

การกลับตัวระหว่างวันของราคาของสัญญาฟิวเจอร์สบนดัชนีเซต 50

และสัญญาฟิวเจอร์สบนดัชนีเอสแอนด์พี 500

Intraday Price Reversals of SET50 Index Futures and S&P 500 Futures

เทอดดี อีริคสัน และรวี ลงกาณี**

บทคัดย่อ

การกลับตัวของราคาระหว่างวัน (Intraday Price Reversal) เป็นผลอันเนื่องมาจากการตอบสนองเกินจริงต่อราคาหลักทรัพย์จากข้อมูลข่าวสารใหม่ที่นักลงทุนได้รับในช่วงตลาดปิดระหว่างคืน ซึ่งนักลงทุนมีแนวโน้มที่จะมีความมั่นใจในการวิเคราะห์หลักทรัพย์มากเกินไป ทำให้นักลงทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลที่ได้รับเกินความเป็นจริง ส่งผลให้ราคาเปิดของหลักทรัพย์ตลาดเคลื่อนไปจากราคาที่เป็นไปตามพื้นฐานของข่าวสารชั่วคราว และกลับตัวในทิศทางตรงข้ามภายหลังจากการปรับตัวที่มากเกินไป โดยงานวิจัยนี้ศึกษาการกลับตัวของราคาระหว่างวันในวันที่ตลาดมีความแตกต่างระหว่างราคาเปิดและราคาปิดของวันก่อนหน้า (Opening Gap) ที่สูงใน SET50 Index Futures และ S&P 500 Futures จากการศึกษาข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2559 – 2560 พบการกลับตัวของราคาอย่างมีนัยสำคัญใน SET50 Index Futures ซึ่งนักลงทุนสามารถใช้โอกาสนี้ในการสร้างอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) หลังคำนึงเรื่องค่าธรรมเนียมการซื้อขายได้ ในทางตรงกันข้ามไม่พบพฤติกรรมดังกล่าวในตลาดที่มีปริมาณการซื้อขายโดยเปรียบเทียบแล้วสูงกว่ามากอย่าง S&P 500 Futures ซึ่งผลลัพธ์ดังกล่าวของทั้งสองตลาดสอดคล้องกับสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis) ของ Fama (1970) ที่ว่าประสิทธิภาพของตลาดจะแปรผันตรงกับสภาพคล่องหรือปริมาณการซื้อขายของตลาด กล่าวคือ ยิ่งตลาดมีปริมาณการซื้อขายหรือมีสภาพคล่องสูง ตลาดนั้นก็ยิ่งมีแนวโน้มเข้าสู่นิยามของตลาดที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งทำให้ยากที่จะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติ อีกทั้งอาจเป็นเพราะ S&P 500 Futures เป็นตลาดในประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Market) นักลงทุนมีการรับรู้ข้อมูลข่าวสารได้อย่างรวดเร็วและทั่วถึงพร้อมกันมากกว่าตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) จึงทำให้ S&P 500 Futures มีแนวโน้มที่จะมีประสิทธิภาพมากกว่า การศึกษาดังนี้ยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลตอบแทนจากการกลับตัวกับขนาดการเปลี่ยนแปลงของราคาเปิดเทียบกับราคาปิด

ABSTRACT

Intraday price reversal is caused by overreaction of new information which investors receive during a market close. An investor tends to be overconfident in analyzing a security, resulting in overreaction of the information which leads to a temporarily mispriced from the fundamental price level of the news, and reverses to its opposite direction afterwards. This research examines the intraday price reversals of SET50 Index Futures and S&P 500 Futures on event days with large opening gaps. According to the data covering a period of 2016 to 2017, the

* นักศึกษาหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

** รองศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

result shows significant price reversals on SET50 Index Futures and that an investor could make an abnormal return after considered transaction costs. In contrast, the study does not find any significant evidence of price reversals or abnormal reactions on a market like S&P 500 Futures which has relatively high trading volume. This conforms to the Fama's Efficient Market Hypothesis (1970) which states that market's efficiency is proportional to its trading volume. In other words, the more trading volume or liquidity the market has, the closer the market would be to the definition of efficient market and the harder for an investor to gain an abnormal return. It is also possible that S&P 500 Futures is a Developed Market whose investors can access to new information in a timely efficient manner, making the market price reflects the upcoming information more effectively than that of SET50 (Emerging Market). Last, the paper finds a positive relationship between the magnitude of opening gaps and the return from intraday price reversals.

บทนำ

พฤติกรรม การตอบสนองเกินจริง (Overreaction) ได้รับความสนใจจากนักลงทุน โดยเริ่มมาจากงานวิจัยของ De Bondt and Thaler (1985) บนพื้นฐานแนวคิดการตอบสนองเกินจริงของตลาด (Overreaction Hypothesis) ซึ่งได้อธิบายว่านักลงทุนมีพฤติกรรมที่ไม่มีเหตุผล (Irrational) และมีแนวโน้มที่จะตอบสนองเกินจริงต่อข้อมูลข่าวสารใหม่ ไม่ว่าจะข้อมูลข่าวสารนั้นจะเป็นเหตุการณ์ที่ดีหรือไม่ดีก็ตาม ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ตลาดเคลื่อนไปจากราคาพื้นฐานชั่วคราว นำไปสู่การกลับตัวของราคาในทิศทางตรงข้าม สำหรับการศึกษากการตอบสนองเกินจริงในระหว่างวันนั้น การเปลี่ยนแปลงของราคาเปิดเทียบกับราคาปิดของวันก่อนหน้า (Opening Gap) เป็นตัวแทนของข้อมูลข่าวสารที่ยังไม่สามารถรับรู้ได้ในช่วงระหว่างคืนที่ตลาดปิดทำการ และถ้าตลาดมีพฤติกรรมตอบสนองเกินจริง (Overreaction) ควรพบการกลับตัวของราคาอย่างมีนัยสำคัญหลังตลาดเปิด การกลับตัวดังกล่าวทำให้เกิดโอกาสในการทำกำไรของนักลงทุนที่เรียกว่า กลยุทธ์การลงทุนแบบ Contrarian อย่างไรก็ตาม สิ่งที่ต้องคำนึงในการลงทุนในตลาดคือ ค่าธรรมเนียมการซื้อขาย (Transaction Costs) ซึ่งเป็นตัวแปรที่สำคัญอย่างยิ่งว่านักลงทุนจะสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนได้เกินกว่าค่าธรรมเนียมการซื้อขายหรือที่เรียกว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ได้หรือไม่ ซึ่งถ้าทำได้ จากแนวคิดสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis) ของ Fama (1970) สามารถสรุปได้ว่าตลาดนั้นเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพแบบอ่อน (Weak Form Market Inefficient)

จากงานศึกษามากมายพบว่ามีนักลงทุนล้วนมีพฤติกรรมตอบสนองเกินจริงระหว่างวันที่สอดคล้องกับแนวคิด "Overreaction Hypothesis" ไม่ว่าจะเป็น Atkin and Dyl (1990) และ Fabozzi (1995) ที่ได้ทำการศึกษากับหุ้นสามัญในตลาด NYSE (New York Stock Exchange) และ AMEX Fung, Mok and Lam (2000) ที่ทำการศึกษาใน S&P 500 Futures และ HIS Futures ในช่วงปี 1993 ถึง 1996 และ Grant, Wolf and Yu (2005) ใน S&P 500 Futures ในช่วงปี 1987 ถึง 2002

เพื่อศึกษว่านักลงทุนในตลาดประเทศไทยจะมีพฤติกรรมตอบสนองเกินจริงระหว่างวันดังที่พบในงานวิจัยข้างต้นหรือไม่ ซึ่งถ้ามี นักลงทุนจะสามารถใช้โอกาสนี้ในการสร้างอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการตอบสนองเกินจริง

ของตลาดได้อย่างไร ดังนั้นการค้นคว้าอิสระนี้จึงสนใจศึกษาการกลับตัวระหว่างวันและทดสอบกลยุทธ์การลงทุนแบบ Contrarian ใน SET50 Index Futures ของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของประเทศไทย และ S&P 500 Futures ของ Chicago Mercantile Exchange (CME Group) ประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงปี พ.ศ.2559 ถึง 2560 และนำผลที่ได้มาศึกษาว่าพฤติกรรมของราคาที่ตอบสนองเกินจริงนั้นเป็นพฤติกรรมทั่วไปที่เกิดขึ้นทั้งตลาดที่มีปริมาณการซื้อขายสูงอย่าง S&P 500 Futures ของตลาดประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Market) และ SET50 Index Futures ของประเทศไทยที่มีปริมาณการซื้อขายโดยเปรียบเทียบแล้วต่ำกว่ามาก และเป็นตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) หรือเกิดขึ้นเฉพาะตลาดใดตลาดหนึ่ง

แนวคิดและทฤษฎี

แนวคิดการตอบสนองเกินจริงของตลาด (Overreaction Hypothesis) ได้อธิบายว่านักลงทุนมักจะมีความมั่นใจในการวิเคราะห์หลักทรัพย์มากเกินไป ทำให้พยากรณ์ผลจากสัญญาณข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจนนำไปสู่การตอบสนองเกินความจริงต่อสัญญาณข่าวสารนั้น ราคาหลักทรัพย์จึงสูงหรือต่ำกว่าราคาพื้นฐานที่ควรจะเป็นชั่วคราว นำไปสู่การกลับตัวของราคาหลังตลาดเปิด สำหรับการศึกษาค้นคว้าการตอบสนองเกินจริงระหว่างวันนั้น ข้อมูลข่าวสารที่นักลงทุนตอบสนองคือ ข้อมูลข่าวสารทั้งหมดในช่วงที่ตลาดปิดทำการ

จากงานศึกษาของ De Bondt and Thaler (1985) Amihud and Mendelson (1987) และ Fung et al. (2000) พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของการกลับตัวของราคาในระหว่างวันกับปริมาณข้อมูลข่าวสารสะสมในช่วงตลาดปิดทำการ หรือขนาดการเปลี่ยนแปลงของราคาเปิดและปิด ซึ่งก็อยู่บนพื้นฐานแนวคิดเรื่อง “Overreaction Hypothesis” โดยมีเหตุผลทางจิตวิทยาว่า เหตุการณ์ภายนอกมีผลกระทบต่ออารมณ์ของมนุษย์ ยิ่งมีความรุนแรงและความตึงเครียดของเหตุการณ์มาก มนุษย์ก็จะยิ่งตอบสนองต่อเหตุการณ์นั้นๆ มาก (Fung, Lam and Lam, 2010)

แนวคิดสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis) ของ Fama (1970) ได้กล่าวไว้ว่า ประสิทธิภาพของตลาดจะแปรผันตรงกับสภาพคล่องหรือปริมาณการซื้อขายของตลาด กล่าวคือ ยิ่งตลาดมีปริมาณการซื้อขายหรือมีสภาพคล่องสูง ตลาดนั้นก็ยิ่งมีแนวโน้มเข้าสู่นิยามของตลาดที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งทำให้ยากที่จะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ไม่เพียงแต่สภาพคล่องเท่านั้น ประเภทของตลาดก็มีผลต่อประสิทธิภาพของตลาดด้วยเช่นกัน ซึ่งตลาดในประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Market) นักลงทุนมีการรับรู้ข้อมูลข่าวสารได้อย่างรวดเร็วและทั่วถึงพร้อมกัน ราคาตลาดจึงสะท้อนข้อมูลข่าวสารได้อย่างสมบูรณ์มากกว่าตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market)

วิธีการดำเนินการวิจัย

1) การศึกษาค้นคว้าการตอบสนองเกินจริงของราคาในระหว่างวันของ SET50 Index Futures และ S&P 500 futures ผู้ศึกษาเลือกใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event-study Methodology) โดยกำหนดวันเหตุการณ์ (Event Day) คือวันที่มีการเปลี่ยนแปลงของราคาเปิดเทียบกับราคาปิด (Opening Gap) หรืออัตราผลตอบแทนจากราคาเปิด (Opening Return หรือ OR) มีค่ามากกว่าหรือเท่ากับ $\pm 0.10\%$, $\pm 0.20\%$, $\pm 0.30\%$ และ $\pm 0.40\%$ ซึ่งค่าตัวกรองวันเหตุการณ์เหล่านี้กำหนดตามความเหมาะสมที่สอดคล้องกับความผันผวนของตลาด ค่าอัตราผลตอบแทนจากราคาเปิด (OR) คำนวณได้จากการเปลี่ยนแปลงของราคาเปิดเทียบกับราคาปิดวันก่อนหน้าในรูปแบบของ Log Return ดังนี้

$$OR_i = 100 \times \ln \left(\frac{\text{Opening Price}_i}{\text{Previous Closing Price}_i} \right) \quad (1)$$

โดยที่

OR_i คือค่าอัตราผลตอบแทนจากราคาเปิดของวันเหตุการณ์ที่ i

Opening Price_i คือราคาเปิดของวันเหตุการณ์ที่ i

$\text{Previous Closing Price}_i$ คือราคาปิดของวันเหตุการณ์ที่ i

อัตราผลตอบแทนสะสมรายนาที่ (Cumulative Return หรือ CAR) ของ SET50 Index Futures และ S&P 500 futures จะคำนวณในทุกวันเหตุการณ์ (Event Day) และคำนวณเป็นราย 5 นาที่ในช่วง 2 ชั่วโมงแรกหลังจากตลาดเปิด โดยคำนวณในรูปแบบของ Log Return ดังต่อไปนี้

$$CAR_{i,t} = \ln(P_{i,t}) - \ln(P_{i,0}) \quad (2)$$

โดยที่

$CAR_{i,t}$ คืออัตราผลตอบแทนสะสม ณ นาที่ที่ t หลังเวลาตลาดเปิดของวันเหตุการณ์ที่ i

$P_{i,t}$ คือราคาปิด ณ นาที่ที่ t หลังเวลาตลาดเปิดของวันเหตุการณ์ที่ i

$P_{i,0}$ คือราคาเปิดของวันเหตุการณ์ที่ i

เมื่อนำผลตอบแทนสะสม ณ นาที่ที่ t ต่างๆของทุกวันเหตุการณ์มาหาค่าเฉลี่ยแล้ว เราจะได้ผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมดังนี้

$$ACAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{i,t} \quad (3)$$

โดยที่

$ACAR_t$ คือผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมของทุกวันเหตุการณ์ ณ นาที่ที่ t หลังเวลาตลาดเปิด

N คือจำนวนวันเหตุการณ์ทั้งหมด

หลังจากได้ผลตอบแทนเฉลี่ยสะสม (ACAR) ของทุกนาที่ที่ t แล้ว ขั้นตอนต่อไปคือการวิเคราะห์ความมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนด้วยสถิติ T-test

จากการศึกษาของ Grant, Wolf and Yu (2005) พบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมของ S&P 500 Futures ในช่วงปี ค.ศ.1987 ถึง ค.ศ.2002 ภายหลังตลาดเปิดมีลักษณะการเคลื่อนไหวที่ต่อเนื่องไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากราคาเปิด (Opening Return) เป็นระยะเวลาประมาณ 10-15 นาที่ ก่อนที่จะกลับตัวในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเป็นเพราะปัญหาด้านสภาพคล่อง (Liquidity Problem) หลังจากที่นักลงทุนรับรู้ข่าวสารในช่วงตลาดปิด นักลงทุนมีการส่งคำสั่งให้ซื้อหรือขาย ณ ราคาตลาดเปิด แต่เมื่อค้นพบว่าตอนตลาดเปิดมีการเปลี่ยนแปลงของราคาปิดเทียบกับราคาเปิด (Opening Gap) ที่สูงมาก อาจเป็นไปได้ว่านักลงทุนจึงจำเป็นต้องรีบปิดสัญญาดังกล่าว ดังนั้นผู้ศึกษาจึงทำการทดสอบด้วยวิธีการศึกษาแบบเดิมโดยเทียบกับเวลาหลังตลาดเปิดทำการที่ 5, 10, 15 และ 20 นาที่ แทนการทดสอบการตอบสนองเกินจริงเทียบกับเวลาตลาดเปิด เพื่อหาจุดกลับตัวของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมหลังตลาดเปิด (ACAR)

2) การวิเคราะห์ผลตอบแทนโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบ Contrarian

ผู้ศึกษาต้องการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ของ SET50 Index Futures และ S&P 500 Futures โดยผู้ศึกษาจะนำอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสะสม (ACAR) ที่มากที่สุดจากการทดสอบเทียบกับเวลาต่างๆ มาหักกับค่าธรรมเนียมการซื้อขายเพื่อวิเคราะห์ผลตอบแทนโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบ Contrarian ว่ามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

ค่าธรรมเนียมการซื้อขายประกอบไปด้วยค่า 1) Spread (ผลต่างระหว่าง Bid กับ Offer) ซึ่งคำนวณจากค่า Spread เฉลี่ยในช่วงที่ทำการศึกษา 1 ปี ของ SET50 Index Futures เท่ากับ 0.151476 จุด และ S&P 500 Futures เท่ากับ 0.255274 จุด 2) ค่าธรรมเนียมของบริษัทหลักทรัพย์ใน SET50 Index Futures แบ่งตามปริมาณการซื้อขายคืออัตราค่าธรรมเนียมที่ซื้อขาย 1-25, 26-100, 101-500 และมากกว่า 500 สัญญา และสำหรับ S&P 500 Futures ใช้ค่าธรรมเนียมในการคำนวณเท่ากับ \$5.0 ต่อสัญญา (0.25bps) ตามสมมติฐานจากรายงานวิเคราะห์ต้นทุนการซื้อขายชื่อ “The Big Picture: A Cost Comparison of Futures and ETFs” ในเว็บไซต์ของ CME Group 3) ค่าผลกระทบต่อตลาด (Market Impact) การศึกษานี้สมมติให้ไม่มีผลต่อตลาด

3) การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดการเปลี่ยนแปลงของราคาเปิดกับปิด (Opening Gap) กับอัตราผลตอบแทนของการตอบสนองเกินจริงระหว่างวัน

จากงานศึกษาของ Fung et al. (2000) ที่ได้พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของการตอบสนองเกินจริง กับขนาดการเปลี่ยนแปลงของราคาเปิดและปิด ตามพื้นฐานแนวคิดเรื่อง “Overreaction Hypothesis” ผู้ศึกษาเลือกใช้การวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากราคาเปิดของวันเหตุการณ์ที่ i (OR_i) และผลตอบแทนสะสมของวันเหตุการณ์ที่ i ณ เวลา t นานี้ หลังเวลาตลาดเปิด ($CAR_{i,t}$) ดังนี้

$$CAR_{i,t} = \alpha_t + \beta_t OR_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

โดยที่

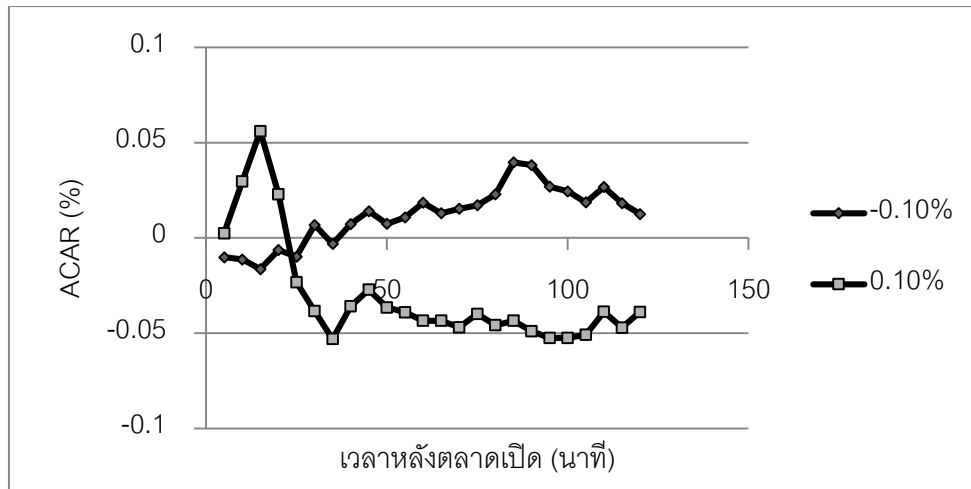
$CAR_{i,t}$ คืออัตราผลตอบแทนสะสมของวันเหตุการณ์ที่ i ณ วันที่ t หลังเวลาตลาดเปิด

OR_i คืออัตราผลตอบแทนจากราคาเปิดของวันเหตุการณ์ที่ i

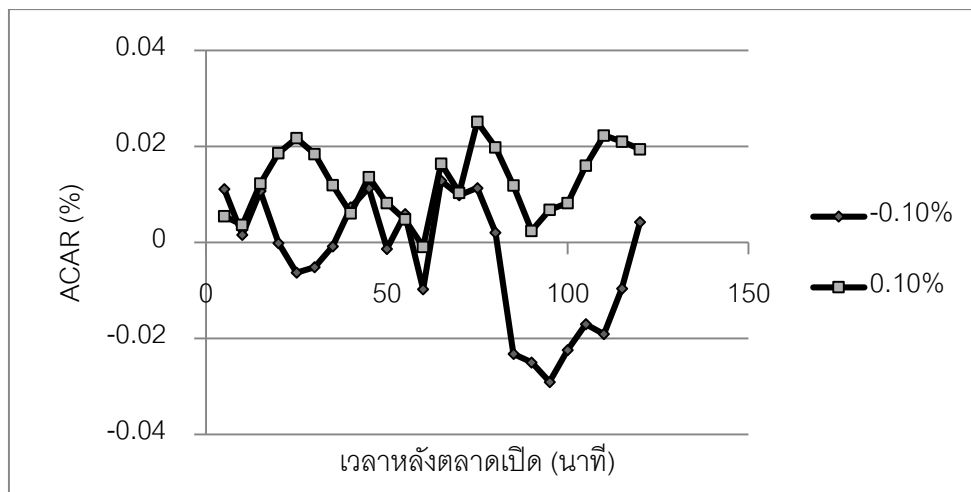
ผลการศึกษา การอภิปรายผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

1) ผลการศึกษาการตอบสนองเกินจริงระหว่างวัน และผลการวิเคราะห์ผลตอบแทนโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบ Contrarian ของ SET50 Index Futures และ S&P 500 Futures

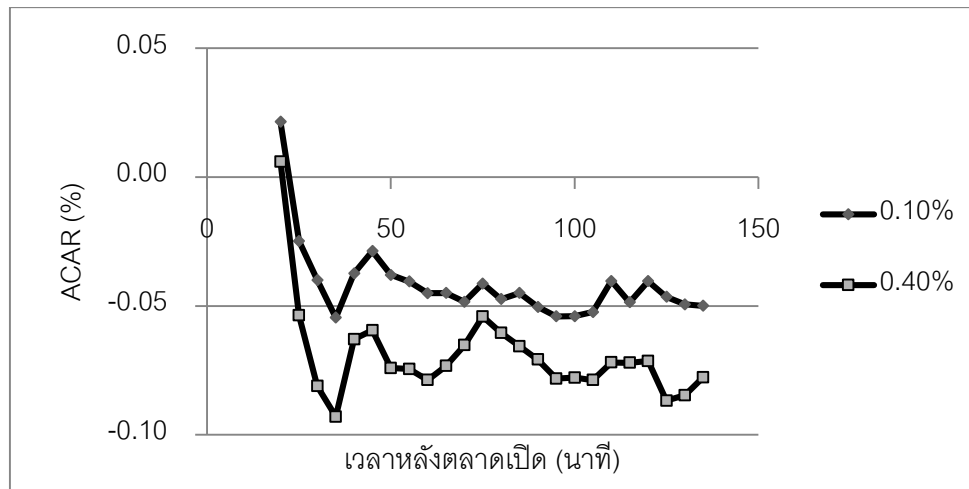
จำนวนวันเหตุการณ์ที่ใช้ในการศึกษาคือ 195 และ 190 วันใน SET50 Index Futures และ S&P 500 Futures ตามลำดับ ผลการศึกษาการตอบสนองเกินจริงระหว่างวันแสดงดังรูปที่ 1 และ 2 ส่วนผลการวิเคราะห์ผลตอบแทนโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบ Contrarian แสดงดังรูปที่ 3



รูปที่ 1 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมของ SET50 Index Futures ของวันที่มีตัวกรองวันเหตุการณ์ $\pm 0.10\%$



รูปที่ 2 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมของ S&P 500 Futures ของวันที่มีตัวกรองวันเหตุการณ์ $\pm 0.10\%$



รูปที่ 3 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมที่ปรับกับค่าธรรมเนียมการซื้อขายที่มากกว่า 500 สัญญา ของ SET50 Index Futures ของวันที่มีตัวกรองวันเหตุการณ์ +0.10% และ +0.4%

จากรูปที่ 1 SET50 Index Futures พบการเคลื่อนไหวที่ต่อเนื่องไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากราคาเปิด (Opening Return) ในช่วง 15 นาทีแรก และพบการกลับตัวหรือการตอบสนองเกินจริงอย่างมีนัยสำคัญหลังนาทีที่ 15 สอดคล้องกับงานวิจัยของ Grant et al. (2005) โดยเฉพาะวันที่มีข่าวสารเชิงบวก (ตัวกรอง +0.1%) ซึ่งพบลักษณะเช่นนี้ในทุกตัวกรอง อีกทั้งจากรูปที่ 3 ยังพบว่านักลงทุนสามารถใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบ Contrarian ในการสร้างอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) จากการกลับตัวของราคาได้อย่างมีนัยสำคัญด้วยการขาย (Short) ณ นาทีที่ 15 ในกรณีวันที่มีข่าวสารเชิงบวก ทั้งนี้การที่ไม่พบการกลับตัว ณ เวลาตลาดเปิดอาจเป็นเพราะปัญหาด้านสภาพคล่อง (Liquidity Problem) หลังจากที่นักลงทุนรับรู้ข่าวสารในช่วงตลาดปิด นักลงทุนมีการส่งคำสั่งให้ซื้อหรือขาย ณ ราคาตลาดเปิด แต่เมื่อค้นพบว่าตอนตลาดเปิดมีการเปลี่ยนแปลงของราคาปิดเทียบกับราคาเปิดที่สูงมาก อาจเป็นไปได้ว่านักลงทุนจึงจำเป็นต้องรีบปิดสัญญาดังกล่าว ในขณะที่เดียวกันอาจเป็นไปได้ว่ามีนักลงทุนอีกกลุ่มหนึ่งที่สังเกตเห็นโอกาสในการทำกำไรจากการเปลี่ยนแปลงของราคาปิดเทียบกับราคาเปิดที่สูง จึงรีบทำการเปิดสัญญาซื้อหรือขายในช่วงตลาดเปิด (Fung et al., 2010; Grant et al., 2005)

ส่วนผลการศึกษาของ S&P 500 Futures ดังรูปที่ 2 พบว่าผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมเคลื่อนไหวที่ในกรอบที่แคบ ทำให้ไม่พบพฤติกรรมการกลับตัวหรือการตอบสนองเกินจริง และอัตราผลตอบแทนเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญเหมือน SET50 Index Futures ซึ่งไม่สอดคล้องกับแนวคิดเรื่องการตอบสนองเกินจริงของตลาด อีกทั้งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยที่เคยทำการศึกษา อาจเป็นเพราะระบบการซื้อขายในปัจจุบันที่แตกต่างจากระบบการซื้อขายในสมัยที่เคยทำการวิจัย หรืออาจเป็นเพราะ S&P 500 Futures เป็นตลาดที่เปิดการซื้อขายมาเป็นเวลานาน นักลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดจึงเรียนรู้จากข้อผิดพลาดและใช้เหตุผลในการตัดสินใจมากขึ้น แต่ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด ทั้งนี้อาจเป็นเพราะ S&P 500 Futures เป็นตลาดที่มีปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยสูงกว่า SET50 Index Futures 9.51 เท่า และเป็นตลาดในประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Market) นักลงทุนมีการรับรู้ข้อมูลข่าวสารได้อย่างรวดเร็วและทั่วถึง

พร้อมกันมากกว่าตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) จึงทำให้ S&P 500 Futures ของประเทศสหรัฐอเมริกามีแนวโน้มที่จะมีประสิทธิภาพมากกว่า SET50 Index Futures ของประเทศไทย และยากที่จะสร้างอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้

2) การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดการเปลี่ยนแปลงของราคาเปิดกับปิด (Opening Gap) กับอัตราผลตอบแทนของการตอบสนองเกินจริงระหว่างวัน

การศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างขนาดการเปลี่ยนแปลงของราคาเปิดและปิด กับการตอบสนองเกินจริงระหว่างวันใน SET50 Index Futures และ S&P 500 Futures สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และสอดคล้องกับงานวิจัยของ De Bondt and Thaler (1985) Amihud and Mendelson (1987) และ Fung et al. (2000) ที่พบว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวมีนัยสำคัญใน S&P 500 Futures เนื่องจากบนพื้นฐานแนวคิดเรื่อง “Overreaction Hypothesis” ที่ว่าขนาดการเปลี่ยนแปลงของราคาเปิดและปิดเป็นตัวแทนของปริมาณข้อมูลข่าวสารที่สะสมในช่วงตลาดปิด และเนื่องจากนักลงทุนมีแนวโน้มที่จะตอบสนองเกินจริงต่อข้อมูลข่าวสาร ทำให้ขนาดการเปลี่ยนแปลงของราคาเปิดและปิดแปรผันโดยตรงกับขนาดของการตอบสนองเกินจริงต่อข้อมูลข่าวสารนั้น

บรรณานุกรม

- Amihud, Y. and Mendelson, H. (1987). Trading Mechanisms and Stock Returns: An Empirical Investigation. *Journal of Finance*, 42, 533–553.
- Atkins, A. B. and Dyl, E. A. (1990). Price Reversals, Bid–Ask Spreads, and Market Efficiency. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, 535–547.
- De Bondt, W. F. M. and Thaler, R. H. (1985). Does the Stock Market Overreact?. *Journal of Finance*, 40, 793–808.
- Ekman, P. D. (1992). Intraday Patterns in the S&P 500 Index Futures Market. *The Journal of Futures Markets*, 12, 365–381.
- Fabozzi, F. J., Ma, C. K., Chittenden, W. T. and Pace, R. D. (1995). Predicting Intraday Price Reversals. *Journal of Portfolio Management*, 21, 42–53.
- Fung, A. K., Lam, K. and Lam, K. (2010). Do the prices of stock index Futures in Asia overreaction to U.S. market return?. *Journal of Empirical Finance*, 17, 428–440.
- Fung, A. K., Mok, D. M. and Lam, K. (2000). Intraday price reversals for index Futures in the US and Hong Kong. *Journal of Banking & Finance*, 24, 1179–1201.
- Grant, J. L., Wolf, A. and Yu, S. (2005). Intraday price reversals in the US stock index Futures market: A 15–year study. *Journal of Banking & Finance*, 29, 1311–1327.