

บทที่ 2

ทฤษฎี แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการการปรับตัวของราคารัฐในตลาดหลักทรัพย์ที่กล่าวถึงจะมีพื้นฐานมาจากแนวคิดเกี่ยวกับพฤติกรรมของตลาดและพฤติกรรมทางการเงินและการลงทุนต่างๆที่เกิดขึ้น ซึ่งจะส่งผลในระดับของราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวตามระดับของอุปสงค์ (Demand) และอุปทาน (Supply) ที่มีต่อหลักทรัพย์ และพฤติกรรมเช่นไรที่จะบ่งบอกถึงสถานะของพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงของราคารัฐที่มีเกิดขึ้นหรือไม่อย่างไรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสถานะตลาดในช่วงเวลาที่ทำการศึกษานั้นจะกล่าวได้ว่าเป็นสถานะของตลาดที่มีประสิทธิภาพได้หรือไม่ ซึ่งในบทนี้จะเน้นกล่าวถึงทฤษฎีและแนวคิดที่ใช้ในการศึกษาดังมีรายละเอียด คือ

ทฤษฎีและแนวคิดที่ใช้ในการประเมินพฤติกรรมของราคารัฐในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.1 ความหมายของตลาดมีประสิทธิภาพ

Dheerapat (1997) อ้างถึงใน Fama , F. (1976) กล่าวว่า ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) จะต้องเป็นตลาดที่มีการจัดสรรทรัพยากร แล้วก่อให้เกิดสวัสดิการสูงสุดแก่สังคม นั่นคือ ราคาต้องเป็นสัญญาณ (Signal) ที่ถูกต้องแม่นยำในการกำหนดจัดสรรความเป็นเจ้าของทรัพยากร (Resource Allocation) หรือข้อมูลข่าวสารทุกอย่างที่มีอยู่ได้สะท้อนไปสู่การกำหนดราคาได้อย่างเต็มที่ ทำให้การซื้อขายโดยอาศัยข้อมูลข่าวสารนั้นไม่ก่อให้เกิดกำไรในทางเศรษฐศาสตร์ ถ้าตลาดในที่นี้หมายถึงตลาดทุนหรือตลาดหลักทรัพย์แล้ว ราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง จะสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่อย่างเต็มที่ และปรับตัวได้อย่างรวดเร็วต่อข่าวสารข้อมูลใหม่ ตลาดในลักษณะนี้ ก็คือ ตลาดแข่งขันสมบูรณ์นั่นเอง ซึ่งมีข้อสมมติภายใต้ตลาดดังนี้

1. จำนวนนักลงทุนที่ทำการซื้อขายในตลาดมีอยู่เป็นจำนวนมากทำให้ไม่มีใครสามารถกำหนดราคาได้ ราคาจะถูกกำหนดจากอุปสงค์และอุปทานในหลักทรัพย์ นักลงทุนทุกราย มีอิสระในการเข้าหรือออกจากตลาด

2. จำนวนหลักทรัพย์ในตลาดมีมาก และมีมาตรฐานใกล้เคียงกัน ทำให้หลักทรัพย์สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์

3. ไม่มีต้นทุนในการทำธุรกรรม หรือซื้อขายหลักทรัพย์

4. ไม่มีต้นทุนการได้รับข่าวสารข้อมูล และนักลงทุนมีความรอบรู้
 5. นักลงทุนมีความเห็นสอดคล้องกันในการแปลความหมายของข่าวสารข้อมูล เพื่อใช้ในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์

6. นักลงทุนจะเลือกลงทุนเพื่อก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุดแก่ตนเอง

7. นักลงทุนสามารถซื้อขายหลักทรัพย์โดยไม่จำเป็นต้องสืบเสาะหาข้อมูล แต่ใครก็ตามที่เข้าถึงข้อมูลที่ยังไม่รู้จะสามารถสร้างกำไรได้มาก

นักวิชาการเชื่อว่าราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะเป็นราคาที่นักลงทุนและนักวิเคราะห์ได้อาศัยข้อมูลทางราคา การสืบค้นข่าวสารอื่นๆ ทั้งที่เผยแพร่ต่อสาธารณชน และข้อมูลในวงที่ไม่เปิดเผย อันจะทำให้บรรลุถึงกำไรสูงสุด ราคาที่เกิดขึ้นจึงถือว่ามีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ สำหรับตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ ราคาดุลยภาพ (Equilibrium price) ก็คือมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (Intrinsic value)

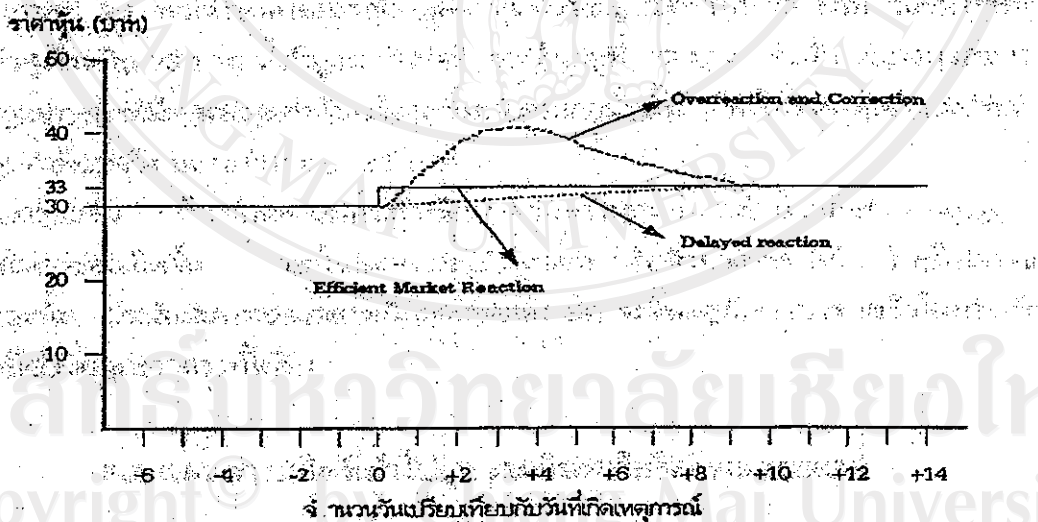
มูลค่าที่แท้จริงที่ประเมินได้แต่ละครั้งหลังจากข้อมูลข่าวสารเปลี่ยนแปลงไป ถือว่าเป็นมูลค่าที่ใช้เปรียบเทียบกับราคาตลาดที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต โดยมีความสัมพันธ์ดังนี้ถ้าราคาตลาดในปัจจุบัน (Current price) ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced) นักลงทุนจะซื้อหลักทรัพย์ เพราะคาดการณ์ว่าราคาในอนาคตจะสูงขึ้น และในทางตรงกันข้าม ถ้าราคาตลาดในปัจจุบันสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Overpriced) นักลงทุนจะขายหลักทรัพย์ เพราะคาดการณ์ว่าราคาในอนาคตจะต่ำลง เพราะฉะนั้นราคาจะเคลื่อนไหวขึ้นหรือลงรอบๆมูลค่าที่แท้จริง และมีแนวโน้มที่จะมีค่าเข้าสู่ดุลยภาพตามหลักอุปสงค์และอุปทานในหลักทรัพย์ ถ้าหากราคาตลาดมีแนวโน้มเข้าสู่ราคาดุลยภาพได้อย่างรวดเร็วทันที 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 ที่ไหลผ่านเข้าสู่ระบบอยู่ทุกวัน โดยแนวความคิดถ้าตลาดเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ ราคาหลักทรัพย์ควรจะตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารอย่างรวดเร็วทันทีที่ได้รับข้อมูลข่าวสารนั้นครั้งที่ได้กล่าวแล้วข้างต้น โดยธรรมชาติแล้วการตอบสนองไม่สามารถเกิดขึ้นได้ทันที แต่ช่องว่างระหว่างการได้รับข่าวสารจนเกิดปฏิกิริยาตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารนั้นๆ เพื่อสะท้อนถึงแนวทางที่ดีที่สุดที่เป็นไปได้ในการรับรู้ข้อมูลและแสดงปฏิกิริยาตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารนั้นๆ เพื่อสะท้อนนัยที่แท้จริงของข้อมูลข่าวสาร ไปยังมูลค่าหลักทรัพย์ได้อย่างถูกต้องแม่นยำ โดยไม่ต้องมีการปรับมูลค่าหลักทรัพย์ให้สอดคล้องกับข้อมูลข่าวสารนั้นอีก และราคาตลาดหลักทรัพย์จะต้องปรับตัวต่อข้อมูลข่าวสารนั้น อย่างไม่ลำเอียง (Unbiased) แล้วเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์นั้นด้วย

ภาพที่ 2-1 แสดงการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารใหม่



จากภาพที่ 2-1 แสดงปฏิกิริยาตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารใหม่ (New information) โดยแกนตั้งเป็นราคาหลักทรัพย์และแกนนอนเป็นเวลา สมมติว่ามีข้อมูลข่าวสาร 1

ขึ้นผ่านเข้ามาในระบบ ณ เวลาที่ $t=0$ และเป็นข้อมูลที่ส่งผลในทางบวกทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ (Stock Valuation) เพิ่มขึ้น แนวทางในการตอบสนองหรือปรับตัวของราคาตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นไปได้จะมีอยู่ 3 แนวทาง คือ

1) การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อตลาดมีประสิทธิภาพ แสดงด้วยเส้นทึบ กรณีนี้เมื่อได้รับข้อมูลข่าวสาร ณ เวลา $t=0$ มูลค่าหุ้นจะปรับตัวขึ้นจากเดิม 30 บาท เป็น 33 บาททันที และไม่มีการปรับหรือเปลี่ยนแปลงในมูลค่าหุ้นอีก

2) การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อตลาดไม่มีประสิทธิภาพ โดยปรับตัวล่าช้าต่อข้อมูลข่าวสารแสดงด้วยเส้นประ ซึ่งสามารถอธิบายได้ด้วยตัวอย่าง ดังนี้ เมื่อข้อมูลข่าวสารนั้นถูกเปิดเผยโดยบรรดาโบรกเกอร์ (Broker) ก็จะเผยแพร่ไปยังสำนักงานของคนในสวนภูมิภาค และเริ่มทำการวิเคราะห์เนื้อหาของข้อมูลข่าวสารนั้นที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น ส่วนโบรกเกอร์ภูมิภาคเมื่อได้รับข้อมูลข่าวสารก็เริ่มทำการวิเคราะห์เช่นเดียวกันแล้วก็แจ้งไปยังกลุ่มลูกค้าที่สำคัญๆ จากนั้นนักลงทุนที่ได้รับข้อมูลข่าวสารจะทำการซื้อขายหุ้นทำให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในวันแรก หลังจากนั้นอีก 1 หรือ 2-3 วัน นักวิเคราะห์ตามสถาบันต่างๆอาจเปิดเผยรายงานการวิเคราะห์ข้อมูลข่าวสารที่ยืนยันการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นของมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ บรรดาโบรกเกอร์ก็จะบอกลูกค้าว่าราคาหุ้นในปัจจุบันต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalue) ทำให้มีการซื้อหุ้นนั้นมากขึ้น ราคาหุ้นจะค่อยๆปรับตัวสูงขึ้นจนเท่ากับมูลค่าที่แท้จริงใหม่ คือ 33 บาท

3) การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อตลาดไม่มีประสิทธิภาพ โดยปรับตัวเกินกว่าความเป็นจริง (Overreaction) แสดงด้วยเส้นจุด กรณีนี้นักลงทุนเป็นพวกที่มองโลกในแง่ดีเกี่ยวกับเนื้อหาของข้อมูลข่าวสารที่ได้รับมา จากภาพที่ 1 พวกนี้จะคาดการณ์ว่ามูลค่าหุ้นควรจะสูงกว่าราคา 33 บาท จึงมีการซื้อหุ้นทำให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นเกิน 33 บาท ทั้งที่มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นอยู่ที่ 33 บาท ดังนั้นนักลงทุนที่ล่วงรู้ถึงราคาที่แท้จริงของข้อมูลข่าวสารที่มีผลต่อมูลค่าของหุ้นแล้วจะทยอยขายหุ้นนั้น ทำให้ราคาหุ้นมีการปรับตัวใหม่อีกครั้งเพื่อเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริง ณ ระดับราคา 33 บาท

โดยสรุปแล้ว ถ้าหากตลาดมีประสิทธิภาพตามความหมายที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น เหตุการณ์ 2 เหตุการณ์หลังไม่ควรจะเกิดขึ้น แต่ในโลกของความเป็นจริงการปรับตัวของราคาไม่อาจเกิดขึ้นได้ทันที เพราะฉะนั้น ประสิทธิภาพของตลาดมีเล็กน้อยเพียงใด จะขึ้นอยู่กับความรวดเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารที่ได้รับ

นอกจากแนวความคิดที่ใช้ทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว กลุ่มนักลงทุนและนักวิชาการหลายท่านยังมีความสนใจที่จะศึกษาและอธิบายถึงพฤติกรรมการเงินด้านต่างๆที่เกิดขึ้นโดยนำเอาแนวคิดทฤษฎีมาทำการอธิบายถึงปรากฏการณ์ต่าง ๆ นั้น เพื่อให้สามารถอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงระดับของราคาของหุ้นสามัญจากข่าวสารข้อมูลหรือเหตุการณ์ต่างๆที่เข้ามาผลกระทบ ตลอดจนการคาดหวังระดับผลตอบแทนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อที่จะใช้อธิบายพฤติกรรมเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้

2.2 การเงินเชิงพฤติกรรม

Alexandros and Tzafestas (1995) กล่าวว่า การเงินเชิงพฤติกรรม เกิดขึ้นเมื่อทฤษฎีการเงินแบบเดิมที่ละเลยกระบวนการตัดสินใจของนักลงทุนซึ่งนักลงทุนแต่ละคนทำในสิ่งที่แตกต่างกัน ปัจจุบันนักเศรษฐศาสตร์ได้พบข้อมูลความคิดปกติของความไม่มีเหตุผลของนักลงทุนแต่ละคนที่แสดงออกมาเมื่อต้องตัดสินใจในเรื่องที่ซับซ้อน หลักฐานที่แสดงถึงความไม่มีเหตุผลของนักลงทุนมี 2 ประการที่สำคัญคือ

1. นักลงทุนไม่ได้มีการใช้หรือประมวลข้อมูลข่าวสารอย่างถูกต้องในทุกครั้ง ซึ่งมีผลทำให้มีการนำข้อมูลความน่าจะเป็นของผลตอบแทนไปใช้ตัดสินใจลงทุนที่ผิดพลาด
2. นักลงทุนไม่ตัดสินใจที่เหมาะสมหรือเกิดความลังเลใจที่จะตัดสินใจตามข้อมูลความน่าจะเป็นของผลตอบแทนที่มีอยู่

การที่นักลงทุนไม่มีเหตุผลนั้นไม่ได้ทำให้ตลาดไม่มีประสิทธิภาพ การไม่มีเหตุผลของนักลงทุนนั้นสามารถทำให้ราคาผิดไปจากราคาที่แท้จริงได้แต่ถ้าหากในตลาดมีนักค้ากำไร (Arbitrager) อยู่แล้ว นักค้ากำไรเหล่านี้ก็จะลงทุนด้วยการตั้งราคาหลักทรัพย์ที่ราคาต่ำกว่าจริงหรือขายหลักทรัพย์ที่ราคาสูงเกินจริงจนในที่สุดราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเข้าหาราคาที่แท้จริงได้ ดังนั้นการที่ตลาดจะไม่มีประสิทธิภาพได้นั้นต้องเกิดจากการจำกัดการค้ากำไรของนักลงทุนด้วยส่วนหนึ่ง ซึ่งจุดนี้เองทำให้การเงินเชิงพฤติกรรมได้รับการวิพากษ์ว่าไม่ได้มีบทบาทสำคัญให้ตลาดไม่มีประสิทธิภาพ ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการเกิดการเงินเชิงพฤติกรรม มี 4 ประการคือ

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

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

กระบวนการประมวลข้อมูลข่าวสาร (Information Processing)

ความคิดพลาดที่เกิดขึ้นในกระบวนการทางข้อมูลข่าวสารสามารถทำให้นักลงทุนคาดการณ์ความน่าจะเป็นของโอกาสในการเกิดผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับผิดพลาด โดยความผิดพลาดของกระบวนการทางข้อมูลข่าวสารมีสาเหตุสำคัญ 4 ประการคือ

1. การผิดพลาดในการพยากรณ์ (Forecasting Errors) โดยมักจะพบว่านักลงทุนส่วนมากมักจะให้น้ำหนักต่อประสบการณ์ใหม่ๆ มากกว่าข้อมูลข่าวสารความเชื่อในอดีตเมื่อต้องทำการพยากรณ์ (Memory Bias) และมีความโน้มเอียงที่จะพยากรณ์ไปในทิศทางใดทางหนึ่งมากเกินไป สถานการณ์ความไม่แน่นอนที่มีอยู่
2. ความเชื่อมั่นในตนเองมากเกินไป (Overconfidence) นักลงทุนมีความโน้มเอียงในการใช้ความเชื่อหรือการพยากรณ์ส่วนตัวของนักลงทุนในการวิเคราะห์มากเกินไปและนักลงทุนยังประมาณความสามารถของตนเองสูงเกินไป โดยนักลงทุนที่มีความเชื่อมั่นในตนเองสูงมักจะทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในราคาที่สูงในหลักทรัพย์ที่มีการพยากรณ์ว่ามีความน่าลงทุนต่ำ
3. ความอนุรักษ์นิยมของนักลงทุน (Conservatism) นักลงทุนในกลุ่มอนุรักษ์นิยมหรือผู้ที่ชอบคิดหน้าคิดหลังมักเกิดอคติคือ นักลงทุนกลุ่มนี้มักจะช้าเกินไปในการตัดสินใจที่จะเชื่อหรือจะตอบสนองต่อสถานะการณ์ที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน นักลงทุนกลุ่มนี้มีการปรับข้อมูลช้ากว่าความเป็นจริงให้ทันต่อข่าวสารที่มากกระทบ ทำให้ราคาที่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของข่าวสารค่อยๆ ปรับตัวขึ้นอย่างช้าๆ ซึ่งความคิดปกติของราคาในรูปแบบนี้ทำให้เกิดแรงเหวี่ยงของราคาที่เพิ่มขึ้นในตลาดหลักทรัพย์
4. การละเลยขนาดกลุ่มตัวอย่างและการนำตัวอย่างมาเป็นตัวแทน (Sample Size Neglect and Representativeness) โดยทั่วไปนักลงทุนไม่ค่อยให้ความสำคัญของขนาดของกลุ่มตัวอย่างมากนัก โดยมักใช้กลุ่มตัวอย่างขนาดเล็กในการเป็นตัวแทนของประชากรขนาดใหญ่มาก และเข้าใจว่าประชากรน่าจะมีรูปแบบเดียวกับกลุ่มตัวอย่าง ดังแสดงให้เห็นในการที่บริษัทรายงานผลประกอบการที่ดีมากหรือหลักทรัพย์ให้ผลตอบแทนที่สูงมากในช่วงระยะเวลาประกอบการสั้นๆ ซึ่งลักษณะดังกล่าวมักจะชี้นำให้นักลงทุนสนใจที่จะประเมินการพิจารณาประสิทธิภาพการดำเนินงานในอนาคตใหม่และ

มักทำให้เกิดการซื้อขายหลักทรัพย์ในราคาที่สูงมากขึ้น ซึ่งก็จะทำให้ราคาและมูลค่าที่แท้จริงห่างกันมากขึ้นและทำให้ข้อมูลในตลาดมีความผิดพลาด

ปรากฏการณ์ที่หลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพดีมากๆ ในปัจจุบันมักจะแสดงการเกิดการย้อนกลับของราคาในช่วง 2 – 3 วันหลังจากการประกาศผลประกอบการ นั้นแสดงให้เห็นว่านักลงทุนได้เรียนรู้ว่าความเชื่อครั้งแรกนั้นสูงเกินไป ซึ่งเมื่อรวมกับแนวอนุรักษ์นิยมและการมีอคติในการใช้กลุ่มตัวอย่างขนาดเล็กในการเป็นตัวแทนประชากรทั้งตลาด ทำให้เกิดแรงเหวี่ยงของผลตอบแทนในช่วงสั้นและในระยะยาวผลตอบแทนเหล่านั้นจะย้อนกลับในทางตรงข้าม

พฤติกรรมอคติ (Behavioral Bias)

ถึงแม้ว่ากระบวนการประมวลข้อมูลข่าวสารจะมีความสมบูรณ์ถูกต้องแต่ก็ยังคงพบว่ามีนักลงทุนใช้เหตุผลน้อยในการตัดสินใจ 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 O'dene (1998) พบว่านักลงทุนมีความโน้มเอียงในการขายหุ้นที่ทำกำไรมากกว่าหุ้นที่ขาดทุน

3. การหลีกเลี่ยงความเสียใจ (Regret Avoidance) นักจิตวิทยาพบว่าบุคคลซึ่งทำการตัดสินใจที่ให้ผลลัพธ์ที่ไม่ดีมักจะมี ความเสียใจในการกระทำของตนเองมากเมื่อการตัดสินใจนั้นไม่เป็นไปตามตำราหรือแบบแผนที่มีการปฏิบัติกัน ดังจะเห็นได้จากการที่นักลงทุนซื้อหุ้นบริษัทที่มีชื่อเสียงและกำลังเติบโตอย่างมากในกลุ่มหลักทรัพย์ แต่ต่อมาราคาหุ้นนั้นมีการปรับตัวลดลงการตัดสินใจนี้จะไม่สร้างความเสียใจให้นักลงทุนเท่ากับการที่นักลงทุนตัดสินใจซื้อหุ้นบริษัทที่เพิ่งเริ่มต้น

และไม่รู้ที่มาที่ไปของบริษัทและต่อมาเมื่อราคาลดลง ซึ่งในกรณีแรกนักลงทุนจะให้เหตุผลว่าเป็นเรื่องของโชคเข้ามาเกี่ยวข้องมากกว่าเรื่องผิดพลาดในการตัดสินใจ จึงเป็นสาเหตุให้นักลงทุนมีความเสียใจน้อยกว่ากรณีหลัง

ข้อจำกัดในการทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยง (Limits to Arbitrage)

พฤติกรรมอคติที่ได้กล่าวมาแล้วนี้จะไม่ส่งผลต่อราคาราคาหุ้นเลยถ้าหากนักลงทุนที่มีเหตุมีผล (Rational Investor) สามารถทำกำไรอย่างเต็มที่จากนักลงทุนที่มีการผิดพลาดในการลงทุน เพราะราคาจะปรับตัวให้สอดคล้องอย่างรวดเร็ว อย่างไรก็ตามผู้ที่สนับสนุนทฤษฎีพฤติกรรมได้อ้างเหตุผลสนับสนุนในการปฏิบัติที่ว่ามักจะมีปัจจัยหลายๆ ด้านที่จำกัดความสามารถในการทำกำไรจากการที่ราคาหุ้นไม่ถูกต้อง ซึ่งปัจจัยเหล่านั้นคือ

1. ความเสี่ยงจากปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Risk) การที่ราคาหุ้นของบริษัทหนึ่งๆ มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งนั่นแสดงให้เห็นถึงโอกาสในการทำกำไรแต่โอกาสนั้นก็ไม่ได้เป็นโอกาสที่ปราศจากความเสี่ยงเพราะยังมีความน่าจะเป็นที่ราคาจะปรับลงไปได้อีกใน ขณะที่ราคาหุ้นเริ่มปรับตัวก็ยังคงอาจมีความเสี่ยงได้ถ้าหากการปรับตัวขึ้นนี้ใช้เวลานานกว่าระยะเวลาการลงทุนของนักลงทุน

2. ต้นทุนของการปฏิบัติการเพื่อสร้างกำไรจากข้อมูลที่ผิดพลาด (Implementation Cost) ในทางปฏิบัติการใช้ประโยชน์จากราคาที่สูงเกินจริงเป็นเรื่องที่ทำได้ยาก การขายหลักทรัพย์ก่อนโดยไม่มีหลักทรัพย์ในมือ (Short Sell) จะมีต้นทุนเกิดขึ้นเสมอ ต้นทุนที่เห็นได้ชัดคือระยะเวลาการลงทุนของการขายล่วงหน้ามีความไม่แน่นอนเพราะอาจจะถูกบังคับให้ต้องซื้อหลักทรัพย์มาคืนในวันใดวันหนึ่งที่ไม่ได้วางแผนไว้ก่อน โดยต้นทุนที่เกิดขึ้นนั้นจะเป็นตัวลดอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการขายล่วงหน้า (Short Sell) ในความเป็นจริงแล้วการลงทุนของกองทุนรวมต่างๆ มักมีข้อจำกัดในการขายล่วงหน้า (Short Sell) จึงทำให้เกิดข้อจำกัดในการทำกำไร โดยไม่มีความเสี่ยง ดังนั้นจึงพบว่าราคาของหลักทรัพย์อาจจะไม่ได้ปรับตัวเข้าหาราคาที่เหมาะสมตามทฤษฎี

3. ความเสี่ยงจากตัวแบบที่ใช้ (Model Risk) ในการทดสอบมีสิ่งหนึ่งที่ทำให้เกิดความกังวลอยู่เสมอคือ โอกาสในการทำกำไรมักจะมีมากกว่าความเป็นจริง โดยอาจจะเกิดจากการที่นักลงทุนใช้ตัวแบบในการประเมินหลักทรัพย์ที่ไม่เหมาะสมและราคาหลักทรัพย์ที่เป็นอยู่ในขณะทดสอบก็เป็นราคาที่เหมาะสมอยู่แล้ว ซึ่งกรณีนี้ก็เป็นสาเหตุที่ทำให้การซื้อขายมีความเสี่ยง

การประเมินบทความที่เกี่ยวข้องกับพฤติกรรม

(Evaluating the Behavioral Critique)

การที่ตลาดเป็นไปตามสมมติฐานว่าตลาดมีประสิทธิภาพหมายความว่าราคาที่ซื้อขายในตลาดเป็นราคาที่ถูกต้องและไม่มีใครที่จะสามารถที่จะมีโอกาสทำกำไรได้ง่าย นักพฤติกรรมได้เน้นถึงการนำทฤษฎีไปใช้งานทั้ง 2 ด้าน (ราคาที่เป็นนั้นถูกต้องแล้วและไม่มีโอกาสที่จะมีกำไร) คือราคาที่ซื้อขายนั้นอาจจะผิดได้และโอกาสการมีกำรนั้นมียู่ ถึงแม้จะหายากก็ตาม ดังนั้นการค้นพบว่าโอกาสทำกำไรมีได้ยากไม่ได้แปลว่าราคานั้นถูกต้องเสมอไป

ในมุมมองของนักลงทุน จะเกี่ยวข้องกับเรื่องโอกาสในการทำกำไรที่มีอยู่ นักพฤติกรรมศาสตร์อธิบายเกี่ยวกับความผิดปกติของตลาดประสิทธิภาพ โดยไม่ได้ชี้ให้เห็นว่าความผิดปกติในตลาดมีเหตุการณ์เกิดขึ้นอย่างไร ซึ่งสำหรับนักลงทุนมีคำถามในใจว่าทำอะไรจึงจะยังคงหากำไรจากการที่ราคาหุ้นไม่ถูกต้องได้ ซึ่งก็ยังคงไม่สามารถหาคำตอบจากเอกสารหรือรายงานใดๆเลย

อย่างไรก็ตามสิ่งหนึ่งที่สำคัญในความหมายของตลาดประสิทธิภาพคือ การที่ราคาหลักทรัพย์ได้แสดงถึงมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ เมื่อราคาหลักทรัพย์ไม่ตรงกับความจริง ตลาดหุ้นจะให้ข้อมูลที่ชี้นำแบบผิดๆ ที่มีผลต่อนักลงทุนในการให้นำนักลงทุนที่ดี ซึ่งจุดนี้เป็นเรื่องที่สำคัญ พฤติกรรมของสมมติฐานตลาดประสิทธิภาพจึงเป็นเรื่องที่สำคัญมาก

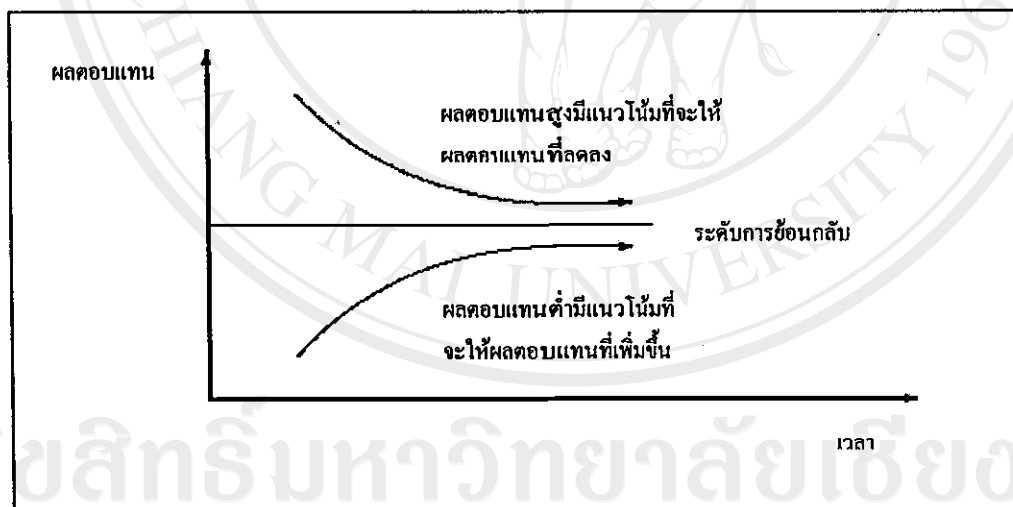
เรื่องนี้เป็นเรื่องที่สำคัญมากในการอธิบายของนักเศรษฐศาสตร์การเงิน ซึ่งหลายคนเชื่อว่ามุมมองด้านพฤติกรรมเป็นเรื่องที่ไม่มีโครงสร้างที่ชัดเจน ซึ่งกระทบต่อการยอมรับโดยเท่ากับว่าการผิดปกติทั้งหลายที่เกิดขึ้นสามารถอธิบายได้จากกรณีที่ไม่มีเหตุผลในการเลือกและจากพฤติกรรมการอคติ ยิ่งกว่านั้นปัจจัยพื้นฐานอื่นๆ ไม่สามารถทำให้เชื่อได้ว่าความผิดปกติที่เกิดขึ้นสามารถที่จะอธิบายได้โดยอาศัยสมมติฐานตลาดประสิทธิภาพ

การเงินเชิงพฤติกรรมยังอยู่ในช่วงเริ่มต้น แต่ขอบเขตที่จำกัดของควมมีเหตุผลที่กระทบกระเทือนต่อราคาสินทรัพย์ยังเป็นที่โต้แย้ง ยังเป็นการเร็วเกินไปที่จะตัดสินว่าพฤติกรรมใช้ตอบคำถามทั้งหมดได้ โดยเฉพาะรูปแบบการวิเคราะห์เชิงพฤติกรรมเริ่มเข้ามามีบทบาทในการวิเคราะห์ทางการเงิน

2.5 กลยุทธ์การลงทุน แบบแตกต่างและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (Contrarian and Momentum Strategy)

กลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่าง แนะนำให้ลงทุนในหุ้นสามัญที่มีการให้ผลตอบแทนเป็นลบมาก และแนะนำให้ขายหุ้นสามัญที่ให้ผลตอบแทนเป็นบวกมาก หรือในอีกแนวทางหนึ่งคือ กลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่างจะแนะนำให้นักลงทุนลงทุนในหุ้นสามัญที่มีผลตอบแทนในอดีตที่ต่ำ และขายหุ้นสามัญที่มีผลตอบแทนในอดีตที่สูง ซึ่งกลยุทธ์นี้มีพื้นฐานมาจากความเชื่อที่ว่าถ้าหุ้นสามัญมีพฤติกรรมตอบสนองเกินจริง(Overreaction) ต่อข่าวสารที่เข้ามากระทบ หุ้นสามัญที่ให้ผลตอบแทนสูงมักจะมีแนวโน้มที่มีราคาหุ้นสามัญเกินมูลค่าที่แท้จริง (Overvalued) และหุ้นสามัญที่มีผลตอบแทนต่ำมีแนวโน้มที่มีราคาหุ้นสามัญต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalued) ซึ่งนักลงทุนสามารถที่จะทำกำไรได้จากการที่ราคาหุ้นสามัญกลับสู่มูลค่าที่แท้จริงได้ ดังแสดงตามภาพที่ 2-2

ภาพที่ 2-2แสดงการเกิดการย้อนกลับของผลตอบแทนในการเกิดพฤติกรรมตอบสนองเกินจริง



กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง มีพื้นฐานมาจากการที่ราคาหลักทรัพย์มีการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยแสดงนัยของความสัมพันธ์ในเชิงบวกของผลตอบแทนที่ได้รับ และการที่เกิดแรงเหวี่ยงของราคาแสดงให้เห็นว่าตลาดเกิดการตอบสนองต่อข่าวสารต่ำกว่าความเป็นจริง ในกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงจะแนะนำให้ลงทุนซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาเพิ่มสูงขึ้นเนื่องจากพิจารณาว่าหลักทรัพย์

นั้นมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง และแนะนำให้ขายหลักทรัพย์ที่ราคากำลังลดลงเนื่องจากเห็นว่า
หลักทรัพย์นั้นมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง

ตารางที่ 2-2 แสดงกลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่าง และการลงทุนตามแรงเหวี่ยง

	$ P_t - P_{t-1} /P_t \geq Y\%$		$ P_t - P_{t-1} /P_t \leq Y\%$
	$P_t \geq P_{t-1}$	$P_t \leq P_{t-1}$	
กลยุทธ์การลงทุนตาม แรงเหวี่ยง	ซื้อ	ขาย	ยังไม่ต้องทำอะไร
กลยุทธ์การลงทุนแบบ แตกต่าง	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 (เปอร์เซ็นต์)

Y = อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ (เปอร์เซ็นต์)

ตารางที่ 2-2 แสดงให้เห็นถึงการนำกลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่างและกลยุทธ์การลงทุนแบบ
ตามแรงเหวี่ยงมาใช้ในการลงทุน โดยจะเห็นว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบตามแรงเหวี่ยงจะแนะนำให้
ลงทุนซื้อหลักทรัพย์ที่ราคาเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นและขายหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงราคา
ลดลงเนื่องจากกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงเชื่อว่าราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นจะยังเพิ่มขึ้นต่อไป และราคา
หลักทรัพย์ที่ลดลงจะลดลงต่อไป ส่วนกลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่างจะแนะนำให้
นักลงทุนขายหลักทรัพย์ที่มีราคาเพิ่มขึ้น และซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาลดลง เนื่องจากกลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่าง
เชื่อว่าราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นสูงมีโอกาที่จะลดลงในอนาคต และหลักทรัพย์ที่ราคาลดลงมีโอกา
จะทำกำไรจากราคาที่เพิ่มขึ้นในอนาคต

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Lai (2003) ได้ศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมกรรมการตอบสนองเกินจริงระยะยาวของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย โดยพิจารณาถึงปัจจัยที่เกี่ยวข้องอันได้แก่ ขนาดของกิจการ ความเสี่ยงในด้านการเปลี่ยนแปลงตามระยะเวลาและแหล่งที่มาของกำไร โดยศึกษาจากผลตอบแทนรายเดือนของหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของมาเลเซีย ในช่วงเวลาดังแต่เดือน มกราคม 1987 ถึงเดือน ธันวาคม 1999 โดยผลการศึกษาพบว่าเกิดพฤติกรรมกรรมการตอบสนองเกินจริงในระยะยาว โดยไม่ขึ้นกับขนาดของกิจการที่แตกต่างกัน นอกจากนี้ผลการศึกษาข้างชี้ให้เห็นว่า กลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่างกัน สามารถนำมาใช้ได้กับช่วงระยะเวลาการลงทุน 1 - 2 ปี คือให้นักลงทุนซื้อหุ้นสามัญที่มีการเปลี่ยนแปลงราคาคลงระดับสูง และขายหุ้นสามัญที่มีการเปลี่ยนแปลงราคาเพิ่มขึ้นระดับสูง ในช่วงการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ในการลงทุนจากวิธีการจัดลำดับผลตอบแทนที่ผิดปกติเทียบกับผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์ของมาเลเซียโดยผลกำไรที่ได้รับจากการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบแตกต่างกันจะมาจากการเกิดพฤติกรรมกรรมการตอบสนองเกินจริงมากกว่าปัจจัยอื่นๆ เช่นขนาดของกิจการ หรือความเสี่ยงในด้านการเปลี่ยนแปลงตามระยะเวลา

Schiereck (1999) ได้ศึกษาเกี่ยวกับกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนทางและกลยุทธ์การลงทุนแบบตามภาวะของตลาดหลักทรัพย์ประเทศเยอรมัน โดยกลยุทธ์ทั้งสองเป็นกลยุทธ์ที่มีจะมีการนำมาใช้ในการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์การลงทุน ซึ่งได้รับอิทธิพลมาจากทฤษฎีพฤติกรรมกรรมการตอบสนองที่ต่ำหรือเกินจริงของนักลงทุนต่อข่าวสาร โดยศึกษาจากบริษัทรายใหญ่ของเยอรมันที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แฟรงเฟิร์ต ในช่วงระยะเวลา 30 ปี ตั้งแต่ปี 1961 ถึง 1991 โดยการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แฟรงเฟิร์ต มีความคล้ายคลึงกับการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ซึ่งพบว่าการณ์ผวนของราคาจะเกิดขึ้นในช่วงระยะเวลานั้นๆ แต่ในระยะยาวจะเกิดการเปลี่ยนกลับของราคาในทิศทางตรงข้าม จากการศึกษาที่ได้พบว่าราคาหุ้นสามัญที่นักลงทุนพยากรณ์จากผลกำไรของบริษัทสามารถพยากรณ์ตลาดเคลื่อนได้

Dheerapat (1997) ได้ศึกษาถึงปรากฏการณ์ความผันผวนของหุ้นสามัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่ามีพฤติกรรมเกินจริงและมีสัญญาณทางเศรษฐกิจที่จะบ่งชี้ของปรากฏการณ์ดังกล่าวต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างไร โดยอาศัยแบบจำลองในการปรับผลตอบแทนจากผลตอบแทนของตลาด (The Market-adjusted return Model) , CAPM (The Capital Asset Model) และ อัตราส่วนความแปรผวน (The Variance Ratio) เป็นวิธีการทดสอบความน่าจะเป็นของผลกระทบของพฤติกรรมเกินจริง โดยทดสอบผลจากตลาดโดยรวมและผลจากเหตุการณ์เฉพาะ

ในช่วงตั้งแต่ ปี 1986 ถึง 1995 จากศึกษาพบว่าในช่วงเวลาที่ศึกษาไม่พบสัญญาณจากพฤติกรรมการลงทุนเกินจริงผลของตลาดโดยรวม แต่ในการศึกษาเฉพาะเหตุการณ์ เช่น วิกฤตเศรษฐกิจอ่าวเปอร์เซียในปี 1990 , Black May ในปี 1992 จะพบว่า มีสัญญาณการเคลื่อนไหวของราคาในทางตรงข้ามของพฤติกรรมของนักลงทุนต่อเหตุการณ์ที่ไม่ดี

De Bondt and Thaler (1985) ได้ศึกษาหุ้นที่มีผลการดำเนินงานที่ไม่ดีในช่วงเวลาหนึ่ง กลับมีแนวโน้มที่จะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงในช่วงถัดไป ในขณะที่เดียวกันหุ้นที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุดในช่วงเวลาหนึ่ง กลับให้ผลตอบแทนที่แย่ในช่วงเวลาถัดไป โดยในการศึกษาได้จัดเรียงลำดับหลักทรัพย์ผลการดำเนินงานในช่วง 5 ปีก่อน แล้วจัดเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ตามผลการดำเนินงานกลุ่มละ 35 หลักทรัพย์ และวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ต่างๆเหล่านี้ในช่วง 3 ปีถัดไป พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ประกอบด้วยหุ้นที่มีผลการดำเนินงานในช่วง 5 ปีก่อนที่แย่ที่สุด (กลุ่มผู้แพ้ หรือ Loser Portfolio) จะให้ผลตอบแทนสะสมในช่วง 3 ปีถัดไป สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ประกอบด้วยหุ้นที่มี ผลการดำเนินงานในช่วง 5 ปีก่อนที่ดีที่สุด (กลุ่มผู้ชนะ หรือ Winner Portfolio) ถึงร้อยละ 25 ผลย้อนกลับ (Reversal Effect) เช่นนี้บ่งบอกว่า ตลาดตอบสนองเกินจริงต่อข้อมูลข่าวสารที่ได้รับ เมื่อได้ประจักษ์แล้วว่าการตอบสนองเกินจริง ผลการดำเนินงานของการลงทุนจึงสวนทางกับที่เคยเกิดขึ้น โดยสรุปเป็นประเด็นสำคัญต่างๆได้ดังนี้

1. พฤติกรรมการตอบสนองเกินจริง คือการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของ หุ้นสามัญในท้ายที่สุดจะให้ผลตอบแทนในทิศทางตรงข้ามกับที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน

2. การเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหุ้นสามัญจะเคลื่อนไหวไปใน ทิศทางตรงข้ามจากค่าเริ่มต้น

3. การเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามของผลตอบแทนของหุ้นสามัญในการเกิดพฤติกรรมตอบสนองเกินจริงของพอร์ต โพลีโอขาดทุนจะมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของพอร์ต โพลีโอกำไร

พฤติกรรมตอบสนองเกินจริงเป็นสิ่งที่แสดงถึงการไม่มีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ ที่ไม่เป็นไปตามกฎหรือแนวคิด ซึ่งทำให้ผลที่เกิดขึ้น ไม่สอดคล้องกับแนวความคิดตลาดมีประสิทธิภาพ ซึ่งอาจเกิดจากผลของลักษณะของกิจการหรือหุ้น หรือช่วงเวลาที่ลงทุน เป็นต้น