

บทที่ 4

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยครั้งนี้ครอบคลุมมุมมองหลายด้าน ทั้งมุมมองด้านประสิทธิภาพตลาด ด้านข้อมูลข่าวสารที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ด้านจิตวิทยาการลงทุน และด้านการวิเคราะห์หลักทรัพย์ทางเทคนิคซึ่งถือว่าเป็นสาระสำคัญของงานวิจัย โดยมีลำดับในการนำเสนอ ดังนี้คือ 1) สมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ 2) ทฤษฎีความสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร 3) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ 4) ตัวแบบด้านจิตวิทยาการลงทุน 5) แนวคิดด้านพฤติกรรม การตัดสินใจของผู้ลงทุน 6) แนวคิดการทดสอบประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาด 7) ทฤษฎีของดาว 8) แนวคิดด้านการวิเคราะห์ทางเทคนิคและ 9) แนวคิดการใช้เส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ซึ่งอธิบาย รายละเอียด ได้ดังนี้

1. สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ

การอธิบายรายละเอียดของสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) จะอธิบายถึง แนวคิด สมมติฐาน และการนำไปใช้ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

1.1 แนวคิด สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ เป็นสมมติฐานทางด้านการเงินภายใต้แนวคิดว่าการเงินเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Fama, 1970) โดยราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่มีประสิทธิภาพในการถ่ายทอดข้อมูลข่าวสาร การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์จะสอดคล้องกับข้อมูลการเปลี่ยนแปลงด้านปัจจัยพื้นฐานของบริษัท โดยราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงตามปัจจัยพื้นฐานของบริษัท ดังนั้นมูลค่าที่ควรเป็นของหลักทรัพย์จะเท่ากับราคาตลาดเสมอ นอกจากนี้ราคาของหลักทรัพย์ยังสะท้อนถึงความคาดหวังของผู้ลงทุนในอนาคตด้วยเช่นกัน สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพมีความหมายครอบคลุมแนวคิดที่อธิบายว่า หากการตัดสินใจซื้อขายหุ้นของผู้ลงทุนในตลาดตั้งอยู่บนพื้นฐานของการคาดคะเนด้วยเหตุผล (Rational Expectations) ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นหรือลดลงอย่างทันทีที่ได้รับข้อมูลข่าวสารใหม่ ดังนั้นจึงไม่มีผู้ลงทุนรายใดสามารถทำกำไรเกินปกติอย่างต่อเนื่องจากข้อมูลข่าวสารที่ตนมีอยู่ได้

กำไรเกินปกติ (Abnormal Return) หมายถึงกำไรจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่สูงกว่ากำไรที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งกำไรที่คาดหวังสามารถคำนวณได้จากแบบจำลอง

ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model, CAPM) (Sharp, 1964 และ Lintner, 1965) หรือ แบบจำลอง Three-Factor Model (Fama and French, 1992) ในท้ายที่สุดแล้วผลกำไรที่ผู้ลงทุนได้รับจะเป็นเพียงกำไรในระดับปกติ (Normal profit) หรืออีกนัยหนึ่งผู้ลงทุนจะไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่เหนือว่าผลตอบแทนของตลาดได้อย่างต่อเนื่องได้โดยใช้ข้อมูลที่ทราบกันคืออยู่แล้วในตลาด นอกจากจะเป็นความบังเอิญทั้งนี้เนื่องจากการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ไม่มีรูปแบบที่แน่นอนและยาวนานเพียงพอที่ผู้ลงทุนจะสามารถพยากรณ์ และทำกำไรส่วนเกินจากการทราบรูปแบบนั้นได้

1.2 สมมติฐาน สมมติฐานที่สำคัญของตลาดที่มีประสิทธิภาพมีดังนี้

1.2.1 ผู้ลงทุนในตลาดต้องเป็นผู้ลงทุนที่มีเหตุผล ผู้ลงทุนจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุด ณ ระดับราคาความเสี่ยงหนึ่งที่ทำให้ผลตอบแทนสูงสุด โดยนำข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่สามารถหาได้ (เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและมูลค่าการซื้อขายของหลักทรัพย์ในอดีต ผลประกอบการของบริษัท และแนวโน้มสภาวะเศรษฐกิจของประเทศ) มาใช้ในการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ หากมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์มีค่าสูงกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนที่มีเหตุผลจะตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าว ผู้ลงทุนแต่ละรายมีความคาดหวังในการประเมินมูลค่าหุ้นเหมือนกัน (Homogeneous Expectation) ซึ่งกำหนดขึ้นจากความน่าจะเป็น (Probability Distribution) ของอัตราผลตอบแทนในตลาดที่มีประสิทธิภาพจะมีผู้ลงทุนที่มีเหตุผลจำนวนมาก และไม่มีผู้ใดสามารถกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้ราคาที่เกิดขึ้นจะเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ เนื่องจากอุปสงค์ของผู้ลงทุนที่มีเหตุผลเหล่านี้จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นจนเท่ากับมูลค่าที่แท้จริงอย่างรวดเร็ว ในทางตรงข้ามหากผู้ลงทุนวิเคราะห์ข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์แล้วพบว่ามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์มีค่าต่ำกว่าราคาซื้อขายของหลักทรัพย์ในตลาด ผู้ลงทุนที่มีเหตุผลจะตัดสินใจขายหลักทรัพย์ดังกล่าวทันที และจะขายหลักทรัพย์จนกว่าราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวเท่ากับมูลค่าที่แท้จริง

1.2.2 ผู้ลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลข่าวสาร และความรู้ที่ความเกี่ยวข้องเกี่ยวกับหลักทรัพย์ ได้อย่างรวดเร็วและถูกต้องและทั่วถึงกัน ข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ เช่น ผลประกอบการ การประกาศจ่ายปันผล จะถูกเปิดเผยต่อสาธารณะด้วยความรวดเร็ว โปร่งใส และไม่มีกีดกันผู้ลงทุนในการเข้าถึงข้อมูล

1.2.3 ผู้ลงทุนไม่ชอบความเสี่ยง และต้องการผลตอบแทนที่สูงเพื่อชดเชยความเสี่ยงสำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าว

1.2.4 ผู้ลงทุนเป็นผู้ยอมรับราคา เนื่องจากผู้ลงทุนแต่ละรายไม่มีเงินทุนมากพอที่จะเป็นผู้ขึ้นราคา หรือการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนแต่ละรายไม่มีมูลค่าเพียงพอที่จะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญได้

1.3 การนำไปใช้ สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ เป็นประเด็นที่ได้รับความสนใจจากนักวิชาการและผู้เกี่ยวข้องในตลาดการเงินเป็นระยะเวลายาวนาน ว่าเป็นแนวคิดที่เป็นจริงในทางปฏิบัติหรือไม่ ตามสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพเชื่อว่าราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ (Equilibrium price) และในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นราคาดุลยภาพคือมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic value) แต่ในความเป็นจริงแล้ว ตลาดเหล่านั้นอาจไม่ได้มีประสิทธิภาพเท่าเทียมกันในกรณีนี้ Fama (1970) ได้แบ่งประเภทตลาดที่มีประสิทธิภาพออกเป็นสามระดับ ตามข้อมูลข่าวสารที่ผู้ลงทุนใช้ในการวิเคราะห์มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ดังนี้

1.3.1 ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak Form) หมายถึง เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ราคามีการเคลื่อนไหวแบบสุ่ม เป็นตลาดที่ผู้ลงทุนใช้เพียงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับราคาและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีต ผู้ลงทุนทราบข่าวสารด้านเกี่ยวกับข้อมูลราคาได้อย่างทั่วถึงและเท่าเทียมกันทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตไม่อาจคาดคะเนได้ ในการวิเคราะห์มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ราคาของหลักทรัพย์จะมีการปรับตัวสะท้อนถึงข้อมูลราคาและมูลค่าการซื้อขายในอดีตทำให้ผู้ลงทุนไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้โดยใช้เพียงข้อมูลดังกล่าว ดังนั้นหากตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำแล้ว การวิเคราะห์หลักทรัพย์ทางเทคนิคซึ่งใช้ข้อมูลราคาและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีตเป็นหลักในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์นั้น จะไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้ เพราะข้อมูลดังกล่าวถูกใช้โดยผู้ลงทุนที่มีเหตุผลในตลาด ดังนั้นราคาหลักทรัพย์ในตลาดจึงได้สะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารไปแล้ว

1.3.2 ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (Semi-strong Form) หมายถึง ตลาดที่ผู้ลงทุนใช้ข้อมูลสาธารณะทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ ในการวิเคราะห์มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ข้อมูลประเภทนี้รวมถึง ข้อมูลราคาหลักทรัพย์และมูลค่าการซื้อขายในอดีต และข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ที่เปิดเผยมต่อผู้ลงทุนทั่วไป เช่น ผลประกอบการ การจ่ายเงินปันผล การควบรวมกิจการและแนวโน้มของอุตสาหกรรม เป็นต้น จะเห็นได้ว่าหากตลาดมีประสิทธิภาพระดับปานกลางแล้วตลาดจะมีประสิทธิภาพในระดับต่ำด้วย หากตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง ผู้ลงทุนจะไม่สามารถทำกำไรเกินปกติโดยใช้เพียงข้อมูลสาธารณะได้ นอกจากผู้ลงทุนที่ทราบข่าววงในที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของหลักทรัพย์ก่อนผู้ลงทุนรายอื่นเท่านั้น จึงจะสามารถซื้อหรือขายหลักทรัพย์ได้ก่อนที่ราคาจะปรับตัวสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารดังกล่าว

1.3.3 ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong Form) หมายถึง ตลาดที่ผู้ลงทุนใช้ข้อมูลทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ ซึ่งรวมถึง ข้อมูลราคาหลักทรัพย์และมูลค่าการซื้อขายในอดีต ข้อมูลสาธารณะ และข้อมูลส่วนบุคคลที่ไม่เปิดเผยต่อสาธารณะในการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ตัวอย่างข้อมูลส่วนบุคคลที่ไม่เปิดเผยต่อสาธารณะได้แก่ ข้อมูลผลประกอบการซึ่งทราบเฉพาะผู้บริหารของบริษัท ข้อมูลการได้รับสัมปทานใหม่ที่ยังไม่เปิดเผย เป็นต้น ผู้ที่ทราบข้อมูลส่วนบุคคลที่ไม่เปิดเผยต่อสาธารณะได้แก่ กลุ่มผู้ที่มีข้อมูลข่าวสารภายในบริษัท เช่น พนักงาน ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท เป็นต้น อย่างไรก็ตามหากตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูงแล้ว แม้ผู้บริหารของบริษัททราบข้อมูลดังกล่าวก็ไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้ เพราะราคาหุ้นของบริษัทจะมีการปรับตัวสะท้อนข้อมูลข่าวสารทุกประเภทในทันที

2. ทฤษฎีความอสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร

ทฤษฎีความอสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information Theory) ศึกษาตลาดทุนที่สมบรูณ์นั้นอยู่ภายใต้สมมติฐานที่ตลาดมีประสิทธิภาพในการสะท้อนข้อมูลข่าวสาร ผู้ลงทุนสามารถรับทราบข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท เช่น โอกาสในการทำธุรกิจ การขยายสาขา การลงทุนในโครงการใหม่ๆ รวมถึงการคาดการณ์ผลตอบแทนที่จะได้รับ ซึ่งสมมติฐานดังกล่าวอาจไม่เกิดขึ้นจริงในความเป็นจริง ผู้ลงทุนและบริษัทอาจมีปัญหาคอสมมาตรของข้อมูล กล่าวคือบริษัทจะทราบข้อมูลเกี่ยวกับโอกาสการลงทุนของตนดีกว่าผู้ลงทุน เนื่องจากผู้ลงทุนไม่สามารถตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารในบริษัทได้ ซึ่งทำให้เกิดปัญหาทางเศรษฐศาสตร์เรียกว่าความอสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร (Akerlof, 1970) ซึ่งจำแนกออกเป็น 2 ประเภท คือ

2.1 Adverse Selection เป็นการเกิดความอสมมาตรของข้อมูลข่าวสารที่ผู้ลงทุนประเมินราคาหลักทรัพย์ต่ำจากความเป็นจริงเนื่องจากได้รับข่าวสารที่จำกัด ตัวอย่างเช่น งานวิจัยโดย Myer and Majluf (1984) แสดงให้เห็นว่า หากผู้ลงทุนมีข้อมูลเกี่ยวข้องกับมูลค่าสินทรัพย์ของกิจการไม่เท่าเทียมกันหรือน้อยกว่าผู้บริหารภายในแล้ว ผู้ลงทุนจะประเมินราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่าราคาที่ควรจะเป็นเพื่อชดเชยความเสี่ยงนั้น โดยเฉพาะการออกหุ้นเพิ่มทุน เนื่องจากผู้ลงทุนเชื่อว่าผู้บริหารมีข้อมูลข่าวสารมากกว่าและตัดสินใจโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเดิม ซึ่งจะได้ประโยชน์เมื่อขายหุ้นเพิ่มทุนเมื่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Overvalued) ดังนั้นผู้ลงทุนจะประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงในขณะนั้น ความอสมมาตรของข้อมูลข่าวสารระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาในการออกหลักทรัพย์ และผู้ลงทุน จึงก่อให้เกิดปัญหา Adverse

Selection หรือการเลือกผิด ซึ่งการแก้ปัญหาดังกล่าวสามารถทำได้โดยผู้ที่เกี่ยวข้องแต่ละฝ่ายควรส่งสัญญาณออกมา เพื่อถ่ายทอดข้อมูลไปยังผู้ที่เกี่ยวข้องฝ่ายอื่นๆ ดังจะได้อธิบายในทฤษฎีการส่งสัญญาณต่อไป

2.2 Moral Hazard เป็นภาวะที่เกิดขึ้นภายหลังการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัทไปในทางไม่พึงประสงค์ และพฤติกรรมดังกล่าวไม่สามารถตรวจสอบได้และในหลายกรณีก่อให้เกิดความขัดแย้งกันระหว่างตัวแทนในองค์กร ตัวอย่างเช่น ความขัดแย้งระหว่างคณะผู้บริหารที่มีข้อมูลด้านการดำเนินงานบริษัทที่มากกว่ากับผู้เป็นเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น ความขัดแย้งระหว่างตัวแทนสองกลุ่มนี้เนื่องจากมีความต้องการที่แตกต่างกัน (Jensen and Meckling, 1976) ผู้บริหารต้องการผลประโยชน์ส่วนตนให้มากที่สุด โดยใช้ความพยายามน้อยที่สุด ซึ่งผลประโยชน์ที่เพิ่มขึ้นของผู้บริหารทำให้บริษัทมีมูลค่าต่ำลง ซึ่งไม่สอดคล้องกับความต้องการของผู้ถือหุ้น ด้วยเหตุนี้เจ้าของกิจการจึงต้องมีกลไกเพื่อใช้กำกับการทำงานของผู้บริหารมากขึ้นเพื่อไม่ให้ผู้บริหารดำเนินการที่เบี่ยงเบนไปจากการเพิ่มมูลค่าทางธุรกิจ เช่น การมีผู้ตรวจสอบบัญชี การให้สิทธิผู้บริหารในการซื้อหุ้นของบริษัท กลไกเหล่านี้ทำให้เกิดต้นทุนที่เพิ่มขึ้นที่เรียกว่าต้นทุนของตัวแทน ซึ่งอาจส่งผลให้ผู้ลงทุนประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ต่ำกว่าความเป็นจริงและในความเป็นจริงนั้นผู้ลงทุนแต่ละรายมีวิธีและมุมมองในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน ทำให้เกิดความต้องการซื้อและความต้องการขายหลักทรัพย์ที่เคลื่อนไหวไปตามข้อมูลที่รับรู้ตลอดเวลา และทำให้เกิดโอกาสในการจับจังหวะลงทุนหรือการเก็งกำไรในหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่อง

3. ทฤษฎีการส่งสัญญาณ

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) เป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงการที่บริษัทหรือผู้บริหารส่งสัญญาณให้แก่ผู้ลงทุนภายนอก ซึ่งอาจนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ งานวิจัยโดย Leland and Pyle (1977) พบว่าการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัททำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของกิจการ เนื่องจากผู้ลงทุนเชื่อว่าผู้บริหารมีข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคตมากกว่าตนเอง และในกรณีที่ผู้บริหารคาดการณ์ว่ากระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคตมีค่าสูงกว่ามูลค่าปัจจุบันของกิจการ ผู้บริหารจะมีแนวโน้มที่จะคงสัดส่วนการถือหลักทรัพย์ของบริษัทไว้ต่อไป ดังนั้นประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ผู้ลงทุนภายนอกซึ่งเป็นการลดสัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์จึงเป็นการส่งสัญญาณลบต่อมูลค่าของกิจการ และอาจบ่งชี้ว่าราคาตลาดปัจจุบันของบริษัทมีมูลค่าสูงเกินจริง (Overvalued) ทำให้ผู้ลงทุนประเมินราคาหลักทรัพย์ใหม่ที่ต่ำกว่าเดิม

การศึกษาโดย Ross (1977) แสดงให้เห็นว่าโครงสร้างเงินทุนของกิจการถูกใช้เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณให้แก่ผู้ลงทุนภายนอกทราบถึงการดำเนินงานภายในบริษัทได้ ภายใต้สมมติฐานว่าผู้บริหารทราบข้อมูลภายในบริษัทมากกว่าผู้ลงทุน Ross สรุปว่าผู้บริหารของบริษัทที่มีผลประกอบการที่ดีจะเลือกระดมทุนโดยการก่อหนี้ในระดับสูงเนื่องจากมีความเชื่อมั่นว่าจะมีกระแสเงินสดในอนาคตเพียงพอสำหรับการชำระหนี้ได้ ในทางตรงข้ามผู้บริหารของบริษัทที่มีผลประกอบการอ่อนแอจะเลือกระดมทุนโดยการออกหุ้นสามัญ ซึ่งการกระทำดังกล่าวอาจส่งผลให้ผู้ลงทุนประเมินราคาหลักทรัพย์ใหม่ต่ำกว่าเดิม

การส่งสัญญาณผลการดำเนินงานของบริษัทอาจทำได้โดยการใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยมีแนวคิดเริ่มต้นจาก Lintner (1956) ที่นำเสนอว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือของผู้บริหารบริษัทในการส่งสัญญาณให้ผู้ลงทุนภายนอกทราบว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานอย่างไร โดย Lintner สรุปว่าการจ่ายเงินปันผลมีความเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท หากบริษัทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นแสดงว่ากิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น และในทางตรงข้ามหากบริษัทจ่ายเงินปันผลลดลง แสดงว่ากิจการมีผลการดำเนินงานที่แย่ลง ผู้ลงทุนที่มีข้อมูลการดำเนินงานดีกว่าผู้บริหารจึงอาศัยข้อมูลการจ่ายเงินปันผลเป็นสิ่งที่ชี้วัดแนวโน้มผลการประกอบการของบริษัท

4. ตัวแบบด้านจิตวิทยาการลงทุน

การศึกษาพฤติกรรมผู้ลงทุน เป็นการศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของผู้ลงทุนว่ามีลักษณะอย่างไรรวมถึงการอธิบายสาเหตุของพฤติกรรมนั้น เนื่องจากผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีความหลากหลายในด้านคุณสมบัติส่วนตัวและทัศนคติที่มีต่อการลงทุน เช่น เช่น อายุ ระดับการศึกษา ประสบการณ์ลงทุน ความเชื่อมั่นในตนเอง ตลอดจนความสามารถในการรับความเสี่ยง เป็นต้น ความหลากหลายดังกล่าวนี้ทำให้พฤติกรรมผู้ลงทุนมีความแตกต่างกัน จากการศึกษาวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องพบว่ามีความนิยมใช้ในการจำแนกผู้ลงทุนตามพฤติกรรมลงทุน 2 ตัวแบบคือ ตัวแบบ 5-Way Model (BailardBiehl and Kaiser, 1986) และตัวแบบ 2-Way Model (Barnewall, 1987)

4.1 ตัวแบบ 5-Way Model ของ BailardBiehl และ Kaiser จำแนกผู้ลงทุนตามพฤติกรรมการลงทุนออกเป็น 5 กลุ่ม ดังนี้

4.1.1 นักผจญภัย (Adventurer) เป็นกลุ่มผู้ลงทุนที่มีความเชื่อมั่นในตัวเองสูง เป็นผู้ที่มีความสุขในการตัดสินใจ ใช้ชีวิตอยู่กับความไม่แน่นอน และเมื่อต้องตัดสินใจก็มักจะ

ตัดสินใจในทันที โดยอาจไม่มีการไตร่ตรองให้รอบคอบมักเป็นผู้ที่ต้องการลงทุนแบบมุ่งหวังผลตอบแทน

จุดอ่อนของผู้ลงทุนในกลุ่มนี้คือ มีความมั่นใจในตนเองมากเกินไปและไม่ฟังความคิดเห็นของผู้เชี่ยวชาญ ซึ่งหากใช้อารมณ์ความรู้สึกมากกว่าเหตุผลในการลงทุน อาจทำให้เกิดความผิดพลาดได้ง่าย

4.1.2 ผู้ที่เป็นตัวของตัวเอง (Individualist) เป็นกลุ่มผู้ลงทุนที่มีความเชื่อมั่นในตัวเองสูง เป็นผู้ที่มีความสุขในการตัดสินใจเองเช่นเดียวกันกับผู้ลงทุนในกลุ่มนักพญูภัย แต่มีข้อแตกต่างคือจะตัดสินใจอย่างรอบคอบและระมัดระวัง หลังจากมีดุลพินิจอย่างถี่ถ้วนแล้ว เป็นผู้ลงทุนแบบมุ่งหวังผล และมักลงทุนด้วยตนเอง หรือหากตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวม จะมอบหมายให้ผู้จัดการกองทุนเป็นผู้ดำเนินการโดยไม่เข้าแทรกแซง

4.1.3 ดาราผู้มีชื่อเสียง (Celebrity) เป็นกลุ่มผู้ลงทุนที่มักจะมีความวิตกกังวลในขณะเดียวกันเป็นผู้ลงทุนประเภทตามกระแส มีการติดตามข่าวสารอย่างต่อเนื่อง และมักตัดสินใจเร็วโดยขาดความระมัดระวัง ผู้ลงทุนในกลุ่มนี้ส่วนใหญ่จะลงทุนในหลักทรัพย์โดยตรงมากกว่าการลงทุนในกองทุนรวม จุดอ่อนของผู้ลงทุนในกลุ่มนี้คือการมีพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding Behavior) ซึ่งรวมถึงการเข้าซื้อหลักทรัพย์ภายหลังราคาปรับได้ปรับตัวขึ้นสูงมากแล้วโดยขาดการไตร่ตรอง

4.1.4 ผู้พิทักษ์ (Guardian) เป็นกลุ่มผู้ลงทุนที่มีความระมัดระวังและรอบคอบแต่ยังมีความวิตกกังวลค่อนข้างมาก เป็นผู้ที่ทราบข้อจำกัดของตนเองพอใจที่จะลงทุนแบบรอรับผล และกลัวการตัดสินใจ ผู้ลงทุนในกลุ่มนี้ส่วนใหญ่จะลงทุนในกองทุนรวม เพื่อให้ผู้จัดการกองทุนช่วยตัดสินใจในการจัดการลงทุนจุดอ่อนของผู้ลงทุนในกลุ่มนี้คือไม่มีความมั่นใจในตนเองและกลัวความผิดพลาดมากจนไม่กล้าตัดสินใจ

4.1.5 ผู้ที่อยู่คาบเส้น (Straight Arrow) เป็นกลุ่มผู้ลงทุนที่ไม่ตกอยู่ในประเภทใด มีพฤติกรรมแบบผสมผสานระหว่างกลุ่มผู้ลงทุน 4 ประเภทข้างต้นโดยไม่ชัดเจนไปในทางใดทางหนึ่ง กล่าวคือมีลักษณะนิสัยอยู่ตรงกลางระหว่างความเชื่อมั่นในตนเองสูงกับความวิตกกังวลไม่กล้าตัดสินใจ และอยู่ตรงกลางระหว่างความละเอียดรอบคอบกับความหุนหันพลันแล่น เป็นผู้ลงทุนที่กล้ารับความเสี่ยงเพิ่มขึ้นหากคาดว่าจะได้รับผลตอบแทนสูงขึ้น

4.2 ตัวแบบ 2-Way Model ของ Barnewall จำแนกผู้ลงทุนตามพฤติกรรมการลงทุนออกเป็น 2 กลุ่มดังนี้

4.2.1 ผู้ลงทุนเชิงรับ (Passive Investor) เป็นกลุ่มผู้ลงทุนที่มีทัศนคติในการลงทุนที่แบบอนุรักษ์นิยม ชอบความมั่นคงและหลีกเลี่ยงความเสี่ยงมักจะลงทุนในหลักทรัพย์และ

ทรัพย์สินที่มีความมั่นคง ในลักษณะกระจายการลงทุนเพื่อลดความเสี่ยงมักให้ผู้เชี่ยวชาญบริหาร ทรัพย์สินของตนนอกจากนี้หากมีเงินลงทุนน้อยลง ผู้ลงทุนในกลุ่มนี้จะมีแนวโน้มพฤติกรรมแบบ อนุรักษ์นิยมมากขึ้น ตัวอย่างของผู้ลงทุนในกลุ่มนี้คือ ผู้ที่มีฐานะมั่งคั่งจากมรดก ผู้บริหารระดับสูง ผู้ที่อยู่ในสายอาชีพที่มีความเสี่ยงต่ำ (เช่น ข้าราชการ แพทย์ และนักบัญชี) และผู้ลงทุนที่อยู่ในวัย กลางคนจนถึงวัยสูงอายุ

4.2.2 ผู้ลงทุนเชิงรุก (Active Investor) เป็นกลุ่มผู้ลงทุนที่มีทัศนคติในการลงทุน เชิงรุก มีความกล้าเสี่ยงเพื่อผลตอบแทนที่สูงขึ้นมากกว่าการยึดมั่นในแนวทางอนุรักษ์นิยมที่เน้น ความมั่นคงเป็นหลัก มีพฤติกรรมการลงทุนแบบกระจุยตัวในหลักทรัพย์บางบริษัทหรือบางกลุ่ม อุตสาหกรรม มีความเชื่อมั่นในตัวเองสูงจึงมักลงทุนด้วยตัวเอง มากกว่าให้ผู้เชี่ยวชาญบริหาร ทรัพย์สินของตนตัวอย่างของผู้ลงทุนในกลุ่มนี้คือ ผู้ที่มีฐานะมั่งคั่งจากการสร้างฐานะด้วยตนเอง ผู้ที่อยู่ในสายอาชีพที่มีความเสี่ยงสูง (เช่น ศิลปิน ดารา นักบิน นักกีฬา นักแข่งรถ ศัลยกรรมแพทย์) และผู้ที่อยู่ในวัยเริ่มต้นของการทำงาน

จากการศึกษาพฤติกรรมผู้ลงทุนทั้งสองตัวแบบ จะเห็นได้ว่าผู้ลงทุนมี พฤติกรรมที่หลากหลายในการลงทุนขึ้นกับคุณสมบัติและทัศนคติส่วนตัวของผู้ลงทุน พฤติกรรมที่ แสดงถึงความเชื่อมั่น (ในกลุ่ม Adventurer Individualist และ Active Investor) และความวิตกกังวล ของผู้ลงทุน (ในกลุ่ม Celebrity Guardian และ Passive Investor) เป็นประเด็นที่น่าสนใจ เนื่องจาก ความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน ไม่เพียงจะเกิดจากลักษณะนิสัยและประสบการณ์ในการลงทุน แต่มีความ เป็นไปได้ที่จะเกิดจากการที่ผู้ลงทุนมีข้อมูลข่าวสารที่ทำให้เชื่อได้ว่าการตัดสินใจลงทุนทุกครั้งเป็น การตัดสินใจที่ถูกต้อง การขาดข้อมูลดังกล่าวอาจทำให้ผู้ลงทุนขาดความเชื่อมั่นจนเป็นสาเหตุของ ความวิตกกังวล การวิเคราะห์ข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์จึงเป็นเครื่องมือที่สำคัญในการ สร้างแนวทางการตัดสินใจลงทุนอย่างมีหลักการและเป็นการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน ไม่ว่าจะ เป็นการใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานหรือ การใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิคที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัย ในครั้งนี้

5. แนวคิดด้านพฤติกรรมการตัดสินใจของผู้ลงทุน

พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนมีความเกี่ยวข้องกับกระบวนการตัดสินใจ ที่ต้องอาศัยข้อมูลรอบด้าน เพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ลงทุน และเพื่อลดความผิดพลาดในการ ตัดสินใจ โดยผู้ลงทุนสามารถใช้ข้อมูลในหลายรูปแบบเช่น ข้อมูลปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทหรืออุตสาหกรรม ข้อมูลราคาหลักทรัพย์และสถานะตลาดหลักทรัพย์

และข้อมูลเกี่ยวกับสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ เพื่อทางเลือกการลงทุน แหล่งที่มาของข้อมูลดังกล่าว อาจได้มาจาก ข้อมูลที่เปิดเผยตามสื่อ บทวิเคราะห์ คำแนะนำจากที่ปรึกษาการลงทุน เจ้าหน้าที่การตลาด เพื่อนฝูง และคนใกล้ชิดในครอบครัว

สำหรับการวิจัยในประเทศสหรัฐอเมริกา (Stanton and Futrell, 1987) พบว่าปัจจัยพื้นฐานของผู้ลงทุน เช่น อายุ การศึกษา อาชีพ รายได้ และประสบการณ์ลงทุน มีอิทธิพลต่อกระบวนการตัดสินใจลงทุน โดยใช้ข้อมูลส่วนใหญ่จากที่ปรึกษาการลงทุนและเจ้าหน้าที่การตลาด เนื่องจากเห็นว่าเป็นผู้มีความรู้และความเชี่ยวชาญ ผู้ลงทุนส่วนใหญ่มีความต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนในระยะยาวมากกว่าผลตอบแทนในระยะสั้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยโดย Lease Lewellen และ Schlabaum (1978) งานวิจัยโดย Baker และ Haslem (1973) แสดงให้เห็นว่าผู้ลงทุนส่วนใหญ่ใช้ข้อมูลจากที่ปรึกษาการลงทุนและบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์เป็นหลัก สำหรับปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน งานวิจัยโดย Baker และ Haslem (1974) สรุปว่าผู้ลงทุนให้ความสำคัญกับ เงินปันผล อนาคตของกิจการ และความเข้มแข็งทางการเงินของกิจการ มากที่สุด

เมื่อเปรียบเทียบปัจจัยที่ผู้ลงทุนรายย่อยในประเทศสหรัฐอเมริกาและในประเทศไทยใช้ในการตัดสินใจลงทุน งานวิจัยโดย Suvitsakdanont (2000) สรุปว่าปัจจัยที่ผู้ลงทุนในประเทศไทยใช้ในการตัดสินใจเรียงตามลำดับคือ การเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการในระยะยาว คุณภาพในการบริหาร การเติบโตของอุตสาหกรรม ชื่อเสียงของกิจการ และสถานะตลาด ในขณะที่ผู้ลงทุนไทยให้ความสำคัญกับปัจจัยต่างๆตามลำดับคือ สถานะตลาด ความมั่นคงทางการเงิน การเมือง ความคาดหวังต่อสภาพเศรษฐกิจ ราคาหลักทรัพย์ และคุณภาพในการบริหาร ในปี 2545 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้จัดทำโครงการสัมภาษณ์ผู้ลงทุน และได้ผลการสำรวจที่น่าสนใจคือประมาณ 1 ใน 3 ของจำนวนผู้ถูกสัมภาษณ์ มีระยะเวลาถือครองหลักทรัพย์ต่ำกว่า 3 เดือน และ 2 ใน 3 ของจำนวนผู้ถูกสัมภาษณ์สามารถรับความเสี่ยงในระดับปานกลางถึงค่อนข้างมาก

งานวิจัยโดย ชนธณาศิวโมกษธรรม และ สรร พัวจันทร์ (2549) สรุปว่าผู้ลงทุนส่วนใหญ่เชื่อว่าตนเองมีความสามารถในการคาดการณ์การปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์ในอนาคตได้ อย่างไรก็ตามผลการลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อยส่วนใหญ่ไม่เป็นไปตามที่คาดหวัง และยังมีพฤติกรรมการถือครองหลักทรัพย์ที่ขาดทุนต่อไปเรื่อยๆ ในทางตรงกันข้ามจะทยอยขายหลักทรัพย์ที่ได้กำไรเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงในการปรับลงของราคาในอนาคต ผลการวิจัยยังระบุต่อไปว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนต่างชาติมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนรายย่อย เนื่องจากมีความเชื่อว่าผู้ลงทุนในกลุ่มนี้มีข้อมูลและกระบวนการตัดสินใจลงทุนที่ดีกว่า

จะเห็นได้ว่าพฤติกรรมการตัดสินใจของผู้ลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาและผู้ลงทุนไทย มีความแตกต่างกันโดย ผู้ลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกานำการลงทุนในระยะยาวและมีการคำนึงถึงปัจจัยพื้นฐานของบริษัท มากกว่าผู้ลงทุนไทยที่ให้ความสำคัญกับสถานะตลาดเป็นอันดับแรก และมีการถือครองหลักทรัพย์เป็นระยะเวลาก่อนข้างสั้น พฤติกรรมของผู้ลงทุนไทยสะท้อนถึงความไม่แน่นอนหรือความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีเสถียรภาพด้านราคาต่ำกว่าประเทศสหรัฐอเมริกา การซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนไทยจึงมีลักษณะของการเก็งกำไรตามแนวโน้มการเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์

6. แนวคิดการทดสอบประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาด

จากที่ได้อธิบายไปแล้วในเบื้องต้น ในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์ไม่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำผู้ลงทุนจะสามารถทำนายการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้จากการใช้ข้อมูลราคาและมูลค่าการซื้อขายในอดีต ในทางตรงข้ามหากตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ ราคาหลักทรัพย์ควรจะเคลื่อนไหวแบบสุ่ม เพราะข้อมูลในอดีตที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ได้ถูกสะท้อนในราคาของหลักทรัพย์แล้ว ราคาของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงตามข้อมูลข่าวสารใหม่ที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของหลักทรัพย์ หากข้อมูลเหล่านี้เกิดขึ้นแบบสุ่ม ราคาของหลักทรัพย์ก็จะมีการเคลื่อนไหวแบบสุ่มเช่นเดียวกัน แนวคิดดังกล่าวสอดคล้องกับการทดสอบสมมติฐานราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวแบบสุ่ม (Random Walk Hypothesis) ซึ่งหมายความว่าราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงแบบสุ่ม ไม่อาจคาดเดาได้ว่าจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด ส่งผลให้ไม่สามารถคาดการณ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้เช่นเดียวกัน Jensen (1978) ได้ให้ความเห็นว่าในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นผู้ลงทุนไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้ภายหลังหักค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหลักทรัพย์ และค่าใช้จ่ายในการได้มาซึ่งข้อมูล ซึ่งหมายความว่าผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนของตลาดที่ผู้ลงทุนได้รับจะไม่สามารถครอบคลุมค่าใช้จ่ายข้างต้นได้ การทดสอบประสิทธิภาพตลาดที่สามารถทำได้โดยการทดสอบสมมติฐานราคาหลักทรัพย์ว่ามีการเคลื่อนไหวแบบสุ่มหรือไม่ ซึ่งแนวทางการทดสอบมี 2 แนวทางคือ ได้แก่ การทดสอบทางตรง และการทดสอบทางอ้อม

การทดสอบทางตรงเป็นวิธีทดสอบทางสถิติเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์หรืออัตราผลตอบแทนที่ต่อเนื่องกันจากข้อมูลอนุกรมเวลาของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่สนใจ ตัวอย่างของวิธีทดสอบทางตรงได้แก่

6.1 Variance Ratio Test เป็นวิธีการทดสอบสมมติฐาน Random Walk ของข้อมูลอนุกรมเวลาของราคาหลักทรัพย์ เป็นการทดสอบความไม่สัมพันธ์กันของการเปลี่ยนแปลงราคา

หลักทรัพย์ โดยมีแนวคิดที่ว่าค่าความแปรปรวนของการเปลี่ยนแปลงในราคาสินทรัพย์ เป็นสัดส่วนที่มีความสัมพันธ์เชิงเส้น ซึ่งขึ้นอยู่กับความต่างของช่วงเวลา โดยค่าความแปรปรวนของความแตกต่างลำดับที่ q (q -differences) จะเท่ากับ q เท่า ของค่าความแปรปรวนของความแตกต่างลำดับที่หนึ่ง (first differences) (Lo and MacKinlay, 1988; Lo and MacKinlay, 1989; Liu and He, 1991) การทดสอบด้วยวิธีนี้อาจมีความคลาดเคลื่อนหากการกระจายของข้อมูลอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่ได้เป็นการกระจายแบบปกติ ในหลายกรณีจะทำให้สรุปผลการทดสอบผิดพลาดว่าตลาดมีการเคลื่อนไหวแบบสุ่ม (Chang and Ting, 2000; Charles and Darne, 2009; Hoque et.al., 2007) ทำให้นักวิจัยพัฒนาวิธีการทดสอบแบบ Multiple Variance Ratio Test ขึ้นมาเพื่อแก้ปัญหานี้ (Chow and Denning, 1993)

6.2 Runs Test คือการทดสอบว่าความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนที่คำนวณจากราคาหลักทรัพย์ในอดีตมีลักษณะเป็นแนวโน้มหรือไม่ Runs Test เป็นวิธีทดสอบแบบ Nonparametric ที่ไม่มีข้อจำกัดในกรณีที่การกระจายของข้อมูลอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่ได้เป็นการกระจายแบบปกติ การทดสอบเริ่มจากการแบ่งข้อมูลราคาหลักทรัพย์ออกเป็นสองส่วนคือกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าและต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนระยะยาว หลังจากนั้นทำการนับและทดสอบจำนวนช่วงของราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นว่าสอดคล้องกับสมมติฐานที่ราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงแบบสุ่มหรือไม่ (Campbell et.al, 1997; Gujarati, 2003) งานวิจัยในอดีตจำนวนมากได้ใช้วิธีนี้ในการทดสอบประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาดอย่างแพร่หลายในประเทศสหรัฐอเมริกาและหลายประเทศทั่วโลก (Fama, 1965; Sharma and Kennedy, 1977; Cooper, 1982; Chiat and Finn, 1983; Wong and Kwong, 1984; Yalawar, 1988; Ko and Lee, 1991; Butler and Malaikah, 1992) ผลการวิจัยสรุปว่าตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มีประสิทธิภาพระดับต่ำยกเว้น ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง อินเดีย คูเวต และซาอุดีอาระเบีย

6.3 การทดสอบโดยใช้แบบจำลอง Generalized AutoRegressive Conditional Heteroscedasticity (GARCH) ซึ่งเป็นการทดสอบระดับความสัมพันธ์ของค่าความแปรปรวนของข้อมูลราคาหลักทรัพย์ ซึ่งมีรูปแบบเป็นอนุกรมเวลา แบบจำลอง GARCH ได้รับความนิยมในการวัดประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ และเหมาะสมกับข้อมูลที่มีความผันผวนสูง

สำหรับการทดสอบทางอ้อมเป็นทดสอบว่าผู้ลงทุนสามารถทำกำไรเกินปกติได้โดยใช้การวิเคราะห์หลักทรัพย์ทางเทคนิคซึ่งอาจใช้ (1) การวิเคราะห์เชิงแผนภูมิราคา เช่น แผนภูมิเชิงเส้น แผนภูมิแท่งเทียน และแผนภูมิสัญลักษณ์ เป็นต้น และ (2) การใช้ค่าดัชนีต่างๆ เพื่อวิเคราะห์แนวโน้มตลาด เช่น ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ ดัชนีการแกว่งตัว ดัชนีกำลังสัมพันธ์ เป็นต้น

แม้ว่าจะมีงานวิจัยในอดีตจำนวนมากที่นำเสนอผลการทดสอบประสิทธิภาพตลาด โดยเฉพาะทั้งในตลาดในประเทศที่พัฒนาแล้วและตลาดเกิดใหม่ ในหลายกรณีกลับพบว่าผลสรุปที่ได้มีความขัดแย้งกันขึ้นอยู่กับวิธีการทดสอบและช่วงเวลาที่ใช้ข้อมูล ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดสำหรับประเทศไทยนั้น คืองานวิจัยของโดย Karemera et.al. (1999) ที่เก็บข้อมูล SET Index ระหว่าง ค.ศ. 1987-1995 พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมีประสิทธิภาพระดับต่ำหากทดสอบด้วยวิธี Runs Test แต่จะไม่มีประสิทธิภาพหากทดสอบด้วยวิธี Variance Ratio Test ซึ่งหมายความว่า การทดสอบประสิทธิภาพตลาดอาจให้ผลลัพธ์ที่แตกต่างกันตามขึ้นกับวิธีทดสอบ อย่างไรก็ตามข้อสรุปข้างต้นด้วยวิธี Runs Test มีผลขัดแย้งกับการทดสอบประสิทธิภาพตลาดโดย Islam and Watanapalachaikul (2005) ที่ใช้ข้อมูล SET Index ระหว่าง ค.ศ. 1992-2001 และพบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยไม่มีประสิทธิภาพขั้นต่ำ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการทดสอบประสิทธิภาพตลาดด้วยวิธีเดียวกัน แต่หากเลือกตัวอย่างข้อมูลในช่วงระยะเวลาที่ต่างกัน อาจทำให้ผลสรุปแตกต่างกันได้

การทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์ไทยที่น่าสนใจอื่นๆ ได้แก่ งานวิจัยของ Worthington and Higgs (2006) โดยเก็บข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทย ระหว่าง ค.ศ. 1987-2003 พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยไม่มีประสิทธิภาพขั้นต่ำไม่ว่าจะทดสอบด้วยวิธี Runs Test หรือวิธี Variance Ratio Test ก็ตาม ในทางตรงกันข้ามงานวิจัยโดย Jiranyakul (2007) ที่ใช้วิธี Variance Ratio Test และเก็บข้อมูล SET Index ระหว่าง ค.ศ. 1987-2006 พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมีประสิทธิภาพขั้นต่ำ สอดคล้องกับงานวิจัยของ ฐานันต์ อานนท์กิจพานิช และ สุรัช จันทร์จรัส (2552) ได้ใช้แบบจำลอง GARCH เพื่อทดสอบประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาดหลักทรัพย์ไทย ระหว่าง พ.ศ. 2544-2549 จากการวิเคราะห์ดัชนีหลักทรัพย์รายกลุ่มอุตสาหกรรม และ SET Index สรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ และราคาหลักทรัพย์รายกลุ่มอุตสาหกรรมจำนวน 15 จาก 24 กลุ่มมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ

7. ทฤษฎีของดาว

ทฤษฎีของดาว (Dow Theory) สามารถอธิบายตามลำดับเนื้อหา คือ แนวคิด สมมติฐาน และการนำไปใช้ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

7.1 แนวคิด ทฤษฎีของดาวเป็นทฤษฎีพื้นฐานที่สนับสนุนแนวคิดการวิเคราะห์ทางเทคนิค เพื่อทำนายภาวะความต้องการซื้อและความต้องการขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน โดยมีแนวคิดจาก Charles Dow ผู้ก่อตั้งบริษัท Dow-Jones และเป็นบรรณาธิการหนังสือพิมพ์ The Wall Street Journal ซึ่งเป็นหนังสือพิมพ์ที่มีชื่อเสียงด้านการลงทุนในหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา ทฤษฎีดาว

เกิดจากการรวบรวมและเรียบเรียงข้อความจากบรรณาธิการในหนังสือพิมพ์ดังกล่าวในปี ค.ศ. 1882 Charles Dow เป็นผู้บุกเบิกการใช้งานของแผนภูมิเชิงเส้น และมีแนวคิดว่า การคาดการณ์แนวโน้มของราคาหลักทรัพย์ สามารถใช้เป็นสัญญาณแสดงให้ผู้ลงทุนทราบล่วงหน้า ถึงภาวะตลาดที่จะเกิดขึ้นได้ ทฤษฎีของดอว์มีสาระสำคัญดังนี้

7.1.1 ราคาหลักทรัพย์สะท้อนข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับบริษัทในทันทีหลังการเปิดเผยข่าวสารนั้น จะเห็นได้ว่าทฤษฎีของดอว์ในข้อนี้มีความสอดคล้องกับสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ

7.1.2 แนวโน้มตลาดสามารถแบ่งออกเป็น 3 แนวโน้ม แต่ละแนวโน้มอาจมีทิศทางขาขึ้นหรือขาลงก็ได้ แนวโน้มสามารถแบ่งได้ตามระยะเวลาคือ

- 1) **แนวโน้มหลัก** เป็นทิศทางตลาดที่เคลื่อนตัวไปตามแนวโน้มเป็นระยะเวลาดั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป
- 2) **แนวโน้มรอง** เป็นทิศทางตลาดที่เคลื่อนตัวไปตามแนวโน้มในช่วงระยะเวลา 1-3 เดือน
- 3) **แนวโน้มย่อย** เป็นแนวโน้มระยะสั้นที่เคลื่อนตัวอยู่ในช่วง 1-3 สัปดาห์

7.1.3 แนวโน้มของตลาดสามารถแบ่งออกเป็น 3 ระยะ โดยมีรายละเอียดดังนี้

- 1) **ระยะ Accumulation** เป็นระยะที่ผู้ลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจด้านเศรษฐกิจสามารถวิเคราะห์แนวโน้มอุตสาหกรรม เมื่อเห็นราคาหลักทรัพย์ปรับลดลงต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง จะทยอยซื้อหลักทรัพย์ ในขณะที่เดียวกันยังคงมีข่าวร้ายในตลาดทำให้ผู้ลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดเชื่อว่าตลาดยังมีแนวโน้มขาลงและยังคงขายหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่อง
- 2) **ระยะ Participation** เป็นระยะที่ผู้ลงทุนและผู้วิเคราะห์จะมีมุมมองตลาดไปในทางเดียวกัน ตลาดมีปัจจัยพื้นฐานและข่าวดีเข้ารองรับ ตลาดปรับตัวขึ้นด้วยความเชื่อมั่น ปริมาณการซื้อขายเพิ่มขึ้นหนาแน่นและต่อเนื่อง
- 3) **ระยะ Distribution** เป็นระยะสุดท้ายของแนวโน้มหลัก ข่าวดีปรากฏออกสู่สาธารณะ ตลาดปรับตัวขึ้นแต่ปริมาณการซื้อขายชะลอตัว ผู้ลงทุนบางส่วนเริ่มออกจากตลาด และตลาดมีแนวโน้มที่จะเปลี่ยนทิศทาง

7.1.4 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ต้องยืนยันซึ่งกันและกัน ในช่วงแนวโน้มตลาดขาขึ้น ดัชนีอุตสาหกรรมต่างๆ ในตลาดควรปรับตัวขึ้นไปในทิศทางเดียวกัน หากมีความขัดแย้งเกิดขึ้นจะเป็นสัญญาณว่าตลาดใกล้เปลี่ยนแนวโน้ม

7.1.5 ปริมาณการซื้อขายต้องยืนยันทิศทางตลาดขาขึ้น ในขณะที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มปรับตัวขึ้น หากผู้ลงทุนมีมุมมองไปในทิศทางเดียวกันเนื่องจาก ตลาดมี

ปัจจัยพื้นฐานและข่าวดีรองรับ การปรับตัวขึ้นของดัชนีตลาดจะยืนยันด้วยปริมาณการซื้อขายที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่องหากดัชนีตลาดปรับตัวขึ้นแต่ปริมาณการซื้อขายไม่เพิ่มสูงขึ้น จะมีความน่าจะเป็นสูงมากที่ดัชนีตลาดจะปรับตัวลง

7.1.6 ดัชนีตลาดจะเคลื่อนตัวไปตามแนวโน้มจนกว่าจะเปลี่ยนทิศทาง แนวโน้มของตลาดมีทิศทางสอดคล้องกับมุมมองและพฤติกรรมของผู้ลงทุนส่วนใหญ่ในตลาด แนวโน้มดังกล่าวจะรักษาทิศทางเดิมได้ต่อไปจนกว่าจะมีปัจจัยภายนอกเข้ามากระทบมุมมองและพฤติกรรมของผู้ลงทุนจนทำให้แนวโน้มของดัชนีตลาดเปลี่ยนแปลงไป

7.2 สมมติฐาน สมมติฐานที่สำคัญของทฤษฎีดาวคือ แนวโน้มหลักของราคาหลักทรัพย์หรือดัชนีตลาดเป็นอิสระต่อความพยายามแทรกแซงโดยผู้ลงทุนทุกประเภท แม้ว่าในระยะเวลาสั้น การซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนที่มีเงินลงทุนจำนวนมากอาจมีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวราคาหลักทรัพย์ภายในวันทำการได้ แต่เมื่อพิจารณาแนวโน้มหลักในระยะยาวแล้วถือว่าไม่มีผู้ใดมีความสามารถเปลี่ยนแปลงแนวโน้มตลาดได้

7.3 การนำไปใช้ ทฤษฎีดาวสามารถนำไปใช้เพื่อวิเคราะห์ตลาดรวมถึงราคาหลักทรัพย์โดยใช้จำแนกสถานะตลาดทั้งขาขึ้นและขาลงดังนี้

7.3.1 ในสถานะตลาดขาขึ้น (1) ราคาหลักทรัพย์ต่ำสุดที่เป็นราคาปิดใหม่จะมีระดับราคาสูงกว่าราคาหลักทรัพย์ต่ำสุดที่เป็นราคาปิดใหม่ครั้งก่อนหน้านี้ (2) ราคาหลักทรัพย์สูงสุดที่เป็นราคาปิดใหม่จะมีระดับราคาสูงกว่าราคาหลักทรัพย์สูงสุดที่เป็นราคาปิดใหม่ครั้งก่อนหน้านี้ (3) ระยะเวลาที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นจะยาวกว่าระยะเวลาที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลง

7.3.2 ในสถานะตลาดขาลง (1) ราคาหลักทรัพย์ต่ำสุดที่เป็นราคาปิดใหม่จะมีระดับราคาต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์ต่ำสุดที่เป็นราคาปิดใหม่ครั้งก่อนหน้านี้ (2) ราคาหลักทรัพย์สูงสุดที่เป็นราคาปิดใหม่จะมีระดับราคาต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์สูงสุดที่เป็นราคาปิดใหม่ครั้งก่อนหน้านี้ (3) ระยะเวลาที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลงจะยาวกว่าระยะเวลาที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น

ในภาพรวมนั้น ทฤษฎีของดาวสามารถใช้ทำนายการเคลื่อนไหวของแนวโน้มราคาหลักทรัพย์ จากพื้นฐานแนวคิดที่ว่า ราคาของหลักทรัพย์จะมีการเคลื่อนที่ด้วยกำลังเคลื่อน (Momentum) กล่าวคือเมื่อราคาหลักทรัพย์กำลังเคลื่อนที่ไปในทิศทางใดทิศทางหนึ่งอย่างชัดเจน กำลังเคลื่อนของราคาหลักทรัพย์นั้นมีแนวโน้มที่จะผลักดันให้ราคาหลักทรัพย์เคลื่อนไหวไปในทิศทางเดิมอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตามกำลังเคลื่อนของราคาหลักทรัพย์ไม่สามารถคงอยู่ตลอดไป หากแนวโน้มราคาหลักทรัพย์ที่กำลังเคลื่อนที่ไปในทิศทางที่สูงขึ้นกำลังมีแนวโน้มชะลอตัวลง การวิเคราะห์ทางเทคนิคมีความหมายว่าราคาหลักทรัพย์กำลังเคลื่อนเข้าสู่แนวต้าน (Resistance) ในการขึ้นของราคาหลักทรัพย์ ในทางตรงกันข้าม หากแนวโน้มราคาหลักทรัพย์ที่กำลังเคลื่อนที่ไปใน

ทิศทางลดลงและมีแนวโน้มชะลอตัวลง การวิเคราะห์ทางเทคนิคมีความหมายว่าราคาหลักทรัพย์กำลังเคลื่อนเข้าสู่แนวรับ (Support) ในการลดลงของราคาหลักทรัพย์

8. แนวคิดด้านการวิเคราะห์ทางเทคนิค

เป็นที่ทราบกันดีว่าการคาดการณ์ทิศทางของการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์หรือระดับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เพื่อการตัดสินใจซื้อหรือขาย เป็นสิ่งที่ทำได้ยากและท้าทายผู้ลงทุนทุกกลุ่ม เนื่องจากความสลับซับซ้อนของปัจจัยที่ส่งผลทางตรงและทางอ้อมต่อราคาหลักทรัพย์ภายใต้ภาวะเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลง (Lee and Jo, 1999) การจับจังหวะลงทุนดังกล่าวในภาพรวมสามารถกระทำได้โดยอาศัยการวิเคราะห์ทางเทคนิค ทั้งนี้การวิเคราะห์ทางเทคนิคเป็นการศึกษาพฤติกรรมของราคาหลักทรัพย์ หรือพฤติกรรมของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในอดีตโดยใช้หลักสถิติ เพื่อนำมาใช้ในการคาดการณ์พฤติกรรมของการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในอนาคต และช่วยให้ผู้ลงทุนหาจังหวะการลงทุนที่เหมาะสม โดยข้อมูลหลักที่ใช้ในการวิเคราะห์ทางเทคนิค ได้แก่ ระดับราคา และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์

ประวัติการใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิคเริ่มต้นในช่วง คริสต์ศตวรรษที่ 17 มีหลักฐานการใช้แผนภาพแท่งเทียนในการทำนายราคาข้าว ในประเทศญี่ปุ่น การวิเคราะห์ทางเทคนิคเริ่มเป็นที่รู้จักกันมากขึ้นภายหลังการเผยแพร่ทฤษฎีของดาวที่รวบรวมโดย William Peter Hamilton ในช่วง คริสต์ศตวรรษที่ 18 ซึ่งทฤษฎีนี้มีแนวคิดว่าการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์มีลักษณะเป็นแนวโน้มที่สามารถทำนายได้ (Murphy, 1986)

ในทางตรงกันข้าม ความพยายามในการจับจังหวะลงทุนถือว่าเป็นสิ่งที่ไม่มีประโยชน์ ในมุมมองของนักวิชาการภายใต้สมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ ที่มีแนวคิดว่ารราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาใดๆ ได้สะท้อนถึงข้อมูลทุกด้านที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นั้นๆ ไปเป็นที่เรียบร้อยแล้ว (Samuelson, 1965; Fama, 1970) งานวิจัยในอดีตโดย Fama and Blume (1966) แสดงให้เห็นว่าการจับจังหวะลงทุนโดยใช้ข้อมูลหลักทรัพย์ 30 บริษัท ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี Dow Jones ในช่วง ค.ศ.1956-1962 ไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้ ผลการวิจัยโดย Jensen and Bennington (1970) โดยใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิคให้ผลสอดคล้องกับงานวิจัยของ Fama and Blume ซึ่งในท้ายที่สุด Fama (1970) จึงได้นำเสนอสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพขึ้น โดยสรุปว่าการใช้ข้อมูลราคาและข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ในอดีตไม่สามารถสร้างกำไรเกินปกติได้

อย่างไรก็ตามผู้ลงทุนในตลาดการเงินจำนวนมากมีความพยายามในการจับจังหวะลงทุนอย่างต่อเนื่อง (Fock et. al., 2005) ผู้ลงทุนกลุ่มนี้รวมถึงนายหน้าค้าหลักทรัพย์ ผู้จัดการ

กองทุน ผู้ลงทุน และนักเก็งกำไร โดยเฉพาะการใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิคเป็นเครื่องมือเพื่อสร้างผลตอบแทนเกินปกติ ผู้ลงทุนในกลุ่มนี้มีความเห็นที่แตกต่างจาก Fama ว่าผลตอบแทนจากการใช้วิธีดังกล่าวจะสูงกว่าการถือครองหลักทรัพย์ระยะยาวโดยไม่มีการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาเดียวกันผลการวิจัยของ Lo and MacKinlay (1988) ใช้วิธี Variance Ratio Specification Test แสดงให้เห็นว่าแนวโน้มของตลาดหลักทรัพย์สามารถทำนายได้โดยใช้ตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยที่สนับสนุนสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (Fama and Schwert, 1977; Campbell, 1987)

8.1 การวิเคราะห์ทางเทคนิคตามประเภทของตลาด การวิเคราะห์ทางเทคนิคได้รับความนิยมอย่างมากในปัจจุบันเนื่องจากพัฒนาการของระบบคอมพิวเตอร์ที่ใช้ในการคำนวณ (Covel, 2005 และ Kirkpatrick and Dahlquist, 2006) งานวิจัยจำนวนมากได้นำเสนอผลการวิเคราะห์ทางเทคนิคแยกตามประเภทของหลักทรัพย์เช่น ตลาดล่วงหน้า (Brorsen and Irwin, 1987; Farrell and Olszewski, 1993; Raj and Thurston, 1996; Sullivan et. al., 2003) และตลาดแลกเปลี่ยนเงินตรา (Schulmeister, 1988; Taylor, 1992; Neely, 1997; Sapp, 2004)

8.2 การวิเคราะห์ทางเทคนิคในประเทศต่างๆ การวิเคราะห์ทางเทคนิคได้รับความนิยมในหลายประเทศทั่วโลก วรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ทางเทคนิคส่วนใหญ่จะเป็นการวิเคราะห์หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วเป็นส่วนใหญ่โดยเฉพาะประเทศสหรัฐอเมริกา (Cootner, 1962; Brush, 1986; Sullivan et.al., 1999; Sullivan et.al., 2003) และประเทศในสหภาพยุโรป (Dryden, 1971a; Dryden, 1971b; Goodacre et.al, 1999; Dawson and Steeley, 2003) เนื่องจากเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีประวัติศาสตร์อันยาวนาน ทำให้มีวิวัฒนาการด้านการวิเคราะห์อย่างต่อเนื่อง สำหรับประเทศในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ยังมีงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ทางเทคนิคจำนวนจำกัด (Bessembinder and Chan, 1995; Coutts and Cheung, 2000; Wong et.al., 2003)

จากอดีตจนถึงปัจจุบัน การใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิคได้รับความนิยมมากขึ้นตามลำดับจากการสำรวจของ Frankel and Froot (1990) พบว่าใน ค.ศ.1978 นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตรา ประเทศสหรัฐอเมริกาจำนวน 19 บริษัทใช้การวิเคราะห์ด้านปัจจัยพื้นฐาน มีเพียง 3 บริษัทใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิค ต่อมาการสำรวจใน ค.ศ. 1988 พบว่า 7 บริษัทใช้การวิเคราะห์ด้านปัจจัยพื้นฐาน ในขณะที่บริษัทที่ใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิคมีถึง 18 บริษัท ผลการสำรวจในประเทศอังกฤษโดย Taylor and Allen (1992) พบว่า ร้อยละ 90 ของนายหน้าในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตรามีการใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิค โดยร้อยละ 64 ใช้วิธีค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่เป็นหลัก เช่นเดียวกับประเทศเยอรมัน ผลการสำรวจโดย Menkhoff (1997) พบว่า ร้อยละ 87 ของนายหน้าในตลาดแลกเปลี่ยน

เงินตรา มีการใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิค โดยให้น้ำหนักต่อการตัดสินใจในช่วงร้อยละ 34 ถึงร้อยละ 40 ในกรอบเวลาลงทุนระยะสั้นถึงระยะกลาง เริ่มตั้งแต่การซื้อขายระหว่างวัน (Intraday Trading) จนถึง 6 เดือน ผลการสำรวจข้างต้นมีความสอดคล้องกันกับตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราในฮ่องกง โตเกียว และสิงคโปร์ (Lui and Mole, 1998; Cheung and Wong, 2000) ที่มีการใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิคช่วยในการตัดสินใจอย่างแพร่หลาย

9. แนวคิดการใช้เส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่

การใช้เส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่เพื่อการจับจังหวะลงทุนในหลักทรัพย์เป็นวิธีที่ได้รับความนิยมอย่างแพร่หลายตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบันเนื่องจากเป็นวิธีที่เข้าใจง่าย ทั้งด้านแนวคิดและการนำไปใช้งานจริงโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดจากการลงทุน การประเมินความสำเร็จของการจับจังหวะลงทุนด้วยวิธีนี้ ทำได้โดยการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนระหว่างการใช้เส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่กับอัตราผลตอบแทนตามดัชนีตลาดหลักทรัพย์

จะเห็นได้ว่างานวิจัยในอดีตมักจะเกี่ยวข้องกับการตอบคำถามว่า การจับจังหวะลงทุนด้วยการใช้เส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่จะได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนตามดัชนีตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ อีกนัยหนึ่งคือการตอบคำถามว่า ผู้ลงทุนที่ใช้การจับจังหวะลงทุนด้วยวิธีนี้จะได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าผู้ลงทุนที่ซื้อและถือครองหลักทรัพย์ตามดัชนีตลาดได้หรือไม่ งานวิจัยจำนวนมากแสดงให้เห็นว่าการจับจังหวะลงทุนโดยใช้ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่สร้างผลตอบแทนที่สูงกว่ากรณีซื้อและถือครอง ผลงานวิจัยเหล่านี้ยืนยันว่าการใช้ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่เพื่อจับจังหวะลงทุนในภาพรวมสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ (Taylor, 2000; Brock et.al, 1992; Mills, 1997; Sullivan et.al., 1999; Coutts and Cheung, 2000; Kwon and Kish, 2002; Neftci, 1991; Wong, 1995 และ Wong et.al. 2003) อย่างไรก็ตามเนื่องจากยังไม่ได้มีการหักค่าธรรมเนียมการซื้อขายจากผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับ จึงทำให้งานวิจัยขาดความน่าเชื่อถือในระดับหนึ่ง อีกทั้งในทางตรงกันข้ามงานวิจัยบางส่วนแสดงผลที่ขัดแย้งว่าการจับจังหวะลงทุนโดยใช้ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่สร้างผลตอบแทนที่ต่ำกว่ากรณีซื้อและถือครอง (James, 1968)

เนื่องจากการจับจังหวะลงทุนทำให้ผู้ลงทุนมีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น คือค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งจะเพิ่มขึ้นตามความถี่ในการซื้อขาย และในระยะยาวจะทำให้ผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับมีค่าลดลง เหตุผลดังกล่าวนำมาสู่การตั้งคำถามในประเด็นที่สองว่า ภายหลังจากหักค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหลักทรัพย์แล้ว การจับจังหวะลงทุนด้วยเส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่ากรณีซื้อและถือครองหรือไม่ ผลงานวิจัยส่วนใหญ่สรุปได้ว่า การจับจังหวะลงทุนโดยใช้

ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่สร้างผลตอบแทนที่สูงกว่ากรณีซื้อและถือครองทั้งก่อนและหลังการคิดค่าธรรมเนียมการซื้อขาย (Cootner, 1962; Pruitt and White, 1988; Pruitt et.al., 1992; Bessembinder and Chan, 1995; Bessembinder and Chan, 1998; Hudson et.al, 1996; Ratner and Leal, 1999; Parisi and Vasquez, 2000; Gunasekarage and Power, 2001; Skouras, 2001 และ Day and Wang, 2002) ซึ่งบ่งชี้ว่ามีความเป็นไปได้สูงในทางปฏิบัติที่ผู้ลงทุนที่จับจังหวะลงทุนด้วยวิธีนี้สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ แม้กระนั้นยังมีผลงานวิจัยบางส่วนที่มีข้อสรุปที่ขัดแย้งกันโดย Alexander (1964) สรุปว่าการจับจังหวะลงทุนโดยใช้ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่สร้างผลตอบแทนที่สูงกว่ากรณีซื้อและถือครองก่อนการคิดค่าธรรมเนียมการซื้อขาย แต่จะให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่ากรณีซื้อและถือครองหลังการคิดค่าธรรมเนียมการซื้อขาย นอกจากนี้ Van Horne and Parker (1967) และ Raj (2000) ได้ข้อสรุปตรงกันว่า การจับจังหวะลงทุนโดยใช้ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่สร้างผลตอบแทนที่ต่ำกว่ากรณีซื้อและถือครองทั้งก่อนและหลังการคิดค่าธรรมเนียมการซื้อขาย

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า การสร้างผลตอบแทนเกินปกติจากการจับจังหวะลงทุนโดยใช้ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) ประสบความสำเร็จมากกว่าตลาดหลักทรัพย์ในประเทศที่พัฒนาแล้ว โดย Bessembinder and Chan (1995) ได้ทดสอบการใช้ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ในตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งในทวีปเอเชีย ระหว่าง ค.ศ. 1975-1991 พบว่าวิธีดังกล่าวสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศมาเลเซีย ประเทศไทย และประเทศไต้หวัน งานวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับ Ratner and Leal (1999) ที่ได้ทดสอบการใช้ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ในตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งในทวีปเอเชียและอเมริกาใต้ ระหว่าง ค.ศ. 1982-1995 พบว่าวิธีดังกล่าวสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้สูงมากโดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศเม็กซิโก ประเทศมาเลเซีย ประเทศไทย ประเทศฟิลิปปินส์ และประเทศไต้หวัน ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าตลาดเกิดใหม่มีประสิทธิภาพในระดับที่ต่ำกว่าตลาดในประเทศที่พัฒนาแล้ว ดังนั้นการทดสอบประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาดหลักทรัพย์จึงเป็นสิ่งที่ควรกระทำควบคู่กันกับการวิเคราะห์ทางเทคนิคเพื่อเป็นการยืนยันผลลัพธ์ที่ได้

จากการศึกษาวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับการใช้เส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ในรายละเอียดพบว่า สัญญาที่ใช้ในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์เกิดจากการตัดกันระหว่างเส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 2 เส้น ซึ่งเป็นวิธีที่นิยมใช้กันมากที่สุดในกลุ่มผู้ลงทุนและนักวิจัย (Taylor and Allen, 1992; Lui and Mole, 1998) เนื่องจากความเข้าใจง่ายและความสะดวกในการใช้งาน กล่าวคืออาจใช้การตัดกันระหว่างเส้นราคาหลักทรัพย์กับเส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ของราคาหลักทรัพย์ 1 เส้น (Single Moving Average Crossover) หรือใช้การตัดกันระหว่างเส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 2 เส้น (Dual Moving Average Crossover) คือ เส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ระยะสั้น (n วัน) และเส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ระยะยาว

(m วัน) เกณฑ์ในการตัดสินใจคือ (1) ถ้าเส้นค่าเฉลี่ยระยะสั้นตัดเส้นค่าเฉลี่ยระยะยาวขึ้นไป ให้ถือว่าเป็นสัญญาณซื้อ และ (2) ถ้าเส้นค่าเฉลี่ยระยะสั้นตัดเส้นค่าเฉลี่ยระยะยาวลงมา ให้ถือว่าเป็นสัญญาณขาย เป็นต้น การระบุเส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่นิยมระบุเป็นคู่ๆ (n/m วัน) ตัวอย่างเช่น 1/200 วัน (Cootner, 1962) 1/100 วัน 1/150 วัน และ 1/200 วัน (Van Horne and Parker, 1967) 1/50 วัน 1/150 วัน 1/200 วัน 2/50 วัน 2/150 วัน 2/200 วัน 5/50 วัน และ 5/150 วัน และ 5/200 วัน (Brock et.al., 1992) 1/50 วัน 1/100 วัน และ 1/150 วัน 1/200 วัน 2/50 วัน 2/100 วัน 2/150 วัน 2/200 วัน 5/50 วัน 5/100 วัน 5/150 วัน และ 5/200 วัน (Taylor, 2000) เป็นต้นการเลือกใช้เส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ที่แตกต่างกันอาจทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับมีความหลากหลาย และมีความจำเป็นที่จะต้องทดสอบว่าเส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ใดให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด หรือมีความเสี่ยงต่ำสุด งานวิจัยโดย Sullivan et.al. (1999) ระบุว่า การใช้เส้นค่าเฉลี่ย 1/5 วัน ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุดถึงร้อยละ 17.2 ต่อก่อนหักค่าธรรมเนียมการซื้อขาย ซึ่งสูงกว่าผลอัตราผลตอบแทนตามดัชนีดาวโจนส์ (ร้อยละ 13.6 ต่อปี) ในช่วง ค.ศ. 1897-1996

จากการค้นคว้าวรรณกรรมพบว่า การเลือกใช้กรอบเวลาที่แตกต่างกันของข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในการวิเคราะห์ทำให้อัตราผลตอบแทนจากการจับจังหวะลงทุนที่คำนวณได้มีความแตกต่างกัน และจะส่งผลโดยตรงต่อข้อสรุปที่ว่า การจับจังหวะลงทุนด้วยเกณฑ์การตัดสินใจต่างๆ สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้หรือไม่ ผลการวิจัยโดย Day and Wang (2002) พบว่าการจับจังหวะลงทุนโดยใช้เส้นค่าเฉลี่ย 1/50 วัน และ 1/150 วัน ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ากรณีซื้อและถือครองเมื่อใช้ข้อมูลดัชนีดาวโจนส์ ในช่วง ค.ศ. 1962-1986 แต่จะให้อัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่ากรณีซื้อและถือครองในช่วง ค.ศ. 1987-1996 ผลงานวิจัยนี้สอดคล้องกับ Ready (2002) ที่ระบุว่า การจับจังหวะลงทุนโดยใช้เส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ที่สามารถเอาชนะดัชนีดาวโจนส์ได้ในช่วง ค.ศ. 1963-1986 แต่จะแพ้ดัชนีในช่วง ค.ศ. 1987-2000

10. บทสรุป

สมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพเป็นสมมติฐานที่มีเงื่อนไขหลายประการ และในความเป็นจริงนั้น มีหลายเหตุการณ์ที่ขัดแย้งและไม่เป็นไปตามสมมติฐานดังกล่าว เช่น ความสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร และการส่งสัญญาณจากผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท การได้รับข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน รวมถึงการแปลความหมายที่แตกต่างกันไปตามคุณสมบัติส่วนตัวและทัศนคติของผู้ลงทุน มีส่วนทำให้ราคาตลาดไม่ได้สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ การศึกษาจิตวิทยาการลงทุนตามพฤติกรรมของผู้ลงทุน และพฤติกรรมการตัดสินใจของผู้ลงทุนจึงมีความสำคัญอย่างยิ่งในการ

อธิบายปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นด้วยเหตุผลทางจิตวิทยา แนวคิดการทดสอบประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาดเป็นอีกแนวคิดหนึ่งที่จะพิสูจน์ว่าการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในอดีตสามารถคาดการณ์แนวโน้มราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้หรือไม่ หรืออีกนัยหนึ่งคือการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์มีลักษณะเป็นแนวโน้มหรือไม่ โดยทฤษฎีของดาวเป็นทฤษฎีที่สอดคล้องกับแนวคิดตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ การศึกษาการวิเคราะห์หลักทรัพย์ทางเทคนิค ด้วยวิธีต่างๆ เช่น การใช้เส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่จะเป็นประโยชน์ในการจับจังหวะลงทุน เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนสูงสุดจากการไม่มีประสิทธิภาพระดับต่ำของตลาด จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมา พบว่ามีหลักฐานที่แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ ทำให้การจับจังหวะลงทุนด้วยวิธีดังกล่าวอาจสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้

