

บทที่ 2

ทฤษฎี แนวคิด และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาการประเมินพฤติกรรมตอบสนองเกินจริงต่อการเปลี่ยนแปลงราคาใน 1 วัน ของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2546 ผู้ศึกษาได้ใช้ทฤษฎี แนวคิด และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องในการดำเนินการศึกษาคือ

ทฤษฎี และแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

การเงินเชิงพฤติกรรม

การเงินเชิงพฤติกรรม (Bodie, Kane and Marcus (2003)) เกิดขึ้นเมื่อทฤษฎีการเงินแบบเดิมที่ละเอียดกระบวนการตัดสินใจของนักลงทุนซึ่งนักลงทุนแต่ละคนทำในสิ่งที่แตกต่างกัน ปัจจุบันนักเศรษฐศาสตร์ได้พบข้อมูลความผิดปกติของความไม่มีเหตุผลของนักลงทุนแต่ละคนที่แสดงออกมาเมื่อต้องตัดสินใจในเรื่องที่ซับซ้อน หลักฐานที่แสดงถึงความไม่มีเหตุผลของนักลงทุนมี 2 ประการที่สำคัญคือ

1. นักลงทุนไม่ได้มีการใช้หรือประมวลข้อมูลข่าวสารอย่างถูกต้องในทุกครั้ง ซึ่งมีผลทำให้มีการนำข้อมูลความน่าจะเป็นของผลตอบแทนไปใช้ตัดสินใจลงทุนที่ผิดพลาด
2. นักลงทุนไม่ตัดสินใจที่เหมาะสมหรือเกิดความลังเลใจที่จะตัดสินใจตามข้อมูลความน่าจะเป็นของผลตอบแทนที่มีอยู่

การที่นักลงทุนไม่มีเหตุผลนั้นไม่ได้ทำให้ตลาดไม่มีประสิทธิภาพ การไม่มีเหตุผลของนักลงทุนนั้นสามารถทำให้ราคาผิดไปจากราคาที่แท้จริงได้ แต่ถ้าหากในตลาดมีนักค้ากำไรในส่วนต่าง (Arbitrager) อยู่แล้ว นักค้ากำไรในส่วนต่างเหล่านี้ก็จะลงทุนด้วยการตั้งราคาหลักทรัพย์ที่ราคาต่ำเกินจริง หรือขายหลักทรัพย์ที่ราคาสูงเกินจริงจนในที่สุดราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเข้าหาราคาที่แท้จริงได้ ดังนั้นการที่ตลาดจะไม่มีประสิทธิภาพได้นั้นต้องเกิดจากการจำกัดการค้ากำไรของนักลงทุนด้วยส่วนหนึ่ง ซึ่งจุดนี้เองทำให้การเงินเชิงพฤติกรรมได้รับการวิพากษ์ว่าไม่ได้มีบทบาทสำคัญให้ตลาดไม่มีประสิทธิภาพ

ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการเกิดการเงินเชิงพฤติกรรม มี 4 ประการคือ

1. กระบวนการประมวลข้อมูลข่าวสาร (Information Processing)
2. พฤติกรรมอคติ (Behavioral Bias)

3. ข้อจำกัดในการทำกำไรโดยปราศจากความเสียง (Limits to Arbitrage)
4. การประเมินพฤติกรรม (Evaluating the Behavioral Critique)

กระบวนการประมวลข้อมูลข่าวสาร (Information Processing)

ความผิดพลาดที่เกิดขึ้นในกระบวนการทางข้อมูลข่าวสารสามารถทำให้นักลงทุนคาดการณ์ความน่าจะเป็นของโอกาสในการเกิดผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับผิดพลาด โดยความผิดพลาดของกระบวนการทางข้อมูลข่าวสารมีสาเหตุสำคัญ 4 ประการคือ

1. การผิดพลาดในการพยากรณ์ (Forecasting Errors) โดยมักจะพบว่านักลงทุนส่วนมากมักจะให้น้ำหนักต่อประสบการณ์ใหม่ๆ มากกว่าข้อมูลข่าวสารความเชื่อในอดีตเมื่อต้องทำการพยากรณ์ (Memory Bias) และมีความโน้มเอียงที่จะพยากรณ์ไปในทิศทางใดทางหนึ่งมากเกินไป ณ สถานะการณ์ความไม่แน่นอนที่มีอยู่

2. ความเชื่อมั่นในตนเองมากเกินไป (Overconfidence) นักลงทุนมีความโน้มเอียงในการใช้ความเชื่อหรือการพยากรณ์ส่วนตัวของนักลงทุนในการวิเคราะห์มากเกินไปและนักลงทุนยังประมาณความสามารถของตนเองสูงเกินไป โดยนักลงทุนที่มีความเชื่อมั่นในตนเองสูงมักจะทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในราคาที่สูงในหลักทรัพย์ที่มีการพยากรณ์ว่ามีความน่าลงทุนต่ำ

3. ความอนุรักษ์นิยมของนักลงทุน (Conservatism) นักลงทุนในกลุ่มอนุรักษ์นิยมหรือพวกที่ชอบคิดหน้าคิดหลังมักเกิดอคติคือ นักลงทุนกลุ่มนี้มักจะช้าเกินไปในการตัดสินใจที่จะเชื่อหรือจะตอบสนองต่อสถานะการณ์ที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน นักลงทุนกลุ่มนี้มีการปรับข้อมูลช้ากว่าความเป็นจริงให้ทันต่อข่าวสารที่มากกระทบ ทำให้ราคาที่สูงก่อนมูลค่าที่แท้จริงของข่าวสารค่อยๆปรับตัวขึ้นอย่างช้าๆ ซึ่งความผิดปกติของราคาในรูปแบบนี้ทำให้เกิดแรงเหวี่ยงของราคาเพิ่มขึ้นในตลาดหลักทรัพย์

4. การละเลยขนาดกลุ่มตัวอย่างและการนำตัวอย่างมาเป็นตัวแทน (Sample Size Neglect and Representativeness) โดยทั่วไปนักลงทุนไม่ค่อยให้ความสำคัญของขนาดของกลุ่มตัวอย่างมากนัก โดยมักใช้กลุ่มตัวอย่างขนาดเล็กในการเป็นตัวแทนของประชากรขนาดใหญ่มาก และเข้าใจว่าประชากรน่าจะมีรูปแบบเดียวกับกลุ่มตัวอย่าง ดังแสดงให้เห็นในการที่บริษัทรายงานผลประกอบการที่ดีมากหรือหลักทรัพย์ให้ผลตอบแทนที่สูงมากในช่วงระยะเวลาประกอบการสั้นๆ ซึ่งลักษณะดังกล่าวมักจะชี้นำให้นักลงทุนสนใจที่จะประเมินการพิจารณาประสิทธิภาพการดำเนินงานในอนาคตใหม่และมักทำ

ให้เกิดการซื้อขายหลักทรัพย์ในราคาที่สูงมากขึ้น ซึ่งก็จะทำให้ราคาและมูลค่าที่แท้จริงห่างกันมากขึ้น และทำให้ข้อมูลในตลาดมีความผิดพลาด

ปรากฏการณ์ที่หลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพดีมากๆ ในปัจจุบันมักจะแสดงการเกิดการย้อนกลับของราคาในช่วง 2 – 3 วันหลังจากการประกาศผลประกอบการ นั้นแสดงให้เห็นว่านักลงทุนได้เรียนรู้ว่าความเชื่อครั้งแรกนั้นสูงเกินไป ซึ่งเมื่อรวมกับแนวอนุรักษนิยมและการอคติในการใช้กลุ่มตัวอย่างขนาดเล็กในการเป็นตัวแทนประชากรทั้งตลาด ทำให้เกิดแรงเหวี่ยงของผลตอบแทนในช่วงสั้น และในระยะยาวผลตอบแทนเหล่านั้นจะย้อนกลับในทางตรงข้าม

พฤติกรรมอคติ (Behavioral Bias)

ถึงแม้ว่ากระบวนการประมวลข้อมูลข่าวสารจะมีความสมบูรณ์ถูกต้องแต่ก็ยังพบว่า นักลงทุนใช้เหตุผลน้อยในการตัดสินใจ ที่เรียกว่าการมีพฤติกรรมอคติ พฤติกรรมอคติมีผลอย่างมากต่อนักลงทุนในการวางกรอบการพิจารณาความเสี่ยงและผลตอบแทนที่จะได้รับ ในส่วนของพฤติกรรมอคติมีองค์ประกอบที่เกี่ยวข้อง 3 ประการคือ

1. การวางกรอบความคิด (Framing) หมายถึงการตัดสินใจหลายๆ กรณีที่มักจะถูกกระทบโดยการวางกรอบของทางเลือกต่างๆ ในการตัดสินใจ เช่น การทดลองที่พบว่านักลงทุนปฏิเสธการพนันที่เสนอทางเลือกในรูปแบบของความเสี่ยงของกำไรที่จะได้รับ แต่นักลงทุนมักจะตอบรับการพนันชนิดเดียวกันที่เสนอทางเลือกในรูปแบบของความเสี่ยงของการขาดทุนที่จะเกิดขึ้น (Kahneman and Tversky (1979)) อ้างใน Bodie, Kane and Marcus

2. การแยกบัญชีความคิด (Mental Accounting) คือรูปแบบอีกลักษณะของการวางกรอบแนวคิดที่เกิดขึ้นเมื่อนักลงทุนแยกส่วนหรือแยกบัญชีในการตัดสินใจ ตัวอย่างเช่น นักลงทุนอาจจะยอมรับความเสี่ยงได้มากเมื่อพิจารณาลงทุนในบัญชีหนึ่ง แต่อาจจะไม่สามารถรับความเสี่ยงได้เลยในอีกบัญชีหนึ่ง (เช่นบัญชีการศึกษาของบุตร) การศึกษาของ Odene (1998) พบว่านักลงทุนมีความโน้มเอียงในการขายหุ้นที่ทำกำไรมากกว่าหุ้นที่ขาดทุน

3. การหลีกเลี่ยงความเสียใจ (Regret Avoidance) นักจิตวิทยาพบว่าบุคคลซึ่งทำการตัดสินใจที่ให้ผลลัพธ์ที่ไม่ดีมักจะมี ความเสียใจในการกระทำของตนเองมากเมื่อการตัดสินใจนั้นไม่เป็นไปตามตำราหรือแบบแผนที่มีการปฏิบัติกัน ดังจะเห็นได้จากการที่นักลงทุนซื้อหุ้นบริษัทที่มีชื่อเสียงและกำลังเติบโตอย่างมากในกลุ่มหลักทรัพย์ แต่ต่อมาราคาหุ้นนั้นมีการปรับตัวลดลงการตัดสินใจนี้จะไม่สร้างความเสียใจให้นักลงทุนเท่ากับการที่นักลงทุนตัดสินใจซื้อหุ้นบริษัทที่เพิ่งเริ่มต้นและไม่รู้ที่มาที่ไป

ของบริษัทและต่อมามีราคาลดลง ซึ่งในกรณีแรกนักลงทุนจะให้เหตุผลว่าเป็นเรื่องของโชคเข้ามาเกี่ยวข้องมากกว่าเรื่องผิดพลาดในการตัดสินใจ จึงเป็นสาเหตุให้นักลงทุนมีความเสียใจน้อยกว่ากรณีหลัง

ข้อจำกัดในการทำกำไรโดยปราศจากความเสียง (Limits to Arbitrage)

พฤติกรรมอคติที่ได้กล่าวมาแล้วนี้จะไม่ส่งผลต่อราคาค่าหุ้นเลยถ้าให้นักลงทุนที่มีเหตุผล (Rational Investor) สามารถทำกำไรอย่างเต็มที่จากนักลงทุนที่มีการผิดพลาดในการลงทุน เพราะราคาจะปรับตัวให้สอดคล้องอย่างรวดเร็ว อย่างไรก็ตามผู้ที่สนับสนุนทฤษฎีพฤติกรรมได้อ้างเหตุผลสนับสนุนในการปฏิบัติที่ว่ามีปัจจัยหลายๆ ด้านที่จำกัดความสามารถในการทำกำไรจากการที่ราคาหุ้นไม่ถูกต้อง ซึ่งปัจจัยเหล่านั้นคือ

1. ความเสี่ยงจากปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Risk) การที่ราคาหุ้นของบริษัทหนึ่งๆ มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งนั่นแสดงให้เห็นถึงโอกาสในการทำกำไรแต่โอกาสนั้นก็ไม่ได้เป็นโอกาสที่ปราศจากความเสียงเพราะยังมีความน่าจะเป็นที่ราคาจะปรับลงไปได้อีกใน ขณะที่ราคาหุ้นเริ่มปรับตัวก็ยังคงอาจมีความเสี่ยงได้ถ้าหากการปรับตัวขึ้นนี้ใช้เวลานานกว่าระยะเวลาการลงทุนของนักลงทุน

2. ต้นทุนของการปฏิบัติการเพื่อสร้างกำไรจากข้อมูลที่ผิดปกติ (Implementation Cost) ในทางปฏิบัติการใช้ประโยชน์จากราคาที่สูงเกินจริงเป็นเรื่องที่ทำได้ยาก การขายหลักทรัพย์ก่อนโดยไม่มีหลักทรัพย์ในมือ (Short Sell) จะมีต้นทุนเกิดขึ้นเสมอ ต้นทุนที่เห็นได้ชัดคือระยะเวลาการลงทุนของการขายล่วงหน้ามีความไม่แน่นอนเพราะอาจจะถูกบังคับให้ต้องซื้อหลักทรัพย์มาคืนในวันใดวันหนึ่งที่ไม่ได้วางแผนไว้ก่อน โดยต้นทุนที่เกิดขึ้นนั้นจะเป็นตัวลดอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการขายล่วงหน้า (Short Sell) ในความเป็นจริงแล้วการลงทุนของกองทุนรวมต่างๆ มักมีข้อจำกัดในการขายล่วงหน้า (Short Sell) จึงทำให้เกิดข้อจำกัดในการทำกำไรโดยไม่มีความเสี่ยง ดังนั้นจึงพบว่าราคาของหลักทรัพย์อาจจะไม่ได้ปรับตัวเข้าหาราคาที่เหมาะสมตามทฤษฎี

3. ความเสี่ยงจากตัวแบบที่ใช้ (Model Risk) ในการทดสอบมีสิ่งหนึ่งที่ทำให้เกิดความกังวลอยู่เสมอคือ โอกาสในการทำกำไรมักจะมีมากกว่าความเป็นจริง โดยอาจจะเกิดจากการที่นักลงทุนใช้ตัวแบบในการประเมินหลักทรัพย์ที่ไม่เหมาะสมและราคาหลักทรัพย์ที่เป็นอยู่ในขณะทดสอบก็เป็นราคาที่เหมาะสมอยู่แล้ว ซึ่งกรณีนี้ก็เป็นสาเหตุที่ทำให้การซื้อขายมีความเสี่ยง

การประเมินบทความที่เกี่ยวข้องกับพฤติกรรม

(Evaluating the Behavioral Critique)

การที่ตลาดเป็นไปตามสมมติฐานว่าตลาดมีประสิทธิภาพหมายความว่าราคาที่ซื้อขายในตลาดเป็นราคาที่ถูกต้องและไม่มีใครที่จะสามารถที่จะมีโอกาสทำกำไรได้โดยง่าย นักพฤติกรรมศาสตร์ได้เน้นถึงการนำทฤษฎีไปใช้งานทั้ง 2 ด้าน (ราคาที่เป็นนั้นถูกต้องแล้วและไม่มีโอกาสที่จะมีกำไร) คือราคาที่ซื้อขายนั้นอาจจะผิดได้และโอกาสการมีกำไรมันมีอยู่ ถึงแม้จะหายากก็ตาม ดังนั้นการค้นพบว่าโอกาสทำกำไรมีได้ยากไม่ได้แปลว่าราคานั้นถูกต้องเสมอไป

ในมุมมองของนักลงทุน จะเกี่ยวข้องกับเรื่องโอกาสในการทำกำไรที่มีอยู่ นักพฤติกรรมศาสตร์อธิบายเกี่ยวกับความผิดปกติของตลาดประสิทธิภาพ โดยไม่ได้ชี้ให้เห็นว่าความผิดปกติในตลาดมีเหตุการณ์เกิดขึ้นอย่างไร ซึ่งสำหรับนักลงทุนมีคำถามในใจว่าทำอย่างไรจึงจะยังคงหากำไรจากการที่ราคาหุ้นไม่ถูกต้องได้ ซึ่งก็ยังคงไม่สามารถหาคำตอบจากเอกสารหรือรายงานใดๆเลย

อย่างไรก็ตามสิ่งหนึ่งที่สำคัญในความหมายของตลาดประสิทธิภาพคือ การที่ราคาหลักทรัพย์ได้แสดงถึงมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ เมื่อราคาหลักทรัพย์ไม่ตรงกับความจริง ตลาดหุ้นจะให้ข้อมูลที่ชี้นำแบบผิดๆ ที่มีผลต่อนักลงทุนในการให้นำหน้านักลงทุนที่ดี ซึ่งจุดนี้เป็นเรื่องที่สำคัญ พฤติกรรมของสมมติฐานตลาดประสิทธิภาพจึงเป็นเรื่องที่สำคัญมาก

เรื่องนี้เป็นเรื่องที่สำคัญมากในการอภิปรายของนักเศรษฐศาสตร์การเงิน ซึ่งหลายคนเชื่อว่ามุมมองด้านพฤติกรรมเป็นเรื่องที่ไม่มีโครงสร้างที่ชัดเจน ซึ่งกระทบต่อการยอมรับโดยเท่ากับว่าการผิดปกติทั้งหลายที่เกิดขึ้นสามารถอธิบายได้จากกรณีที่ไม่มีความผิดปกติในการเลือกและจากพฤติกรรม การอคติ ยิ่งกว่านั้นปัจจัยพื้นฐานอื่นๆ ไม่สามารถทำให้เชื่อได้ว่าความผิดปกติที่เกิดขึ้นสามารถที่จะอธิบายได้โดยอาศัยสมมติฐานตลาดประสิทธิภาพ

การเงินเชิงพฤติกรรมยังอยู่ในช่วงเริ่มต้น แต่ขอบเขตที่จำกัดของความมีเหตุผลที่กระทบกระเทือนต่อราคาสินทรัพย์ยังเป็นที่โต้แย้ง ยังเป็นการเร็วเกินไปที่จะตัดสินว่าพฤติกรรมใช้ตอบคำถามทั้งหมดได้ โดยเฉพาะรูปแบบการวิเคราะห์เชิงพฤติกรรมเริ่มเข้ามามีบทบาทในการวิเคราะห์ทางการเงิน

พฤติกรรมกรรมการตอบสนองเกินจริง

พฤติกรรมกรรมการตอบสนองเกินจริง (De Bondt และ Thaler (1985)) อ้างใน Dheerapat (1997)

1. พฤติกรรมการตอบสนองเกินจริง คือการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหุ้นสามัญในท้ายที่สุด จะให้ผลตอบแทนในทิศทางตรงข้ามกับที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน
2. การเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหุ้นสามัญจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางตรงข้ามจากค่าเริ่มต้น
3. การเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามของผลตอบแทนของหุ้นสามัญในการเกิดพฤติกรรมกรรมการตอบสนองเกินจริงของกลุ่มหลักทรัพย์ขาดทุนจะมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของกลุ่มหลักทรัพย์กำไร โดยพฤติกรรมกรรมการตอบสนองเกินจริงเป็นสิ่งที่แสดงถึงการไม่มีประสิทธิภาพของตลาด

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market)

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Fama , F. (1976)) อ้างใน Dheerapat (1997) คือตลาดที่มีการจัดสรรทรัพยากร แล้วก่อให้เกิดสวัสดิการสูงสุดแก่สังคม นั่นคือ ราคาต้องเป็นสัญญาณ (Signal) ที่ถูกต้องแม่นยำในการกำหนดจัดสรรความเป็นเจ้าของทรัพยากร (Resource Allocation) หรือข้อมูลข่าวสารทุกอย่างที่มีอยู่ได้สะท้อนไปสู่การกำหนดราคาได้อย่างเต็มที่ ทำให้การซื้อขายโดยอาศัยโดยอาศัยข่าวสารนั้นไม่ก่อให้เกิดกำไรในทางเศรษฐศาสตร์ ถ้าตลาดในที่นี้หมายถึงตลาดทุนหรือตลาดหลักทรัพย์แล้ว ราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง จะสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่อย่างเต็มที่ และปรับตัวได้อย่างรวดเร็วต่อข่าวสารข้อมูลใหม่ ซึ่งตลาดในลักษณะนี้ ก็คือ ตลาดแข่งขันสมบูรณ์นั่นเอง ซึ่งมีข้อสมมติภายใต้ตลาดดังนี้

1. จำนวนนักลงทุนที่ทำการซื้อขายในตลาดมีอยู่เป็นจำนวนมากทำให้ไม่มีใครสามารถกำหนดราคาได้ ราคาจะถูกกำหนดจากอุปสงค์และอุปทานในหลักทรัพย์ นักลงทุนทุกราย มีอิสระในการเข้าหรือออกจากตลาด
2. จำนวนหลักทรัพย์ในตลาดมีมาก และมีมาตรฐานใกล้เคียงกัน (Perfectly Standardized and Homogenous) ทำให้หลักทรัพย์สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ (Perfectly Substitute)
3. ไม่มีต้นทุนในการทำธุรกรรม หรือซื้อขายหลักทรัพย์ (No Transaction Cost)
4. ไม่มีต้นทุนการได้รับข่าวสารข้อมูล (No Information Cost) และนักลงทุนมีความรอบรู้ (Perfect Knowledge)

5. นักลงทุนมีความเห็นสอดคล้องกันในการแปลความหมายของข่าวสารข้อมูล (Homogenous Expectation) เพื่อใช้ในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ (Intrinsic Value)
6. นักลงทุนจะเลือกลงทุนเพื่อก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุดแก่ตนเอง
7. นักลงทุนสามารถซื้อขายหลักทรัพย์โดยไม่จำเป็นต้องสืบเสาะหาข้อมูล แต่ใครก็ตามที่เข้าถึงข้อมูลที่ผู้อื่นยังไม่รู้จะสามารถสร้างกำไรได้มาก

นักวิชาการเชื่อว่าราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะเป็นราคาที่นักลงทุนและนักวิเคราะห์ได้อาศัยข้อมูลทางราคา การสืบค้นข่าวสารอื่นๆทั้งที่เผยแพร่ต่อสาธารณชน (Public Information) และข้อมูลในวงในที่ไม่เปิดเผย (Private Information) อันจะทำให้บรรลุถึงกำไรสูงสุด ราคาที่เกิดขึ้นจึงถือว่ามีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ สำหรับตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ ราคาดุลยภาพ (Equilibrium price) ก็คือมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (Intrinsic Value)

มูลค่าที่แท้จริงที่ประเมินได้แต่ละครั้งหลังจากข้อมูลข่าวสารเปลี่ยนแปลงไป ถือว่าเป็นมูลค่าที่ใช้เปรียบเทียบกับราคาตลาดที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต โดยมีความสัมพันธ์ดังนี้ถ้าราคาตลาดในปัจจุบัน (Current Price) ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced) นักลงทุนจะซื้อหลักทรัพย์เพราะคาดการณ์ว่าราคาในอนาคตจะสูงขึ้น และในทางตรงกันข้าม ถ้าราคาตลาดในปัจจุบันสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Overpriced) นักลงทุนจะขายหลักทรัพย์ เพราะคาดการณ์ว่าราคาในอนาคตจะต่ำลง เพราะฉะนั้นราคาจะเคลื่อนไหวขึ้นหรือลงรอบๆมูลค่าที่แท้จริง และมีแนวโน้มที่จะมีค่าเข้าสู่ดุลยภาพตามหลักอุปสงค์และอุปทานในหลักทรัพย์ ถ้าหากราคาตลาดมีแนวโน้มเข้าสู่ราคาดุลยภาพได้อย่างรวดเร็วทันที (Quickly and Instantaneously) จะถือว่าตลาดมีประสิทธิภาพ

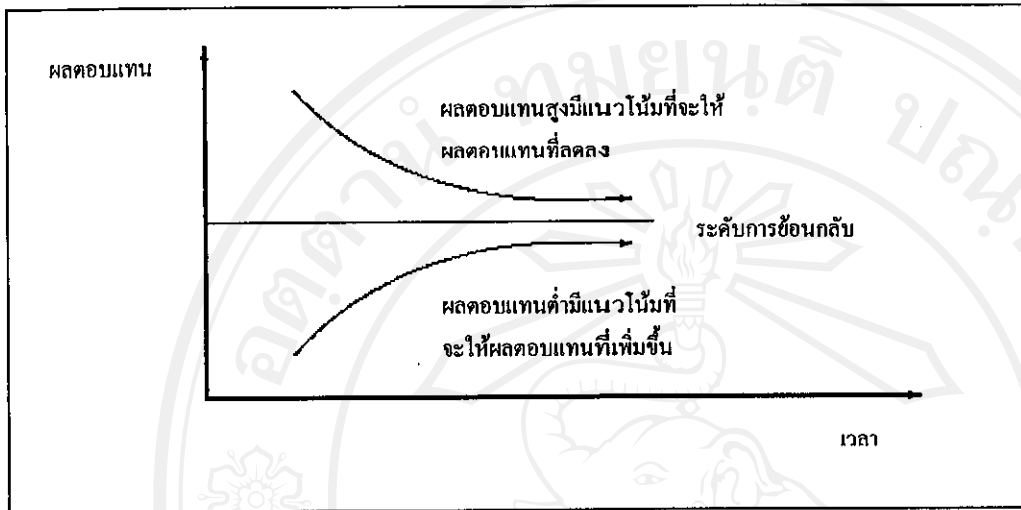
การคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตจะขึ้นอยู่กับข้อมูลข่าวสารที่ได้รับ ณ เวลาใดเวลาหนึ่งเป็นสำคัญ เพราะข้อมูลข่าวสารที่ได้รับจะเป็นสิ่งที่จะช่วยลดความเสี่ยงในการลงทุน ซึ่งจะมีผลต่อการคาดการณ์ผลตอบแทนและมีผลต่อเนื่องไปยังการคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ด้วย ข้อมูลข่าวสารเกิดขึ้นมาจาก 1) บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ จะเป็นข้อมูลที่เกี่ยวกับตัวบริษัท ได้แก่ หนังสือบริคณห์สนธิ, เอกสารประชุมผู้ถือหุ้น, หนังสือชี้ชวน, รายงานประจำปี, รายงานคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น, รายงานผลประกอบการรายไตรมาส เป็นต้น 2) ตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้เผยแพร่ข่าวสาร ได้แก่ กฎข้อบังคับและระเบียบของตลาด, รายงานการซื้อขายหลักทรัพย์ประจำวัน, รายงานประจำปีของตลาด, การขึ้นเครื่องหมายต่างๆ เป็นต้น 3) ข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่โดยสื่อมวลชน และสิ่งตีพิมพ์ต่างๆ ได้แก่ รายการข่าวหรือรายการวิเคราะห์เชิงวิชาการทางโทรทัศน์ หรือวิทยุ, หนังสือพิมพ์, หนังสือวิชาการ, รายงานการวิจัย, วารสารต่างๆ เป็นต้น

เมื่อพิจารณาความรวดเร็วและความถูกต้องในการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสาร ที่ไหลผ่านเข้าสู่ระบบอยู่ทุกวันโดยแนวความคิดถ้าตลาดเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพราคาหลักทรัพย์ควรจะตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารอย่างรวดเร็วทันทีที่ได้รับข้อมูลข่าวสารนั้นดังที่ได้กล่าวแล้วข้างต้น โดยธรรมชาติแล้วการตอบสนองไม่สามารถเกิดขึ้นได้ทันที แต่ช่องว่างระหว่างการได้รับข่าวสารจนเกิดปฏิกิริยาตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารนั้นๆ เพื่อสะท้อนถึงแนวทางที่ดีที่สุดที่เป็นไปได้ในการรับรู้ข้อมูลและแสดงปฏิกิริยาตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารนั้นๆ เพื่อสะท้อนนัยที่แท้จริงของข้อมูลข่าวสาร ไปยังมูลค่าหลักทรัพย์ได้อย่างถูกต้องแม่นยำโดยไม่ต้องมีการปรับมูลค่าหลักทรัพย์ให้สอดคล้องกับข้อมูลข่าวสารนั้นอีก และราคาตลาดหลักทรัพย์จะต้องปรับตัวต่อข้อมูลข่าวสารนั้นอย่างไม่ลำเอียง (Unbiased) แล้วเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์นั้นด้วย

กลยุทธ์การลงทุน แบบแตกต่างและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (Contrarian and Momentum Strategy)

กลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่าง (Benos and Tzafestas (1995)) แนะนำให้ลงทุนในหุ้นสามัญที่มีการให้ผลตอบแทนเป็นลบมาก และแนะนำให้ขายหุ้นสามัญที่ให้ผลตอบแทนเป็นบวกมาก หรือในอีกแนวทางหนึ่งคือ กลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่างจะแนะนำให้ นักลงทุนลงทุนในหุ้นสามัญที่มีผลตอบแทนในอดีตที่ต่ำ และขายหุ้นสามัญที่มีผลตอบแทนในอดีตที่สูง ซึ่งกลยุทธ์นี้มีพื้นฐานมาจากความเชื่อที่ว่าถ้าหุ้นสามัญมีพฤติกรรมตอบสนองเกินจริง (Overreaction) ต่อข่าวสารที่เข้ามากระทบหุ้นสามัญที่ให้ผลตอบแทนสูงมักจะมีแนวโน้มที่มีราคาหุ้นสามัญเกินมูลค่าที่แท้จริง (Overvalued) และหุ้นสามัญที่มีผลตอบแทนต่ำมีแนวโน้มที่มีราคาหุ้นสามัญต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalued) ซึ่งนักลงทุนสามารถที่จะทำกำไรได้จากกรณีที่ราคาหุ้นสามัญกลับสู่มูลค่าที่แท้จริงได้ ดังแสดงตามภาพที่ 2-1

ภาพที่ 2-1 แสดงการเกิดการย้อนกลับของผลตอบแทนในการเกิดพฤติกรรมกรรมการตอบสนองเกินจริง



กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง มีพื้นฐานมาจากการที่ราคาหลักทรัพย์มีการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยแสดงนัยของความสัมพันธ์ในเชิงบวกของผลตอบแทนที่ได้รับ และการที่เกิดแรงเหวี่ยงของราคาแสดงให้เห็นว่าตลาดเกิดการตอบสนองต่อข่าวสารต่ำกว่าความเป็นจริง ในกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงจะแนะนำให้นักลงทุนซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาเพิ่มสูงขึ้นเนื่องจากพิจารณาว่าหลักทรัพย์นั้นมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง และแนะนำให้ขายหลักทรัพย์ที่ราคากำลังลดลงเนื่องจากเห็นว่าหลักทรัพย์นั้นมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง

ตารางที่ 2-1 แสดงกลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่างกัน และการลงทุนตามแรงเหวี่ยง

	$(P_t - P_{t-1}) / P_t \geq Y\%$		$(P_t - P_{t-1}) / P_t \leq Y\%$
	$P_t \geq P_{t-1}$ ซื้อ	$P_t \leq P_{t-1}$ ขาย	
กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง	ซื้อ	ขาย	ยังไม่ต้องทำอะไร
กลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่าง	ขาย	ซื้อ	ยังไม่ต้องทำอะไร

โดย P_t = ราคาหลักทรัพย์ ณ วันที่ t

P_{t-1} = ราคาหลักทรัพย์ ณ วันที่ $t-1$

$(|P_t - P_{t-1}|) / P_t$ = อัตราผลตอบแทนรายวัน (%)

Y = อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ (%)

ตารางที่ 2-1 แสดงให้เห็นถึงการนำกลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่างและกลยุทธ์การลงทุนแบบตามแรงเหวี่ยงมาใช้ในการลงทุน โดยจะเห็นว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบตามแรงเหวี่ยงจะแนะนำให้นักลงทุนซื้อหลักทรัพย์ที่ราคาเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นและขายหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงราคาลดลงเนื่องจากกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงเชื่อว่าราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นจะยังเพิ่มขึ้นต่อไป และราคาหลักทรัพย์ที่ลดลงจะลดลงต่อไป ส่วนกลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่างจะแนะนำให้นักลงทุนขายหลักทรัพย์ที่มีราคาเพิ่มขึ้น และซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาลดลง เนื่องจากกลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่างเชื่อว่าราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นสูงมีโอกาที่จะลดลงในอนาคต และหลักทรัพย์ที่ราคาลดลงมีโอกาที่จะทำกำไรจากราคาที่เพิ่มขึ้นในอนาคต

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

Cooper และ Hameed (2004) ได้ทดสอบพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) และตลาดหลักทรัพย์อเมริกา (AMEX) โดยใช้ราคาในการคำนวณจาก ศูนย์วิจัยราคาหลักทรัพย์ (The Center for Research in Security Prices : CRSP) ทำการศึกษารายเดือนตั้งแต่ มกราคม ค.ศ.1926 ถึง ธันวาคม ค.ศ.1995 โดยมีช่วงเวลาทดสอบ 3 ช่วง คือ 6 เดือน 12 เดือน และ 60 เดือน เพื่อศึกษาแรงเหวี่ยงของผลตอบแทนในระยะสั้นและการย้อนกลับของผลตอบแทนในระยะยาว พบว่าผลกำไรของกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (Momentum Strategy) ขึ้นกับสถานะของตลาดเป็นสำคัญ แรงเหวี่ยงของกำไรของผลตอบแทนขึ้นอยู่กับสถานะของตลาด ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1929 ถึง 1995 แรงเหวี่ยงของกำไรของผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนของตลาดขาขึ้นอยู่ที่ 0.93% ในขณะที่ตลาดขาลงจะให้ผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนที่ -0.37% โดยในตลาดขาขึ้นที่เกิดแรงเหวี่ยงในช่วงสั้นกลับจะให้ผลตอบแทนที่ลดลงในระยะยาว โดยปัจจัยต่างทางเศรษฐกิมมหภาคไม่สามารถอธิบายหรือพยากรณ์การเกิดผลกำไรตามแรงเหวี่ยงได้

Lai (2003) ได้ศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงระยะยาวของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย โดยพิจารณาถึงปัจจัยที่เกี่ยวข้องอันได้แก่ ขนาดของกิจการ ความเสี่ยงในด้านการเปลี่ยนแปลงตามระยะเวลาและแหล่งที่มาของกำไร โดยศึกษาจากผลตอบแทนรายเดือนของหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของมาเลเซียในช่วงเวลาตั้งแต่ มกราคม ค.ศ.1987 ถึง

ธันวาคม ค.ศ.1999 โดยผลการศึกษาพบว่ามีการเกิดพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงระยะยาว โดยไม่ขึ้นอยู่กับขนาดของกิจการที่แตกต่างกัน ผลชี้ให้เห็นว่า กลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่าง สามารถนำมาใช้ได้กับช่วงระยะเวลาการลงทุน 1-2 ปี คือให้นักลงทุนซื้อหุ้นสามัญที่มีการเปลี่ยนแปลงราคาตกลงในระดับสูง และขายหุ้นสามัญที่มีการเปลี่ยนแปลงราคาเพิ่มขึ้นในระดับสูง โดยผลกำไรที่ได้รับจากการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่างจะมาจากการเกิดพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงมากกว่าปัจจัยอื่นๆ เช่นขนาดของกิจการ หรือความเสี่ยงในด้านการเปลี่ยนแปลงตามระยะเวลา

Schiereck (1999) ได้ศึกษาเกี่ยวกับกลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่างและกลยุทธ์การลงทุนแบบตามแรงเหวี่ยงในตลาดหลักทรัพย์ประเทศเยอรมัน โดยกลยุทธ์ทั้งสองเป็นกลยุทธ์ที่มักจะมีการนำมาใช้ในการบริหารพอร์ตการลงทุน ซึ่งได้รับอิทธิพลมากจากทฤษฎีพฤติกรรมการตอบสนองที่ต่ำหรือเกินจริงของนักลงทุนต่อข่าวสาร โดยศึกษาจากบริษัทรายใหญ่ของเยอรมันที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แฟรงเฟิร์ต ในช่วงระยะเวลา 30 ปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1961 ถึงค.ศ. 1991 การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แฟรงเฟิร์ต มีความคล้ายคลึงกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ซึ่งพบว่าแรงเหวี่ยงของราคาจะเกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาสั้นๆ แต่ในระยะยาวจะเกิดการเปลี่ยนกลับของราคาในทิศทางตรงข้าม จากการศึกษาที่ได้พบว่าราคาหุ้นสามัญที่นักลงทุนพยากรณ์จากผลกำไรของบริษัทอาจจะพยากรณ์ผิดได้

Dheerapat (1997) ได้ศึกษาพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงแบบรายเดือนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี ค.ศ. 1986 ถึง ค.ศ. 1995 โดยมีระยะเวลาในการทดสอบช่วงละ 3 ปี ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า ในช่วงระยะเวลาที่ศึกษาพบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยรวมไม่มีการเกิดพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริง แต่สามารถพบการเกิดพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงอย่างมีนัยสำคัญได้ในบางช่วงเหตุการณ์พิเศษที่เกิดขึ้น เช่น ช่วงสงครามอ่าวเปอร์เซีย ในปี ค.ศ. 1990 พฤษภาทมิฬ ในปี ค.ศ. 1992 ซึ่งพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงที่เกิดขึ้นเป็นการตอบสนองของนักลงทุนต่อข่าวร้ายที่เกิดขึ้น และในขณะที่เกิดพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงสามารถที่จะพบการเคลื่อนไหวของระดับราคาหุ้นสามัญที่ผิดปกติ

De Bondt และ Thaler (1985) ได้ศึกษาพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงแบบรายเดือนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (New York Stock Exchange: NYSE) โดยใช้ราคาในการคำนวณจากศูนย์วิจัยราคาหลักทรัพย์ (The Center for Research in Security Prices : CRSP) ทำการศึกษาในช่วงมกราคม ค.ศ. 1926 ถึง ธันวาคม ค.ศ. 1982 โดยทำการจัดกลุ่มหลักทรัพย์เป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มหลักทรัพย์ประสิทธิภาพสูง (Winner Portfolio) และ กลุ่มหลักทรัพย์ประสิทธิภาพต่ำ (Loser Portfolio)

ทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์รายเดือน มีช่วงเวลาทดสอบ 3 ปี ผลการศึกษาทางจิตวิทยาพบว่านักลงทุนส่วนใหญ่มีพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงต่อเหตุการณ์ที่ไม่สามารถคาดหวังว่าจะเกิดขึ้น หรือข่าวสารที่มากระทบอย่างรวดเร็วกระทันหัน ในการศึกษาครั้งนี้พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ประสิทธิภาพต่ำจะมีประสิทธิภาพเหนือกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ประสิทธิภาพสูงในช่วงเวลาทดสอบ 36 เดือน โดยกลุ่มหลักทรัพย์ประสิทธิภาพต่ำจะให้ผลตอบแทนราว 25% ในช่วงเวลาทดสอบซึ่งมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ประสิทธิภาพสูง และยังพบอีกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ประสิทธิภาพต่ำจะให้ผลตอบแทนที่มากที่สุดในช่วงเดือนมกราคมของทุกปี และในการศึกษานี้ยังพบว่า การเกิดพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงมักจะเกิดกับหลักทรัพย์ที่มีกิจการขนาดเล็กมากกว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved