชัย พัฒนจิตวิไล อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ซึ่งท่านได้สละเวลาอันมีค่าในการให้คำแนะนำในด้านวิชาการ และข้อคิดเห็นต่าง ๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการวิจัย ตลอดจนตรวจแก้ไขวิทยานิพนธ์ให้ถูกต้องสมบูรณ์ขึ้น รวมทั้ง ดร.ดิเรก ปัทมสิริวัฒน์ ที่ได้ให้คำแนะนำข้อคิดเห็นในการวิจัยและเอื้อให้ผู้เขียนใช้เครื่องคอมพิวเตอร์ ณ สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย นอกจากนี้ ผู้เขียนยังได้รับความกรุณาจาก ผศ.ดร.ไพโรจน์ วงศ์วิภาณนท์ ประธานกรรมการ และอาจารย์สุชาติา กิระกุล กรรมการในการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ได้สละเวลาให้ข้อเสนอแนะที่เป็นประโยชน์และมีคุณค่ายิ่งต่อการแก้ไขปรับปรุงวิทยานิพนธ์ให้ถูกต้องยิ่งขึ้น ผู้เขียนรู้สึกซาบซึ้งและใคร่ขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์ทั้ง 4 ท่านมา ณ ที่นี้ด้วย

นอกจากนี้ ผู้เขียนขอขอบพระคุณผู้อำนวยการกองบังคับคดี และเจ้าหน้าที่กรมบังคับคดี ที่ได้ช่วยเหลือและอำนวยความสะดวกในการจัดเก็บข้อมูลของผู้ลงทุนในแชร์ชัมมอย และขอขอบคุณ คุณวิระพงษ์ ปติฐพร คุณอำนาจ แสงโนรี ที่ให้ความช่วยเหลือด้านคอมพิวเตอร์ รวมทั้งคุณจิตติมา กังวานฐิติ ที่ได้ให้ความช่วยเหลือในด้านการจัดพิมพ์วิทยานิพนธ์จนสำเร็จลุล่วง

สุดท้ายนี้ ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณบิดามารดา พี่ ๆ และน้อง ๆ รวมทั้งเพื่อน ๆ ทุกคนที่เป็นกำลังใจให้ผู้เขียนมีความพยายามหมั่นเพียรจนสำเร็จการศึกษาในครั้งนี้

วลีรัตน์ รัตนเลิศ

พฤษภาคม 2531

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย .....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ .....	จ
กิตติกรรมประกาศ .....	ฉ
สารบัญตาราง .....	ณ
บทที่	
1. บทนำ .....	1
1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหา .....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา .....	3
1.3 ขอบเขตของการศึกษา .....	3
1.4 วิธีการศึกษา .....	4
1.5 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา .....	4
1.6 โครงสร้างการศึกษา .....	5
2. ลักษณะทั่วไปของแชร์ช้อย .....	6
2.1 ความหมายของการเล่นแชร์ .....	6
2.2 ประวัติความเป็นมาของแชร์ช้อย .....	7
2.3 วิธีการลงทุนกับแชร์ช้อย .....	9
2.4 โครงสร้างผู้ร่วมลงทุนในแชร์ช้อย .....	11
3. พื้นฐานทฤษฎีและแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา .....	29
3.1 พื้นฐานทางทฤษฎีโดยทั่วไป .....	29
3.2 ผลงานวิจัยเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา .....	33
3.3 แบบจำลองพฤติกรรมการลงทุนในแชร์ช้อย .....	36
4. ผลการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ .....	46
4.1 ผลการประมาณค่าสมการความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการ ลงทุนในแชร์ช้อยกับความมั่งคั่งตามความหมายต่าง ๆ .	46
4.2 ผลการประมาณค่าสมการความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุน ในแชร์ช้อยโดยจำแนกตามฐานะของความมั่งคั่ง .....	61
5. บทสรุปและข้อเสนอแนะ .....	66
5.1 บทสรุป .....	66
5.2 ข้อเสนอแนะ .....	68

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บรรณานุกรม .....	70
ภาคผนวก .....	73
ประวัติผู้เขียน .....	89



## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 คดีแชร์ที่สำคัญที่ล้มละลายและกำลังอยู่ในระหว่างการดำเนินคดี ในปี 2528-2529 .....	10
2.2 โครงสร้างของผู้เข้าร่วมลงทุนในแชร์ช้อย .....	13
2.3 โครงสร้างของผู้ลงทุนในแชร์ช้อยจำแนกตามอาชีพและ การศึกษา .....	15
2.4 โครงสร้างของผู้ลงทุนในแชร์ช้อยจำแนกตามอาชีพและรายได้	16
2.5 โครงสร้างของผู้ลงทุนในแชร์ช้อยจำแนกตามมูลค่าทรัพย์สิน ทางการเงิน .....	17
2.6 โครงสร้างของผู้ลงทุนในแชร์ช้อยจำแนกตามทรัพย์สินถาวร..	18
2.7 โครงสร้างของผู้ลงทุนในแชร์ช้อยจำแนกตามวิธีการออมทรัพย์สิน และอาชีพ .....	19
2.8 โครงสร้างของผู้ลงทุนในแชร์ช้อยจำแนกตามระดับการลงทุน และอาชีพ .....	20
2.9 โครงสร้างของผู้ลงทุนในแชร์ช้อยจำแนกตามอาชีพและ ประสบการณ์ในการลงทุน .....	21
2.10 โครงสร้างของผู้ลงทุนในแชร์ช้อยจำแนกตามการจัดสรร ทรัพย์สินทางการเงินเพื่อลงทุนในแชร์ช้อย.....	22
2.11 โครงสร้างของผู้ลงทุนในแชร์ช้อยจำแนกตามระดับการลงทุน และแหล่งที่มาของเงินลงทุน .....	23
2.12 เหตุผลในการเข้าร่วมลงทุนในแชร์ช้อย .....	24
2.13 โครงสร้างของผู้ลงทุนในแชร์ช้อยจำแนกตามเหตุผลของความ มั่นใจว่าจะได้รับเงินคืน และอันดับความสำคัญ .....	26
2.14 โครงสร้างของผู้ลงทุนในแชร์ช้อยจำแนกตามอาชีพและแหล่งที่ มาของการชักชวนให้เข้าร่วมลงทุน .....	26
2.15 โครงสร้างของผู้ลงทุนในแชร์ช้อยจำแนกตามอาชีพและระยะ ในการเข้าร่วมลงทุน .....	27
2.16 โครงสร้างของผู้ลงทุนในแชร์ช้อยจำแนกตามการใช้จ่ายเงินที่ ได้รับจากแชร์ช้อยไปตามแหล่งต่าง ๆ .....	28

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่		หน้า
4.1	ผลการประมาณค่าตัวกำหนดสัดส่วนการลงทุนในแชร์ช้อยต่อ ความมั่งคั่งตามความหมายแคบ ( $ln_1$ ) .....	48
4.2	เมตริกแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งหมดกรณี การจัดสรรความมั่งคั่งตามความหมายแคบเพื่อลงทุนในแชร์ช้อย (Correlation Coefficient Matrix).....	50
4.3	ค่าเฉลี่ย ค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐาน และค่าสัมประสิทธิ์แห่ง ความแปรผันสำหรับตัวแปรในแบบจำลอง .....	51
4.4	ผลการประมาณค่าตัวกำหนดสัดส่วนการลงทุนในแชร์ช้อยต่อ ความมั่งคั่งตามความหมายกว้าง ( $ln_2$ ) .....	53
4.5	เมตริกแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งหมดกรณี การจัดสรรความมั่งคั่งตามความหมายกว้างเพื่อมาลงทุนในแชร์ ช้อย (Correlation Coefficient Matrix) .....	55
4.6	ผลการประมาณค่าตัวกำหนดสัดส่วนการลงทุนในแชร์ช้อยต่อ ความมั่งคั่งรวม ( $ln_3$ ) .....	58
4.7	เมตริกแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งหมดกรณี การจัดสรรความมั่งคั่งรวมเพื่อมาลงทุนในแชร์ช้อย (Correlation Coefficient Matrix) .....	60