IFD NEWSCLIP ONLINE

SOURCE : มติชนรายวัน

DATE : วันพฤหัสบดีที่ 4 พฤศจิกายน พุทธศักราช 2547 PAGE : 06

'ประสิทธิภาพตลาด' ลดมนต์ขลัง

มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

Varakorn@dpu.ac.th

ความเชื่อทางเศรษฐศาสตร์อันหนึ่งที่พร่ำสอนกันมายาวนานและมีผลกระทบต่อชีวิตคนเดินถนนอย่างลึกซึ้งกำลังถูกทอดทิ้งมากขึ้นทุกทีเพราะขัดแย้งกับความเป็นจริง

ในเดือนพฤษภาคมที่ผ่านมา ในงานสัมมนาเป็นเกียรติแก่การเกษียณอายุของ Eugene Fama แห่งมหาวิทยาลัยชิคาโก บิดาของสิ่งที่มีชื่อว่า Efficient-Market Hypotheses(EMH) เขาได้เสนอบทความที่ดูจะยอมรับว่าความเชื่อดั้งเดิมของเขามีข้อบกพร่อง

EMH ปรากฏตัวในโลกในปี 1965 ด้วยบทความของ Fama ที่ชี้ให้เห็นว่าตลาดทำงานอย่างมีประสิทธิภาพเสมอ ตลาดจะกลั่นกรองข้อมูลใหม่ทั้งหลายด้วยความรวดเร็วอย่างยิ่ง และให้ค่าประมาณการของมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นที่อยู่ในตลาดที่ดีที่สุด

พูดอีกอย่างหนึ่งว่าในตลาดซึ่งมีกลไกเคลื่อนไหวอย่างเสรีนั้น ไม่ว่าเวลาใดก็ตามราคาของหลักทรัพย์จะสะท้อนซึ่งมูลค่าที่แท้จริงของมันเสมอ

แนวคิดนี้ได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางเป็นไฟไหม้ป่าในเวลาต่อมา มันถูกขยายออกไปกินความถึงประสิทธิภาพของตลาดอื่นที่ไม่ใช่ตลาดหุ้นด้วย และเป็นสาเหตุสำคัญส่วนหนึ่งที่ทำให้เกิดความเชื่อมั่นในประสิทธิภาพของกลไกตลาดมากขึ้น เป็นลำดับในเวลา 40 ปีที่ผ่านมา จนมีส่วนทำให้เศรษฐกิจเสรีเป็นที่ชื่นชมของทั้งโลก อย่างไรก็ดี ใน 20 ปีเศษที่ผ่านมา ได้เกิดแนวคิดที่เรียกว่า Behaviorist(กลุ่มพฤติกรรม) ขึ้นมาท้าทาย EMH จนล่าสุดแนวคิด Behaviorist ดูจะได้รับการยอมรับมากขึ้น จน EMH ต้องยอมถอยร่น

EMH ของ Fama เป็นผลพวงของความเชื่อของ Milton Friedman แห่งมหาวิทยาลัยเดียวกัน ยักษ์ใหญ่ของวงการเศรษฐศาสตร์ผู้ได้รับรางวัลโนเบลและเป็นแชมเปี้ยนของแนวคิดตลาดเสรีและประชาธิปไตย แนวคิดที่เรียกว่าฝ่ายขวาสุดโต่งนี้เชื่ออย่างแน่วแน่ในประสิทธิภาพของกลไกตลาด เชื่อในการไม่แทรกแซงของภาครัฐ แนวคิดนี้มีอิทธิพลต่อความคิดของประธานาธิบดีเรแกน นางมาร์กาเร็ต แทตเชอร์ และสองพ่อลูกตระกูล BUSH และผู้นำความคิดอีกจำนวนมากมายในโลก ในตำรีที่แตกต่างกันตลอดเวลากว่า 40 ปีที่ผ่านมาอย่างมีผลกระทบที่กว้างไกลยิ่งต่อชีวิตของคนเดินถนน

EMH ทำให้เกิดสิ่งที่เรียกว่า Stock-Index Mutual Fund เป็นครั้งแรกในโลกในปี 1976 กล่าวคือเงินที่ประชาชนออมได้และนำไปซื้อหุ้นกองทุนรวม(Mutual Fund) นั้น ผู้จัดการกองทุนรวมจะนำไปซื้อหุ้นต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์ โดยกระจายน้ำหนักไปตามส่วนประกอบของดัชนีของราคาตลาดหลัก ทรัพย์ ดังนั้นมูลค่าของหุ้นของกองทุนรวมที่ประชาชนถือไว้ก็จะขึ้นลงตามดัชนีตลาดหลักทรัพย์

เมื่อ EMH เชื่อว่าราคาของหุ้นในตลาดในเวลาใดเวลาหนึ่งจะสะท้อนมูลค่าหุ้นที่แท้จริงเสมอ การลงทุนในลักษณะนี้จึงเท่ากับว่าลงทุน(ซื้อหุ้น)ในราคาที่ถูกต้องและมูลค่าหุ้นกองทุนรวมก็จะขึ้นลงอย่างเป็นไปตามดัชนีของตลาด หรือพูดอีกอย่างหนึ่งว่าเล่นตามตลาด คนที่เชื่อ EMH จะบอกว่าเล่นหุ้นแบบอื่นจะไม่มีวันกำไร เพราะตลาดสะท้อนราคาจริงของหุ้น ดังที่ได้ยินกันบ่อยๆ ว่าไม่มีทางเอาชนะตลาดได้

ถ้าเชื่อใน EMH ก็หมายความว่าเชื่อว่ามนุษย์นักลงทุนมีเหตุมีผล กระทำทุกสิ่งไปอย่างใช้เหตุและผล เพราะทุกคนย่อมกระทำในสิ่งที่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ตนเองเป็นสำคัญ เมื่อตลาดหุ้นสะท้อนความเป็นจริงของมูลค่าหุ้นทั้งหลายในตลาด ดังนั้น หากลงทุนในตลาดหุ้นก็ไม่อาจจะหวังเก็งกำไรซื้อหุ้นที่ราคาต่ำกว่าความเป็นจริงและขายในราคาที่สูงกว่าในเวลาต่อมาได้ ยกเว้นในบางช่วงเวลาสั้นๆ ที่ตลาดย่อยข้อมูลตามไม่ทันจึงพอมีช่องทางหากำไรได้บ้าง

ในปี 1979 Daniel Kahneman นักจิตวิทยาเสนอแนะแนวคิดในเรื่องเศรษฐศาสตร์ พฤติกรรมมนุษย์ (ต่อมาเป็นผู้นำคนหนึ่งของกลุ่มพฤติกรรม) โดยเสนอทฤษฎีสำคัญที่เรียกว่า Prospect Theory ซึ่งทำให้เกิดข้อสงสัยในความมีเหตุมีผลของพฤติกรรมมนุษย์ ตัวอย่างหนึ่งของทฤษฎีนี้ก็คือ มนุษย์เจ็บปวดจากการสูญเสียมากกว่าการได้รับความสุขจากเงินจำนวนเดียวกัน ซึ่งเมื่อประยุกต์กับตลาดหุ้นแล้วก็หมายความว่ามนุษย์จะมีพฤติกรรมที่ไม่สม่ำเสมอ ไม่คงเส้นคงวา ในเรื่องการรับความเสี่ยง เช่นจะอนุรักษนิยมเมื่อขายหุ้นดีเพื่อให้ได้กำไรไว้ก่อน แต่เมื่อจะหลีกหนีการขาดทุนก็จะกอดหุ้นที่ขาดทุนไว้ไม่ยอมขาย โดยหวังว่าเมื่อราคาสูงขึ้นแล้วจึงค่อยขาย

พฤติกรรมเช่นนี้หมายความว่าเวลาตลาดปั่นป่วนจะรีบพากันขายหุ้นเพราะกลัวขาดทุน แต่เมื่อตลาดหุ้นดีขึ้นก็ยังไม่เข้าไปซื้อในระดับเดียวกับที่ขาย เพราะยังกลัวขาดทุน พฤติกรรมที่ไม่มีเหตุผลเช่นนี้ทำให้ตลาดหุ้นปั่นป่วนกว่าที่เป็นจริง ดังนั้น กลุ่มพฤติกรรมจึงโจมตีว่า EMH ห่างไกลจากความเป็น

จริงเพราะราคาหุ้นในเวลาใดเวลาหนึ่งไม่ได้สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นนั้นแต่ที่ราคาผันผวนก็เพราะมนุษย์ไม่ได้มีเหตุมีผลเหมือนที่พวก EMH ซึ่งศรัทธาประสิทธิภาพของตลาดเชื่อกัน

ในปี 1985 Richard Thaler ซึ่งต่อมาเป็นคู่ปรับทางวิชาการคนสำคัญของ Fama ก็ได้เสนอหลักฐานว่านักลงทุนมักจะมีปฏิกิริยาตอบโต้ที่เกินกว่าความเป็นจริง กลุ่มพฤติกรรมหรือกลุ่มที่เชื่อว่ามนุษย์ไม่มีพฤติกรรมที่มีเหตุมีผลและคงเส้นคงวาเสมอไปมีผู้คล้อยตามมากขึ้นเมื่อมีงานวิจัยที่มาจากการทดลองในห้องแล็บมาสนับสนุน ยิ่งเมื่อเกิดหุ้นตกต่ำหนักในปี 1987 ก็ยิ่งมีผู้เชื่อ EMH น้อยลง และเมื่อเกิดวิกฤตกาลหุ้น NASDAQ(หุ้นเทคโนโลยี) ตกต่ำอย่างรุนแรงในปี 2000 EMH ก็หมดบารมีไปมาก

ในปี 2002 กลุ่ม Behaviorist ก็ดังยิ่งขึ้นเมื่อหัวโจกคนหนึ่งคือ Daniel Kahneman ได้รับรางวัลโนเบลจาก Prospect Theory และงานวิจัยทดลองพฤติกรรมมนุษย์ในเชิงเศรษฐศาสตร์

Robert Shiller สมาชิกคนหนึ่งของกลุ่ม Behaviorist ได้ตีพิมพ์หนังสือชื่อว่า Irratioal Exuberance ซึ่งหมายถึงความรู้สึกยินดีปรีดาอย่างยิ่งแต่เป็นไปอย่างขาดเหตุผลเมื่อตลาดหุ้นอยู่ในช่วงขาขึ้น

การต่อสู้ระหว่าง EMH และ Behaviorist ยังไม่จบ แต่การสนับสนุน EMH ดูจะยากขึ้นทุกวัน เมื่อเห็นหลักฐานที่เกิดขึ้นจากการบูมและตกต่ำของตลาดหุ้นและพฤติกรรมของนักลงทุนที่ขาดเหตุผลหรือหวาจนตลาดไม่ได้สะท้อนความเป็นจริงของมูลค่าหุ้น

คำถามสำคัญก็คือ เมื่อรู้ว่า EMH ไม่ใกล้ความจริงแล้วจะมีผลกระทบอย่างไรต่อชีวิตคนเดินถนน? เมื่อ EMH กำลังรุ่งนั้น นัยสำคัญที่สื่อออกไปในโลกในทศวรรษ 1980 และ 1990 ก็คือ กลไกตลาดเป็นสิ่งมีประสิทธิภาพ เศรษฐกิจเสรีเป็นสิ่งพึงปรารถนา การแทรกแซงควบคุมกำกับของภาครัฐเป็นสิ่งพึงหลีกเลี่ยง เพราะรังแต่จะทำให้ตลาดขาดประสิทธิภาพ ฯลฯ แต่เมื่อ EMH มีปัญหา ผู้กำหนดนโยบายในประเทศต่างๆ จึงให้ความสนใจในเรื่องประสิทธิภาพของกลไกตลาดหุ้นและเลยออกไปถึงความเชื่อมั่นในกลไกตลาดโดยทั่วไปน้อยลงไปด้วย

ความไม่เชื่อถือใน EMH มีความหมายในระดับบุคคลว่าจะต้องระวังในเรื่องการลงทุนในตลาดหุ้น ไม่ว่าจะเป็นกองทุนรวมหรือซื้อหุ้นเอง เนื่องจากราคาของหุ้นมิได้สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น นอกจากนี้ นักลงทุนส่วนใหญ่มีพฤติกรรมที่ขาดเหตุผล จนอาจทำให้นักลงทุนอื่นๆ เจ็บตัวไปด้วยได้

นอกจากนี้ ในระดับรวมก็หมายถึงว่าตลาดมิได้มีประสิทธิภาพมากดังที่เคยเข้าใจกัน เพราะบุคคลที่ซื้อขายหุ้นโดยทั่วไปนั้นมีพฤติกรรมที่ขาดเหตุและผลถ้ายอมให้บุคคลใช้เงินออมบางส่วนที่ได้มาจากการออมแบบบังคับ(หักเงินเดือนแบบบังคับทุกเดือนสำหรับกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ) ไปลงทุนในตลาดหุ้นเอง แทนที่ภาครัฐจะเก็บเงินนี้ไว้ทั้งหมดแล้ว ก็จะเป็นผลเสียต่อบุคคลนั้นเองในที่สุด เพราะเขาไม่อาจใช้ราคาตลาดเป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนได้อย่างถูกต้อง ทั้งนี้เนื่องจาก EMH ไม่เป็นจริง

ถึงแม้ว่ากระแสความเชื่อใน EMH จะลดลงไป เพราะแม้แต่เจ้าของไอเดียเองก็ถอยร่นยอมรับว่านักลงทุนบางคนที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์มีพฤติกรรมที่ขาดเหตุผลจนอาจนำไปสู่การออกนอกลู่นอกทางของตลาดได้ ซึ่งตรงกับที่กลุ่มพฤติกรรมได้กล่าวไว้นานแล้ว แต่คงจะเป็นไปได้ยากว่าผู้คนจะหมดความเลื่อมใสในกลไกตลาดจนทำให้กระแสของโลกในเรื่องการเปิดกว้างของระบบเศรษฐกิจและการสนับสนุนตลาดเสรีหยุดชะงักลงได้

ไอเดียเก่าอาจถูกต้องใช้ได้ในขอบเขตหนึ่งในอดีต แต่เมื่อถูกท้าทายและลบล้างด้วยไอเดียใหม่อย่างน่าเชื่อถือในเวลาต่อมา ก็เป็นธรรมดาอยู่เองที่จะต้องมีการแก้ไขปรับเปลี่ยนต่อไปเรื่อยๆ อย่างไม่มีวันสิ้นสุด และนี่แหละคือสัจธรรมของวิชาการ