



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความสำคัญและปัญหา

บทบาทของตลาดในระบบเศรษฐกิจที่มีการแข่งขันคือ การจัดสรรทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัด เพื่อที่จะทำให้ทรัพยากรดังกล่าวนี้ถูกใช้ในทางที่ก่อให้เกิดผลิตภาพมากที่สุด (most productively) โดยผ่านกลไกราคา ดังนั้นบทบาทของตลาดทุนก็คือ การจัดสรรทรัพยากรทางการเงินไปสู่บริษัทที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งถ้าเป็นดังนี้แล้วเราอาจกล่าวได้ว่าตลาดมีประสิทธิภาพในการจัดสรร (allocatively efficient) แต่สำหรับการศึกษาทางการเงินเมื่อพูดถึงประสิทธิภาพของตลาดแล้วโดยทั่วไปจะหมายถึงประสิทธิภาพในการถ่ายทอดสารสนเทศ (informatively efficient) (Blake, 1990: 243) ซึ่งตลาดที่ราคาได้สะท้อนสารสนเทศที่มีอยู่อย่างเต็มที่อยู่เสมอ (always fully reflect available information) จะเรียกว่าเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Fama, 1970: 383)

แนวคิดสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ (efficient markets hypothesis : EMH) ได้เกิดขึ้นประมาณช่วงปี 1960 จัดว่าเป็นแนวคิดสำคัญทางการเงิน Fama(1970) ได้ให้นิยามตลาดการเงินที่มีประสิทธิภาพไว้ว่าเป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนถึงสารสนเทศที่มีอยู่อย่างเต็มที่ สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพนี้มีนัยว่ากลยุทธ์การซื้อขายที่อยู่บนพื้นฐานของสารสนเทศที่มีอยู่ในขณะนั้นไม่สามารถที่จะก่อให้เกิดผลตอบแทนส่วนเกินได้ หรืออาจกล่าวได้ว่านักลงทุนไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนรายย่อยหรือกองทุน จะไม่สามารถที่จะเอาชนะตลาดได้อย่างสม่ำเสมอ

ในช่วงทศวรรษแรกหลังจากที่แนวคิดสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพเกิดขึ้น แนวคิดดังกล่าวนี้ได้กลายเป็นที่ยอมรับกันอย่างกว้างขวางทั้งในทางทฤษฎีและทางปฏิบัติ ในเชิงวิชาการนั้นได้มีการหาเหตุผลเพื่ออธิบายว่าทำไมจึงควรยอมรับสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งทำให้งานศึกษาเชิงประจักษ์จำนวนมากเกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว งานศึกษาส่วนใหญ่ได้สนับสนุนแนวคิดสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ Jensen (1978) ได้กล่าวไว้ว่า คงไม่มีแนวคิดอื่น ๆ ในทางเศรษฐศาสตร์ที่จะมีงานศึกษาเชิงประจักษ์สนับสนุนมากมายเท่ากับแนวคิดสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ

ตามนิยามของ Fama (1970) ตลาดทุนจะเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ เมื่อสารสนเทศทั้งหมดที่มีอยู่ได้ถูกสะท้อนในราคาหลักทรัพย์อย่างเต็มที่ หรืออาจกล่าวได้ว่าราคาจะสะท้อนถึงสารสนเทศที่มีอยู่อย่างเต็มที่ ประสิทธิภาพในลักษณะดังกล่าวนี้จะครอบคลุมถึงความรวดเร็วและคุณภาพ อันหมายรวมถึงทิศทางและขนาด (direction and magnitude) ของการปรับตัวของราคาต่อสารสนเทศใหม่ที่เข้ามาสู่ตลาด (Keane, 1985: 9)

สมมติฐานที่สำคัญภายใต้การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์อย่างรวดเร็วและถูกต้องต่อสารสนเทศใหม่คือ จะไม่สามารถใช้สารสนเทศเก่าในการแสวงหากำไรส่วนเกินได้ ดังที่ Fama (1970) ได้กล่าวไว้ ซึ่งในการที่จะทดสอบสมมติฐานดังกล่าวผู้วิจัยจำเป็นต้องกำหนดคำนิยามของ “สารสนเทศเก่า” (stale information) และ “การสร้างกำไร” (making money) ในทางการเงินนั้นได้ให้นิยาม “การสร้างกำไร” ว่าเป็นการก่อให้เกิดกำไรส่วนเกินหลังจากที่ได้มีการปรับความเสี่ยงแล้ว การแสดงให้เห็นว่ากลยุทธ์ที่อยู่บนพื้นฐานของการใช้สารสนเทศเก่าในการแสวงหากำไรได้ในช่วงระยะเวลาหนึ่งนั้น ไม่ได้เป็นหลักฐานที่ยืนยันได้ถึงความไม่มีประสิทธิภาพของตลาด (market inefficiency) เนื่องจากการที่จะได้รับกำไรส่วนเกินดังกล่าว นักลงทุนอาจต้องแบกรับภาระความเสี่ยงและกำไรที่ได้รับนี้อาจเป็นเพียงการชดเชยที่เหมาะสมต่อการแบกรับภาระความเสี่ยงนั้น ปัญหาที่สำคัญก็คือการวัดความเสี่ยงของกลยุทธ์การลงทุน โดยเฉพาะเจาะจงเป็นเรื่องที่ยู่ยากและยังคงเป็นที่โต้เถียงกัน เมื่อไรก็ตามที่ผู้วิจัยพบว่ากลยุทธ์การซื้อขายที่อยู่บนพื้นฐานของการใช้สารสนเทศเก่าสามารถก่อให้เกิดกำไรส่วนเกินได้แล้ว ข้อโต้แย้งที่เกิดขึ้นมาก็คือเรื่องของความเสี่ยงที่นำมาพิจารณา ซึ่งเมื่อพิจารณาความเสี่ยงแล้วกำไรส่วนเกินที่ได้รับอาจเพียงพอที่จะชดเชยความเสี่ยงนั้นได้พอดี

ส่วนการให้นิยามของคำว่าสารสนเทศเก่านั้น Fama (1970) ได้กล่าวไว้อย่างชัดเจน โดยที่ได้แบ่งประเภทของสารสนเทศเก่าออกเป็น 3 ประเภท ซึ่งการแบ่งประเภทดังกล่าวนี้ได้ทำให้เกิดการแบ่งระดับของตลาดที่มีประสิทธิภาพออกเป็น 3 รูปแบบด้วยกันอันได้แก่

1.) ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ (weak form efficient market) สารสนเทศเก่าที่เกี่ยวข้องกับตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำนี้ก็คือ ราคาและผลตอบแทนในอดีต ซึ่งประสิทธิภาพในระดับนี้กล่าวว่าเป็นไปไม่ได้ที่จะได้รับกำไรส่วนเกินที่มีการปรับความเสี่ยงแล้วบนพื้นฐานของการใช้ราคาและผลตอบแทนในอดีต เนื่องราคาจะสะท้อนสารสนเทศถึงสารสนเทศนี้แล้ว

2.) ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับค่อนข้างสูง (semi-strong form efficient market) ราคาจะตอบสนองอย่างรวดเร็วต่อสารสนเทศที่เปิดเผยต่อสาธารณชน (public information) ทั้งนี้ที่สารสนเทศดังกล่าวถูกเปิดเผยต่อสาธารณชน ซึ่งประสิทธิภาพในระดับนี้จะครอบคลุมถึง

ประสิทธิภาพในระดับต่ำด้วย เนื่องจากราคาและผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์เป็นเช็ดย่อยของสารสนเทศที่เปิดเผยต่อสาธารณชน

3.) ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับสูง (strong form efficient market) ซึ่งได้กล่าวไว้ว่า การซื้อขายโดยใช้สารสนเทศที่ไม่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชน หรือที่เรียกว่า “ข้อมูลวงใน” (inside information) นั้น ไม่สามารถก่อให้เกิดกำไรส่วนเกินได้ เนื่องจากสารสนเทศดังกล่าวจะมีการรั่วไหลอย่างรวดเร็วและราคาจะสะท้อนถึงสารสนเทศดังกล่าวทันที

ภายใต้ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพนี้ ราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์จะถูกกำหนดจากมูลค่าปัจจุบันของกระแสผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับตลอดระยะเวลาการถือครองหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่า ในทางทฤษฎีแล้วราคาหลักทรัพย์สามารถคำนวณได้จากมูลค่าปัจจุบันของกระแสผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการถือครองหลักทรัพย์นั้น กรณีของหุ้นกระแสผลตอบแทนที่สำคัญก็คือเงินปันผล แบบจำลองส่วนลดของเงินปันผลแบบดั้งเดิม (traditional dividend discount model: DDM) กล่าวว่า ราคาหุ้นจะต้องเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลในอนาคตที่คาดการณ์ไว้ (Farrell, 1985 cited in Niemira and Klein, 1994: 433)

หากเราอมรับว่าตลาดหุ้นเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพแล้ว ราคาของหลักทรัพย์จะสะท้อนทุกอย่างและทันทีทันใดต่อสารสนเทศทั้งหมดที่มีอยู่ และราคาหลักทรัพย์ต้องสะท้อนได้อย่างถูกต้องถึงมูลค่าที่แท้จริงตามปัจจัยพื้นฐาน (intrinsic or fundamental value) ถ้าเชื่อว่าตลาดหุ้นมีประสิทธิภาพแล้ว ก็ควรเชื่อว่า 1.) รายงานการวิเคราะห์หลักทรัพย์ของผู้เชี่ยวชาญการลงทุน ไม่สามารถช่วยให้นักลงทุนสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด และ 2.) การวิเคราะห์ทางเทคนิคเพื่อใช้พยากรณ์แนวโน้มของราคาหลักทรัพย์จะไม่มีประโยชน์แก่นักลงทุน เนื่องจากว่าทั้งรายงานวิเคราะห์ของผู้เชี่ยวชาญการลงทุนและการวิเคราะห์ทางเทคนิคที่ปรากฏตามสื่อต่าง ๆ เป็นสารสนเทศที่หาได้โดยทั่วไป (โสภณ ชันดีอาคม, 2538: 4-6) ซึ่งได้ถูกสะท้อนในราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดแล้ว

นักทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพมักจะบอกเสมอว่า ณ เวลาใดเวลาหนึ่งราคาจะสะท้อนถึงสารสนเทศทั้งหมดที่มีอยู่ ทั้งนี้ภายใต้ข้อสมมติที่ว่าไม่มีต้นทุนใด ๆ ในการซื้อขายและการได้มาซึ่งสารสนเทศ Grossman และ Stiglitz (1980) ได้แย้งว่า เนื่องจากมีต้นทุนด้านสารสนเทศ ดังนั้นราคาจึงไม่สามารถที่จะสะท้อนถึงสารสนเทศที่มีอยู่ได้อย่างสมบูรณ์ ส่งผลให้ตลาดไม่มีประสิทธิภาพตามนัยของทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ

ประเด็นปัญหาในเรื่องความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ยังเป็นปัญหาที่เป็นที่ถกเถียงกันในเชิงวิชาการ แม้ว่าจะมีงานศึกษาเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดอยู่มากมาย แต่งานศึกษาเชิงประจักษ์เหล่านั้นก็ไม่ได้ให้ผลสรุปที่ตรงกันดังเช่น งานศึกษาของ Shiller (1981), LeRoy และ Porter (1981), West (1988) และ Kleidon (1986) ที่ได้ทำการเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์กับการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐาน ผลการศึกษาของ Shiller (1981), LeRoy และ Porter (1981) และ West (1988) พบว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์รวดเร็วเกินไปหรือมีความผันผวนสูงไม่สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งสรุปผลได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ไม่มีประสิทธิภาพ ซึ่งได้ผลตรงข้ามกับ Kleidon (1986) ที่พบว่า ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงนั้นน้อยกว่าความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐาน ปัญหาสำคัญในการทดสอบประสิทธิภาพคือ การทดสอบประสิทธิภาพไม่สามารถที่จะทำได้โดยตรง บางครั้งอาจต้องใช้แบบจำลองด้านดุลยภาพ (model of equilibrium) แบบจำลองการกำหนดราคาสินทรัพย์ (asset-pricing model) เข้ามาช่วย ซึ่งสามารถทดสอบได้เพียงแค่ว่าสารสนเทศได้ถูกสะท้อนในราคาหลักทรัพย์ในบริบทของแบบจำลองที่ใช้อธิบายหรือไม่ (Fama, 1991: 1575-1576) จากหลักฐานที่ปรากฏอยู่นั้นก็ไม่ได้พิสูจน์ว่าตลาดเงินมีประสิทธิภาพในแง่ของการสะท้อนถึงมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน แต่เป็นเพียงแค่แสดงให้เห็นว่ารูปแบบการทดสอบทางสถิติที่นำมาใช้นั้นไม่มีอำนาจเพียงพอที่จะปฏิเสธสมมติฐานประสิทธิภาพตลาด การที่การทดสอบเหล่านั้นไม่สามารถที่จะปฏิเสธสมมติฐานที่ว่าตลาดมีประสิทธิภาพได้นั้นก็ไม่ได้หมายความว่าจะเป็นหลักฐานที่ทำให้เรายอมรับในผลสรุปของการทดสอบดังกล่าวนี้ (Summers, 1986: 592) นั่นก็คือการยอมรับในข้อสรุปที่ว่าตลาดมีประสิทธิภาพนั่นเอง

การที่ราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวอย่างรวดเร็วนั้น อาจเป็นผลมาจากการที่ราคาได้ตอบสนองต่อสารสนเทศได้อย่างทันทีทันใด ซึ่งแสดงถึงความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ แต่ทั้งนี้ต้องพิจารณาด้วยว่าสารสนเทศที่เข้ามาสู่ตลาดมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์หรือไม่ หากสารสนเทศดังกล่าวไม่ได้มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ แต่ราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ไม่ได้สะท้อนถึงสารสนเทศที่เกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์นั้น ทั้งนี้ปัจจัยพื้นฐานในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ (ซึ่งในที่นี้หมายถึงหุ้น) ได้แก่ เงินปันผล และผลประโยชน์ของบริษัท (Niemira and Klein, 1994: 73) สารสนเทศใดก็ตามที่มีผลกระทบต่อปัจจัยพื้นฐานดังกล่าวเราถือว่าเป็นสารสนเทศที่เกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐาน ข่าวก่อนเกี่ยวกับเศรษฐกิจและการเมืองจัดได้ว่าเป็นสารสนเทศที่เกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานที่สำคัญที่จะทำให้เกิดความเปลี่ยนแปลงหรือความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในตลาด อย่างไรก็ตามเป็นที่น่าประหลาดใจเป็นอย่างยิ่งว่า

ความผันผวนหลายครั้งที่เกิดขึ้นนั้น ปราศจากเหตุการณ์ข่าวที่จะมาอธิบายถึงสาเหตุของความผันผวนดังกล่าวได้

วิกฤตการณ์ตลาดหลักทรัพย์ในวันจันทร์ที่ 19 ตุลาคม ค.ศ. 1987 หรือที่รู้จักกันในชื่อของ “Black Monday” ซึ่งในวันดังกล่าวนี้ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ได้ลดลงถึง 22.6 เปอร์เซ็นต์ อันเป็นวันที่ดัชนีมีเปอร์เซ็นต์การลดลงมากที่สุดจากประวัติศาสตร์ที่ผ่านมา โดยไม่มีการปรากฏของข่าวสารใด ๆ แม้ว่าเหตุการณ์นี้จะทำให้เกิดความพยายามอย่างมากในการที่จะค้นหาข่าวที่อาจจะเป็นสาเหตุของภาวะการตกต่ำดังกล่าว แต่ก็ไม่สามารถจะระบุถึงเหตุการณ์ใดที่ผิดปกติได้ เหตุการณ์ Black Monday นี้เป็นหลักฐานอย่างหนึ่งที่ทำให้เกิดข้อสงสัยในความสัมพันธ์ของประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ แม้ว่า Eugene F. Fama ผู้ซึ่งถือได้ว่าเป็นนักทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพในยุคเริ่มต้นได้กล่าวว่า ตลาดหลักทรัพย์ได้มีการตอบสนองที่ถูกต้องแล้ว โดยได้ให้เหตุผลว่านักลงทุนต่างก็ได้รับข่าวที่ทำให้เกิดความรู้สึกตื่นกลัว หลังจากนั้นนักลงทุนได้มีการประเมินข่าวสารนั้นแล้วราคาหลักทรัพย์ก็ได้เปลี่ยนแปลงเพื่อสะท้อนข่าวสารนั้น อันเป็นการแสดงถึงประสิทธิภาพของตลาดในระดับสูง แต่กระนั้นก็ตามไม่ว่า Fama หรือนักทฤษฎีคนอื่นก็ไม่สามารถจะระบุได้ว่าข่าวที่เกิดขึ้นในช่วงดังกล่าวจัดอยู่ในสารสนเทศรูปแบบใด จึงสามารถทำให้นักลงทุนเกิดความตื่นตระหนกได้เช่นนั้น (Hector, 1988: 59-61) จากเหตุการณ์ “Black Monday” ได้ส่งผลให้เกิดข้อวิพากษ์วิจารณ์ในสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ และทำให้เราได้ตระหนักว่าราคาหลักทรัพย์ไม่ได้ตอบสนองต่อสารสนเทศที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในปัจจุบันพื้นฐานเพียงอย่างเดียวเท่านั้น Cutler et al. (1991) ได้ศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้นของอเมริกาตั้งแต่หลังช่วงสงครามโลกครั้งที่สอง โดยพิจารณาถึงวันที่ดัชนีมีเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงมาก พบว่ามีการเปลี่ยนแปลงหลายครั้งที่ไม่ได้เกิดจากการประกาศเหตุการณ์ข่าวที่สำคัญ (major announcements) ซึ่งหลักฐานนี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Shiller (1981) ที่พบว่าความผันผวนในผลตอบแทนหุ้นไม่สามารถอธิบายได้ด้วยการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐาน อาจกล่าวได้ว่ามีปัจจัยอื่น ๆ นอกเหนือจากข่าวสารที่อาจทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

หลักฐานที่สำคัญอีกประการหนึ่งที่เกี่ยวข้องให้เกิดข้อสงสัยในความสัมพันธ์ของตลาดหลักทรัพย์ก็คือ ปรากฏการณ์ที่เรียกว่า “Market Anomalies” โดยนิยามแล้ว Anomaly จะเป็นกรณีที่แตกต่างไปจากกฎเกณฑ์ปกติ หรืออธิบายได้ว่าผลที่เกิดจากปรากฏการณ์เหล่านี้จะขัดแย้งกับแนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพ และผลดังกล่าวที่เกิดขึ้นนี้ไม่สามารถอธิบายได้โดยง่าย (Jones, 1998: 267) กล่าวคือ ปรากฏการณ์นี้ทำให้เกิดรูปแบบของผลตอบแทนที่เกินปกติ หนึ่งในปรากฏการณ์ Anomalies ได้ถูกกล่าวถึงในปี 1936 ในงานของ L.H. Fritzscheier ซึ่งได้แสดงให้เห็นว่า หุ้นสามัญที่มีราคาต่ำ (low-priced common stocks) มีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนที่สูง

กว่าหุ้นที่มีราคาสูง (Fritzemeier, 1936 cited in Francis, 1991: 565-566) นอกจากนี้แล้วยังมีปรากฏการณ์ Anomaly ในรูปแบบอื่น ๆ อีกมากมายเช่น January effect, neglected-firm effect, the day of the week effect เป็นต้น สำหรับงานศึกษาเกี่ยวกับปรากฏการณ์ Anomaly ในตลาดหุ้นไทยได้แก่ สุรัชย์ ไชยรังสีนันท์ (2536) ที่ได้ศึกษาถึงผลของวันในสัปดาห์ (the day of the week effect) ในช่วงเดือนมิถุนายน 2529 ถึงเดือนธันวาคม 2534 พบว่า มีกลุ่มหลักทรัพย์ 4 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มเครื่องใช้ไฟฟ้าและคอมพิวเตอร์ กลุ่มธุรกิจการเกษตร และกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในวันศุกร์แตกต่างจากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันอื่นอย่างมีนัยสำคัญ

งานศึกษาด้านเศรษฐศาสตร์การเงินสมัยใหม่ได้ให้ความสนใจเกี่ยวกับโครงสร้างส่วนย่อยของตลาด (market microstructure) และการซื้อขายที่ไม่ได้อยู่บนพื้นฐานของสารสนเทศ (non-informational trading) เพื่อที่จะอธิบายว่าทำไมราคาของหลักทรัพย์ทางการเงินจึงสามารถที่จะแตกต่างไปจากมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์นั้น โดยในแบบจำลองได้มีการอ้างถึงนักลงทุนจำนวนหนึ่งซึ่งเป็นนักลงทุนที่มีความต้องการซื้อขายที่ไม่มีความสอดคล้องกับสารสนเทศที่เกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ (Redding, 1996: 3-5) ทั้งนี้ Black (1986) ได้กล่าวว่า เขาเองไม่เชื่อว่าจะเป็นการสมเหตุสมผลที่จะมีการกำหนดแบบจำลองที่มีเพียงการซื้อขายที่อยู่บนพื้นฐานของสารสนเทศ (information trading) แต่ไม่มีการกล่าวถึงการซื้อขายที่อยู่บนพื้นฐานของปัจจัยอื่น ๆ ที่ไม่ใช่สารสนเทศ

ในงานศึกษาส่วนใหญ่จะเรียกนักลงทุนที่มีการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์โดยที่ไม่ได้คำนึงถึงสารสนเทศที่เกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานนี้ว่า “Noise Traders” หรือ “Uninformed Traders” ซึ่งโดยส่วนมากแล้วจะถูกจัดเป็นนักเก็งกำไรรายย่อยหรือรายเล็ก (retail or small speculators) (Sanders, Irwin and Leuthold, 1996: 3) ซึ่งในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะใช้คำว่า “นักลงทุนแมลงเม่า”

คำว่า “นักลงทุนแมลงเม่า” หรือ “แมลงเม่า” เป็นศัพท์แสลงภาษาไทยที่นำมาใช้ในการกล่าวถึงนักลงทุนรายย่อยที่ไม่รู้ข้อมูล โดยปกตินักลงทุนเหล่านี้จะเข้ามาซื้อหุ้นในช่วงใกล้สิ้นสุดแนวโน้มขาขึ้น (the end of a bullish period) ดังนั้นหลังจากที่นักลงทุนเหล่านี้ได้ซื้อหุ้นแล้วราคาหุ้นก็ตกลงส่งผลให้เกิดการขาดทุน พฤติกรรมเช่นนี้เปรียบเหมือนดังเช่นแมลงเม่าที่บินเข้าสู่กองไฟ (Anya Khanthavit, 1996 : 8)

การซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนแมลงเม่านี้ มีส่วนทำให้ตลาดเกิดสภาพคล่อง ถ้าหากไม่มีการซื้อขายของนักลงทุนแมลงเม่าแล้วจะมีการซื้อขายเพียงเล็กน้อยเท่านั้นในหลักทรัพย์

แต่ละชนิด (Black, 1986: 530) และการซื้อขายของนักลงทุนแมลงเม่าก็ยิ่งก่อให้เกิดความผันผวนของราคาที่สูงขึ้นด้วย เนื่องจากราคาไม่ได้สะท้อนถึงปัจจัยพื้นฐานเพียงอย่างเดียว แต่ยังสะท้อนถึงอารมณ์ความอ่อนไหวของนักลงทุนเหล่านี้ด้วย แม้ว่าการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์จะเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในอุปสงค์อันเป็นผลมาจากการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของสารสนเทศที่เกี่ยวกับผลตอบแทนในอนาคตของหลักทรัพย์นั้น อย่างไรก็ตามอุปสงค์ของนักลงทุนแมลงเม่าก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่กำหนดราคาหลักทรัพย์ด้วย (โสภณ ชันติอาคม, 2538: 19) คงไม่มีหลักฐานอ้างอิงที่ดีพอในการที่จะตั้งข้อสมมติว่านักลงทุนแมลงเม่าจะถูกกำจัดออกจากตลาด หรือตั้งข้อสมมติว่านักลงทุนแมลงเม่าจะไม่สามารถทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาด (Summers, 1986: 599) ของหลักทรัพย์ อาจกล่าวได้ว่าการซื้อขายของนักลงทุนแมลงเม่ามีบทบาทสำคัญมาก เนื่องจากนักลงทุนที่ใช้สารสนเทศในการซื้อขาย (information traders) ทำการซื้อขายกับนักลงทุนแมลงเม่า มากกว่าที่จะทำการซื้อขายกับนักลงทุนที่ใช้สารสนเทศในการซื้อขายด้วยตัวเอง (Black 1986: 533)

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงได้ให้ความสนใจที่จะศึกษาถึงพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนแมลงเม่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2 วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาถึงพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ไม่ได้อยู่บนพื้นฐานของสารสนเทศที่ถูกต้อง
2. เพื่อพิสูจน์ว่าตลาดหุ้นไทยมีนักลงทุนที่มีพฤติกรรมการซื้อขายที่อยู่บนพื้นฐานของปัจจัยอื่นซึ่งไม่เกี่ยวข้องกับสารสนเทศที่ถูกต้องเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ โดยในที่นี้จะเรียกนักลงทุนในลักษณะดังกล่าวว่า “นักลงทุนแมลงเม่า” (noise traders)
3. เพื่อศึกษาผลกระทบที่เกิดจากนักลงทุนแมลงเม่า

1.3 ขอบเขตการศึกษา

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้กำหนดขอบเขตการศึกษาออกเป็น ขอบเขตในเรื่องของข้อมูลที่ใช้ศึกษาและขอบเขตในเรื่องของวิธีการศึกษา

1.3.1 ขอบเขตของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ในการศึกษานี้จะใช้ข้อมูลทุติยภูมิเป็นส่วนใหญ่ โดยเป็นข้อมูลเกี่ยวกับราคาปิด ราคาเปิด ราคาสูงสุด ราคาต่ำสุด และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์แต่ละบริษัทในช่วงระยะเวลา ระหว่างเดือนมกราคม พ.ศ. 2533 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2544 ซึ่งจะเลือกศึกษาเฉพาะหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET50 เนื่องจากหลักทรัพย์ดังกล่าวถือได้ว่าเป็นตัวแทนของหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มธุรกิจที่สำคัญ ประกอบกับมีปริมาณการซื้อขายที่ค่อนข้างมากและมีการซื้อขายสม่ำเสมอหรือมีสภาพคล่องสูง

1.3.2 ขอบเขตของวิธีการศึกษา

ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้ให้นิยาม “นักลงทุนแมลงเม่า” เช่นเดียวกับงานศึกษาของ Allen and Taylor (1990) และ Osler (1998) ว่าเป็นนักลงทุนที่ไม่ได้ตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์บนพื้นฐานของสารสนเทศที่ถูกต้องเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ ทั้งนี้ นักลงทุนดังกล่าวนี้ได้ตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์โดยพิจารณาถึงปัจจัยทางด้านการวิเคราะห์ทางเทคนิค ดังนั้นในการศึกษาจึงได้พิจารณาถึงนักลงทุนที่ใช้ปัจจัยด้านการวิเคราะห์ทางเทคนิคในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ โดยสังเกตจากปริมาณการซื้อขายที่เกิดขึ้น ณ วันที่สัญญาณทางเทคนิค (สัญญาณ

ซื้อ/ขาย) ได้เกิดขึ้น หากปริมาณการซื้อขายสูงมากผิดปกติในวันที่สัญญาณทางเทคนิคเกิดขึ้นก็มี
นัยว่ามีนักลงทุนที่ใช้ปัจจัยทางด้านการวิเคราะห์ทางเทคนิคเพื่อการตัดสินใจซื้อหรือขาย
หลักทรัพย์ นั่นคือ มีนัยว่ามีนักลงทุนแมลงเม่าทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

เพื่อให้เข้าใจถึงลักษณะพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ไม่ได้อยู่บนพื้นฐานของ
สารสนเทศที่ถูกต้อง ในอันที่จะทำให้สามารถแสดงนัยได้ว่าตลาดหุ้นไทยมีนักลงทุนแมลงเม่า
และทำให้ทราบว่าการซื้อขายของนักลงทุนในลักษณะดังกล่าวได้ก่อให้เกิดผลกระทบอย่างไร