

# THE MOST IMPORTANT THING

---

Uncommon Sense for the  
Thoughtful Investor

---

นักลงทุนเหนือชั้น

สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุน

ผู้เขียน Howard Marks

ผู้แปล ศักดิ์สิทธิ์ แสงอรุณ

*FP*<sup>®</sup>

[www.fp.co.th](http://www.fp.co.th)

หากท่านต้องการอ่านเนื้อหาเพิ่มเติมของหนังสือหุ้น  
ในเครือสำนักพิมพ์ FP และ NSIX แบบเจาะลึก  
และนำไปประยุกต์ใช้จริง โปรดสแกน QR โค้ดนี้  
หรือเข้าไปที่ [www.INVESTING.industries](http://www.INVESTING.industries)



INVESTING.in.th

## THE MOST IMPORTANT THING

เรื่อง : The Most Important Thing  
เขียน : Howard Marks  
แปลและเรียบเรียง : ศักดิ์สิทธิ์ แสงอรุณ  
บรรณาธิการบริหาร : เอกสิทธิ์ หัสสรังสี  
บรรณาธิการที่ปรึกษา : ณัฏชา หัสสรังสี  
บรรณาธิการ : กรศุภ มังกรแก้ว  
ผู้ช่วยบรรณาธิการ : สาโรจน์ สภาสกุลวนิช  
: วุฒิชัย ปริญญาอนุสรณ์  
ศิลปกรรมปก/รูปเล่ม : ปกักร ผนรรดิษฐ์  
Cover Image : © South China Morning Post

Copyright © 2011 by Howard Marks

Thai language translation copyright © 2023 by FP Edition Co., Ltd.

All rights reserved.



[www.fp.co.th](http://www.fp.co.th)

จัดพิมพ์โดย

บริษัท เอฟพี เอดิชั่น จำกัด

63 ซอยนวมินทร์ 85

ถนนนวมินทร์ แขวงนวมินทร์

เขตปทุมธานี กรุงเทพมหานคร 10240

โทรศัพท์ 081-687-9000

email: [we@investing.in.th](mailto:we@investing.in.th)

[www.facebook.com/investing.in.th](http://www.facebook.com/investing.in.th)

line: [@investing.in.th](https://www.facebook.com/investing.in.th)

จัดจำหน่ายโดย

บริษัท ซีเอ็ดดูเคชั่น จำกัด (มหาชน)

เลขที่ 1858/87-90 ถนนเพชรตัด แขวงบางนาใต้ เขตบางนา กรุงเทพมหานคร 10260

โทรศัพท์ 02-739-8000

พิมพ์ที่ : บริษัท ด้านสุทธาการพิมพ์ จำกัด

# สารบัญ

|                                                                                                          |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| บทนำ.....                                                                                                | 8   |
| บทที่ 1.....                                                                                             | 15  |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...<br>การคิดให้เหนือขึ้นไปอีกขั้น                                   |     |
| บทที่ 2.....                                                                                             | 24  |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...<br>การทำความเข้าใจเรื่องตลาดมีประสิทธิภาพ<br>(และข้อจำกัดของมัน) |     |
| บทที่ 3.....                                                                                             | 39  |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...<br>การว่าด้วยเรื่องมูลค่า                                        |     |
| บทที่ 4.....                                                                                             | 52  |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...<br>ความสัมพันธ์ระหว่างราคากับมูลค่า                              |     |
| บทที่ 5.....                                                                                             | 64  |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...<br>การทำความเข้าใจเรื่องของความเสี่ยง                            |     |
| บทที่ 6.....                                                                                             | 90  |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...<br>การรับรู้ถึงความเสี่ยง                                        |     |
| บทที่ 7.....                                                                                             | 107 |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...<br>การคุมความเสี่ยงเอาไว้ให้อยู่หมัด                             |     |
| บทที่ 8.....                                                                                             | 122 |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...<br>การติดตามคลื่นวัฏจักร                                         |     |
| บทที่ 9.....                                                                                             | 133 |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...<br>การรู้เท่าทันรูปแบบการแกว่งตัวแบบเพนดูลัม                     |     |

|                                             |            |
|---------------------------------------------|------------|
| <b>บทที่ 10</b> .....                       | <b>145</b> |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...     |            |
| การต่อสู้กับอิทธิพลด้านมืดในตัวคุณ          |            |
| <b>บทที่ 11</b> .....                       | <b>163</b> |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...     |            |
| การเป็นนักแทงสวนอย่างไต่ร่ตรง               |            |
| <b>บทที่ 12</b> .....                       | <b>178</b> |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...     |            |
| การพยายามไล่ล่าหาส่วนลด                     |            |
| <b>บทที่ 13</b> .....                       | <b>190</b> |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...     |            |
| การรอคอยโอกาสอย่างอดทน                      |            |
| <b>บทที่ 14</b> .....                       | <b>205</b> |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...     |            |
| การตระหนักว่าไม่รู้สิ่งใด                   |            |
| <b>บทที่ 15</b> .....                       | <b>218</b> |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...     |            |
| การรู้ถึงจุดที่ตัวเองกำลังยืนอยู่           |            |
| <b>บทที่ 16</b> .....                       | <b>233</b> |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...     |            |
| การยอมรับในความเป็นไปของโชคชะตา             |            |
| <b>บทที่ 17</b> .....                       | <b>245</b> |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...     |            |
| การลงทุนเชิงรับเป็นหลัก                     |            |
| <b>บทที่ 18</b> .....                       | <b>265</b> |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...     |            |
| การหลีกเลี่ยงหลุมพรางรูปแบบต่างๆ            |            |
| <b>บทที่ 19</b> .....                       | <b>288</b> |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...     |            |
| ทักษะการเพิ่มมูลค่า                         |            |
| <b>บทที่ 20</b> .....                       | <b>299</b> |
| สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ...     |            |
| การนำทุกสิ่งที่เรียนรู้มาประยุกต์ใช้ด้วยกัน |            |



////////////////////////////////////

หนังสือเล่มนี้จัดทำเพื่อ  
แนนซี่ เจน กับแอนดรูว์  
ด้วยรักทั้งหมดของพ่อแม่

////////////////////////////////////

# บทนำ

เป็นเวลากว่า 20 ปี ที่ผมได้เขียนบันทึกข้อความอยู่เป็นระยะๆ ให้กับลูกค้าทั้งหลายของผม ... ตอนแรกเลยก็คือลูกค้าที่บริษัท Trust Company of the West และในภายหลังก็เขียนให้กับลูกค้าที่ Oaktree Capital Management ซึ่งเป็นบริษัทที่ผมร่วมก่อตั้งขึ้นมาในปี 1995 ผมใช้บันทึกข้อความเหล่านี้ เพื่อปูรากฐานให้กับปรัชญาการลงทุนของผม ใช้มันอธิบายการทำงานในแวดวงการเงินและบันทึกไว้ว่าเรื่องที่เกิดขึ้นล่าสุดเมื่อเร็วๆ นี้ผมมีความคิดเห็นไว้ว่าอย่างไรบ้าง บันทึกข้อความเหล่านั้นก่อร่างสร้างขึ้นเป็นแก่นกลางของหนังสือเล่มนี้ และคุณจะได้เจอกับช่วงที่ติดตามจากบันทึกข้อความเหล่านั้นในหลายๆ หน้าที่จะมาถึง เนื่องจากผมเชื่อว่าบทเรียนเหล่านั้น สามารถนำมาปรับใช้ได้ในวันนี้เหมือนกับในวันวานที่พวกมันถูกเขียนขึ้นมา โดยที่การรวมเข้าไปในหนังสือเล่มนี้ ผมอาจทำการปรับปรุงเล็กน้อย หลักๆ แล้วก็คือทำให้สารที่สื่อออกมานั้นชัดเจนยิ่งขึ้น

เอาตรงๆ เลยนะว่า อะไรคือ “สิ่งที่ขาดไปไม่ได้?” ในเดือนกรกฎาคม ปี 2003 ผมนั่งเขียนบันทึกข้อความฉบับหนึ่งด้วยหัวเรื่องนั้น ซึ่งได้พยายามดึงสิ่งต่างๆ ที่ผมรู้สึกว่าเป็นแก่นสารสำคัญที่จะผลักดันให้ประสบความสำเร็จในการลงทุน เรื่องมันเริ่มต้นอย่างนี้ “ตอนที่ผมได้พบปะกับเหล่าลูกค้าปัจจุบันและผู้ที่จะมาเป็นลูกค้าของผมในอนาคต ผมมักจะไต่ถามตัวเองพูดซ้ำๆ อยู่นั่นแหละว่า ‘สิ่งที่ขาดไปไม่ได้เลยก็คือ X’ และจากนั้นสิบนาทีต่อมาก็ได้ยินตัวเองอีกว่า ‘สิ่งที่ขาดไปไม่ได้เลยก็คือ Y’ และจากนั้นก็ Z และเข้าไปซ้ำมาอยู่อย่างนั้น” ทั้งหมดที่เล่ามาทำให้บันทึกข้อความนั้นจบลงด้วยการถกเรื่องความคิดของ “สิ่งต่างๆ ที่ขาดไปไม่ได้เลย” ถึง 18 อย่าง!

ตั้งแต่เริ่มทำบันทึกข้อความดั้งเดิมฉบับนั้น ผมได้ทำการปรับแต่งสองสามอย่างในสิ่งที่เรียกว่า “สิ่งที่ขาดไปไม่ได้” แต่หลักความคิดพื้นฐานนั้นไม่ได้เปลี่ยนไปเลยแม้แต่น้อย นั่นก็คือ พวกมันเป็นสิ่งที่ขาดไม่ได้เลยทั้งนั้น การลงทุนที่ประสบความสำเร็จต้องการการเอาใจใส่ ไตร่ตรองในหลายๆ แง่มุมทั้งหมดนั้นในเวลาเดียวกัน การมองข้ามสิ่งใดสิ่งหนึ่งอาจจะทำให้ผลลัพธ์ที่ได้ไม่สะกิดใจ นั่นคือเหตุผลว่าทำไมผมถึงเขียนหนังสือเล่มนี้ขึ้นมาเรื่อยๆ แก่นกลางแนวคิดของพวกสิ่งที่ขาดไม่ได้ทั้งหลายนั้น ... แต่ละอย่างคืออิฐแต่ละก้อน ที่ผมหวังว่าจะก่อร่างสร้างเป็นกำแพงอันแข็งแกร่ง และไม่มีก้อนใดทำหน้าที่แทนกันได้

ผมไม่ได้ตั้งใจที่จะเขียนหนังสือคู่มือการลงทุน แทนที่จะทำอย่างนั้น ผมเขียนหนังสือเล่มนี้ขึ้นมาเพื่อเป็นตัวแทนของปรัชญาการลงทุนของผม ผมคิดว่านี่แหละคือสิ่งที่ผมเชื่อมั่น และในช่วงชีวิตการลงทุนของผมที่ผ่านมา มันได้ทำหน้าที่เป็นดังศาสนาหนึ่งให้กับผม สิ่งเหล่านี้คือสิ่งที่ผมยึดมั่น เป็นหลักนำทางที่ทำให้ผมยังคงอยู่บนถนนเส้นปัจจุบันได้ ข้อความต่างๆ ที่ผมส่งมอบให้กับพวกคุณนั้น คือสิ่งที่ผมตระหนักว่ามันเป็นเรื่องที่ใช้ได้ไม่เสื่อมคลาย ผมเชื่อมั่นยิ่งกว่าสิ่งใดๆ ประเด็นต่างๆ ของข้อความเหล่านี้จะสามารถใช้ได้ไปอีกนานแสนนาน

คุณจะได้ไม่อ่านหนังสือ how-to หรือทฤษฎี มันไม่มีสูตรสำเร็จแน่นอน คายตัวสำหรับการลงทุนให้ประสบความสำเร็จ ไม่มีชุดคำสั่งแบบขั้นต่อขั้นให้ทำตาม ไม่มีสูตรประเมินมูลค่าทั้งหลายที่ใส่ค่าคงที่ทางคณิตศาสตร์หรืออัตราส่วนคงที่ใดๆ ในเล่ม ... อันที่จริงก็มีนิดหน่อยครับ หนังสือเล่มนี้เป็นเพียงแนวทางหนึ่งในการคิด ที่อาจช่วยให้คุณทำการตัดสินใจดีๆ และบางทีสิ่งที่สำคัญไปกว่านั้นก็คือ ทำให้คุณหลีกเลี่ยงการขาดทุนหนักๆ ที่หลอกจะจับเราลงกับดักในหลายๆ ครั้ง

ผมไม่ได้ตั้งเป้าหมายในการกระทำใดๆ ที่เกี่ยวเนื่องกับการลงทุนให้ดูง่าย อันที่จริง สิ่งเดียวที่ผมอยากจะทำให้ชัดเจนมากที่สุดก็คือ ให้เห็นว่า มันซับซ้อนขนาดไหน คนที่พยายามทำให้การลงทุนดูเรียบง่าย กำลังทำให้ผู้ที่รับฟังพวกเขาอยู่นั้นเกิดความเสียหายอย่างใหญ่หลวง ผมจะยึดมั่น

อยู่กับความคิดเกี่ยวกับการทำผลตอบแทนในแบบเดิมๆ แล้วกัน นั่นก็คือ การตระหนักถึงเรื่องของความเสี่ยงและกระบวนการต่างๆ ไม่ว่าครั้งไหนที่ผมถกเรื่องสินทรัพย์อย่างเจาะจงหรือกลเม็ดใดๆ ผมทำไปเพียงเพราะ นั่นจะทำให้สิ่งที่ผมกำลังพูดอยู่เห็นภาพได้มากขึ้น

ขอพูดอย่างหนึ่งเกี่ยวกับการเรียบเรียงลำดับเนื้อหาของหนังสือเล่มนี้หน่อยแล้วกัน อย่างที่ผมได้เอ่ยไปก่อนหน้านี้แล้วว่า การลงทุนที่ประสบความสำเร็จนั้นต้องคำนึงถึงการใส่ใจไตร่ตรองเป็นอย่างมากในหลายๆ เรื่องพร้อมกัน ถ้าเป็นไปได้ผมก็อยากจะพูดถึงพวกมันพร้อมๆ กันไปเลย แต่โชคร้ายเหลือเกินที่ข้อจำกัดของภาษานั้นบีบบังคับให้ผมต้องเล่าเรื่องให้ฟังทีละเรื่องทีละตอน ดังนั้นผมจึงเริ่มด้วยการกล่าวถึงสภาวะแวดล้อมของตลาดซึ่งการลงทุนใดๆ ก็ตามได้เกิดขึ้น ณ ที่แห่งนั้น เพื่อให้เห็นภาพของสนามจริงก่อน จากนั้นผมจึงจะขยับไปพูดถึงเรื่องของตัวเหล่านักลงทุนเอง ซึ่งเป็นสิ่งที่ส่งผลต่อความสำเร็จในการลงทุนหรือการขาดสิ่งใดสิ่งหนึ่งสำหรับการลงทุนไป และผมจะพูดถึงสิ่งที่เหล่านักลงทุนควรทำเพื่อเพิ่มเติมต่อการลงทุนให้ตัวเองด้วย ส่วนในบทหลังๆ นั้นจะเป็นการพยายามดึงทั้งสองหัวข้อที่ผมได้กล่าวมาก่อนหน้านั้นรวมไว้ด้วยกันเพื่อเป็นการสรุป แม้ปรัชญาของผมจะมีความ “คล้ายคลึงกัน” อย่างไรก็ตาม แนวคิดบางอย่างนั้นมีความสำคัญมากเกินกว่าที่จะบีบอัดไว้ในบทเดียวได้ และเพราะเหตุนั้น โปรดอดทนกับผมหน่อยหากคุณรู้สึกว่ามันเป็นการพูดซ้ำๆ วนไปวนมา

ผมหวังว่าคุณจะรู้สึกว่าการอ่านในหนังสือเล่มนี้อ่านสิ้นไหลเหมือนดั่งนิยาย ชวนให้ถกคิด และอาจถึงขั้นทำให้เกิดข้อถกเถียงขึ้นมาได้ ถ้าใครสักคนเดินมาบอกผมว่า “ผมอ่านหนังสือคุณเพลินมากๆ มันรวมทุกอย่างที่ผมเคยอ่านเอาไว้ในเล่มเดียวเลยนะ” ผมจะรู้สึกว่ามันเหลือสุดๆ เป้าหมายของผมคือการเสนอแนวคิดต่างๆ และวิธีคิดเกี่ยวกับการลงทุนซึ่งคุณยังไม่เคยมองในมุมนั้นมาก่อน! เสียงสวรรค์ที่ผมอยากได้ยินคงเป็นคำสั้นๆ เจ็ดพยางค์นี้ “ผมไม่เคยมองมุมนี้เลย”

บอกไว้ก่อนเลย คุณอาจเห็นว่าผมใช้เวลาพูดถึงเรื่องของความเสี่ยงและการจำกัดความเสี่ยง มากกว่าการพูดถึงว่าจะทำผลตอบแทนจากการลงทุนได้อย่างไร สำหรับผมเอง ความเสี่ยงเป็นเรื่องที่น่าสนใจมากกว่า ทำหายกว่า และเป็นสิ่งที่ป็นเนื้อแท้ของการลงทุน



เมื่อผู้ที่จะมาเป็นลูกค้าของผมต้องการเข้าใจว่าสิ่งใดกันนะที่ทำให้ Oaktree น่าเข้ายวนใจให้ลงทุนด้วย คำถามอันดับหนึ่งเลยที่มักจะถูกถามมา มีเนื้อความประมาณว่า “อะไรเป็นกุญแจสำหรับความสำเร็จของคุณ จนถึงทุกวันนี้?” คำตอบของผมนั้นเรียบง่ายมาก มันคือปรัชญาการลงทุนที่ใช้ได้ผลยังงี้ละ ซึ่งมันถูกพัฒนาและลับคมมากกว่าสี่ทศวรรษแล้ว และมันยังถูกนำไปปรับใช้อย่างรอบคอบโดยนักลงทุนรายย่อยผู้มีทักษะ ซึ่งมีวัฒนธรรมการลงทุนและมองคุณค่าในรูปแบบเดียวกันกับเรา

แล้วปรัชญาการลงทุนของใครคนใดคนหนึ่งมาจากไหนล่ะ? สิ่งหนึ่งที่ผมมั่นใจมากก็คือ ไม่มีใครหรอกที่ก้าวเข้ามาในประตูสายอาชีพการลงทุน โดยมีปรัชญาการลงทุนเพียบพร้อมสมบูรณ์มาแล้ว ปรัชญาหนึ่งๆ นั้นต้องเป็นผลผนวกรวมหลายๆ แนวคิด ซึ่งสั่งสมผ่านช่วงเวลายาวนานระดับหนึ่งจากหลายๆ แหล่งที่มา คนๆ หนึ่งนั้นไม่สามารถพัฒนาปรัชญาที่ใช้การได้ดีของเขาหรือเธอได้โดยไม่ผ่านบทเรียนชีวิตมาก่อน ในชีวิตของผมนั้น ผมค่อนข้างโชคดีในแง่ของการได้รับประสบการณ์มากมาย และได้รับบทเรียนอันทรงพลังมาหลายต่อหลายครั้ง

ช่วงเวลาที่ผมใช้ในโรงเรียนสอนธุรกิจสองแห่งนั้นได้นำการผสมผสานกันของสิ่งที่ใช้ได้ผลจริงๆ แถมเร้าใจอีกต่างหาก มันประกอบไปด้วย องค์ความรู้ต่างๆ, แนวคิดเรื่องปัจจัยเชิงคุณภาพ (qualitative) ในยุคก่อนที่จะมีทฤษฎีนี้เกิดขึ้นสมัยที่ผมเรียนอยู่ปริญญาตรีที่วอร์ดัน (Wharton), และทฤษฎีเกี่ยวกับปัจจัยเชิงปริมาณ (quantitative) ที่โรงเรียนธุรกิจระดับปริญญาโทของมหาวิทยาลัยชิคาโก (Graduate School of Business

of University of Chicago) ไม่ใช่ว่าข้อเท็จจริงหรือกระบวนการต่างๆ ที่ผมได้ร่ำเรียนมาจะเป็นสิ่งที่สำคัญที่สุด แต่เป็นการได้เอาตัวเข้าไปคลุกคลีกับสองแหล่งความรู้หลักในโลกแห่งความคิดอ่านเกี่ยวกับการลงทุน ที่ผมได้ต่อยกย้าวิธีการ ปะติดปะต่อ และสังเคราะห์ความคิดความอ่านเรื่องการลงทุนเข้าไปในหัว จนกลายเป็นวิถีทางของผมเอง

สิ่งสำคัญก็คือ ปรัชญาการลงทุนของผมนั้นมาจากการเดินทางผ่านช่วงเวลาต่างๆ ในชีวิตนี้ด้วยการเปิดหูเปิดตาเอาไว้ คุณต้องรับรู้ว่ามีโลกใบนี้มีสิ่งใดบ้างกำลังดำเนินไป และเหตุการณ์ต่างๆ เหล่านั้นจะนำพาให้เกิดผลลัพธ์ในลักษณะใด มีเพียงวิธีนี้เท่านั้นที่จะทำให้คุณสามารถเอาบทเรียนที่ได้มาใช้เมื่อมีเหตุการณ์ที่คล้ายๆ กันปรากฏตัวขึ้นมาอีกครั้ง การล้มเหลวในการทำเช่นนั้น คือสิ่งที่ทำให้นักลงทุนมากมายล้มหาย กลายเป็นเหยื่อครั้งแล้วครั้งเล่าของความรุ่งเรืองและล้มเหลวภายในรอบวัฏจักร ... มากกว่าสิ่งอื่นใดเลยทีเดียว

ผมอยากบอกว่า “ประสบการณ์คือสิ่งที่คุณได้รับไปเมื่อคุณไม่ได้รับสิ่งที่คุณต้องการ” ช่วงเวลาดีๆ หลายๆ ครั้งนั้นได้สอนแต่บทเรียนที่แย่ เช่น การบอกว่าการลงทุนนั้นเป็นเรื่องง่าย การบอกว่าคุณรู้ความลับของมันแล้ว และการบอกว่ามันไม่ใช่เรื่องจำเป็นเลยที่จะต้องมากังวลเกี่ยวกับความเสี่ยง แต่บทเรียนที่มีค่าที่สุดหลายๆ ครั้งนั้นถูกเรียนรู้ผ่านช่วงเวลาที่ยากลำบาก เมื่อคิดในมุมนั้น ผมออกจะ “โชคดี” ที่ได้รับบาดเจ็บผ่านช่วงเวลามากมาย ทั้งการสั่งห้ามนำเข้าน้ำมันจากอาหรับ, เศรษฐกิจตกต่ำพร้อมเงินเฟ้อ (stagflation), การล่มสลายของหุ้นห้าสิบด้วยักษ์ใหญ่ (Nifty Fifty) และการ “ล้มหายตายจากของหุ้น” ในทศวรรษที่ 1970 รวมถึงวันจันทร์ทมิฬในปี 1987 ตอนที่ดีชนีอุตสาหกรรม Dow Jones ตกลงไปกว่า 22.6 เปอร์เซ็นต์ในวันเดียว อีกทั้งการพุ่งขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในปี 1994 ที่ทำให้เครื่องมือทางการเงินประเภทหนี้สินที่อ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ยแทบจะตกลงไปอย่างไร้แรงโน้มถ่วง ยังมีวิกฤตตลาดเกิดใหม่, การผิ่ฉ่นัดชำระหนี้ของรัสเซีย และการล่มสลายของ Long-Term Capital Management ในปี 1998 การระเบิดของฟองสบู่

หุ่นเทคโนโลยีในปี 2000-2001, เรื่องอื้อฉาวทางบัญชีที่เกิดขึ้นในปี 2001-2002 และวิกฤตทางการเงินระดับโลกในปี 2007-2009 อีกต่างหาก

การใช้ชีวิตผ่านช่วงเวลาของทศวรรษที่ 1970 มานั้น เปรียบได้กับช่วงแห่งการก่อร่างสร้างตัว เนื่องจากมีความท้าทายมากมายถาโถมเข้ามา มันแทบจะงานเกี่ยวกับการลงทุนไม่ได้เลยระหว่างยุค 70 และนั่นก็หมายความว่า การที่คุณได้ประสบการณ์ในทศวรรษนั้น คุณจะต้องได้ทำงานอยู่แล้วก่อนที่จะเริ่มต้นขึ้น รู้ไหมว่ามีคนที่เริ่มทำงานในช่วงยุค 60 เหลืออยู่กี่คนที่ยังทำงานวงการเดิมมาถึงช่วงปลายยุค 90 ตอนที่ฟองสบู่เทคโนโลยีเริ่มก่อตัวขึ้นมา? ไม่มากนักหรอกครับ นักลงทุนผู้ซำซอมทั้งหลายส่วนมากแล้วได้เข้ามาในอุตสาหกรรมช่วงยุค 80 หรือ 90 และไม่เคยเห็นตลาดตกลงไปมากกว่า 5 เปอร์เซ็นต์กันเลย เป็นการร่วงลงมากที่สุดที่จะเห็นได้ในช่วงปี 1982 ถึง 1999

หากคุณอ่านหนังสือกว้างมากพอ คุณสามารถเรียนรู้จากผู้คนมากมายที่แนวคิดของพวกเขาได้รับการตีพิมพ์ออกมา งานเขียนบางชิ้นที่มีความสำคัญมากที่สุดสำหรับผมได้แก่ บทความอันแสนสุดยอดของ ชาร์ลี เอลลิส ที่ชื่อว่า “The Loser’s Game” (*The Financial Analysts Journal*, ฉบับเดือนกรกฎาคม-สิงหาคม ปี 1975), *A Short History of Financial Euphoria* โดย จอห์น เคนเนธ การ์ลเบธ (New York: Viking, 1990) และ *Fooled by Randomness* (*ฝีมือ โชคชะตา หรือว่า สุ่ม*) ของ นัสซิม นิโคลาส ทาเลบ (New York: Texere, 2001) แต่ละชิ้นมีอิทธิพลต่อความคิดของผมทั้งนั้น

ท้ายที่สุด ผมยังโชคเข้าข้างสุดๆ อีกด้วยจากการได้เรียนรู้โดยตรงกับนักคิดที่เหนือธรรมดาอย่าง จอห์น เคนเนธ การ์ลเบธ ในเรื่องจุดอ่อนของมนุษย์อย่างเราๆ วอเรน บัฟเฟตต์ ในเรื่องของการอดทนและมองต่างอย่างนักทฤษฎีผู้ใคร่ตรอง, ชาร์ลี มังเกอร์ ในเรื่องของความสำคัญของการคาดหวังกอย่างมีเหตุมีผล, บรูซ นิวเบิร์ก ในเรื่องของ “ความน่าจะเป็นและผลลัพธ์ที่อาจเกิดขึ้น”, ไมเคิล มิลเคน ในเรื่องของการรับมือกับความเสี่ยง และ ริค เคน ในเรื่องของการวาง “กับดัก” (โอกาสในการ

ลงทุนที่ถูกลงซึ่งคุณสามารถทำได้มากมายแต่ไม่เสียหายมากนัก (หากคิดผิด) ผมยังได้เรียนรู้จากการทำงานร่วมกับ ปีเตอร์ เบิร์นสไตน์, เซธ คลาร์แมน, แจ็ก โบเกิล, เจค็อบ รอทไฮลด์, เจเรมี แกรนธัม, โจเอล กรีนแบลตต์, โทนี เพซ, โอรีน คราเมอร์, จิม แกรนท์ และ ดั๊ก แคสส์

ความจริงที่แสนสุขอย่างหนึ่งก็คือ การที่ผมได้คลุกคลีกับสิ่งต่างๆ เหล่านี้และตระหนักได้มากพอที่จะผนวกรวมพวกมันเข้าด้วยกันในปรัชญาการลงทุนที่ใช้การได้ดีสำหรับองค์กรของผม ... และสำหรับลูกค้าของผม ด้วย ... ในเวลาหลายปีที่ผ่านมา มันไม่ใช่เพียงสิ่งที่ใช้หนึ่งเดียวเท่านั้น ... ยังมีอีกมากมายหลายวิธีที่จะก่อให้เกิดผลลัพธ์ที่ต้องการ ... เพียงแต่นี้คือวิธีที่ใช้ได้ดีสำหรับเรา

ผมขอแรงชี้ให้เห็นว่าปรัชญาของผมนั้นคงไม่ได้มีความหมายเท่าใดนักหากปราศจากการนำไปใช้อย่างซื่อซอ ในส่วนของหุ้นส่วนคนอื่นๆ ที่แสนมหัศจรรย์ ผู้ร่วมก่อตั้ง Oaktree อย่าง ... บรูซ คาร์ช, เซลดอน สโตน, แลรี คิลีย์, ริชาร์ด แมสสัน และ สตีฟ แคปแลน ... กลุ่มคนซึ่งผมโชคดีมากพอที่ได้ก่อร่างสร้างทีมกันมาระหว่างปี 1983 ถึง 1993 ผมเรียนรู้ว่าไม่มีแนวคิดใดจะดีไปกว่าแนวคิดที่ถูกนำไปปฏิบัติจริง และนั่นยิ่งเป็นความจริงแท้มากขึ้นไปอีกเมื่ออยู่ในโลกของการลงทุน ปรัชญาที่ผมนำมาแบ่งปันนี้คงไม่สามารถดึงดูดความสนใจจากใครได้ หากหุ้นส่วนของผมและเพื่อนร่วมงานทุกคนที่ Oaktree ไม่นำมันไปใช้อย่างสำเร็จท่วมท้นอย่างที่เราเห็นกันนี้

# 1

## สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ... การคิดให้เหนือขึ้นไปอีกชั้น

---

ศิลปะในการลงทุนมีลักษณะอย่างหนึ่งที่คนทั่วไปไม่ค่อยชอบนัก ผลตอบแทนที่พอใช้สามารถทำได้จริง โดยนักลงทุนธรรมดาๆ ด้วยการ ให้ความสนใจและความสามารถเพียงเล็กน้อย แต่การที่จะยกระดับ มาตรฐานผลตอบแทนที่พอใช้ให้ดีขึ้นไปกว่านั้นอีก ต้องลงมือทำ อย่างเข้มข้น และต้องทำมากกว่าการดำเนินตามร่องรอยภูมิปัญญา ที่ถูกทิ้งเอาไว้ด้วย

เบน เกรแฮม, จากหนังสือ *The Intelligent Investor*

ทุกๆ สิ่งควรจะทำได้เรียบง่ายที่สุดเท่าที่จะทำได้ แต่ต้องไม่ง่ายจนเกินไป

อัลเบิร์ต ไอน์สไตน์

มันไม่ใช่เรื่องง่ายๆ เลยนะ ใครที่บอกว่ามันเป็นเรื่องง่ายคงจะหัวกับ ที่เดียวเชียว

ชาร์ลี มังเกอร์

---

มีคนอยู่เพียงหยิบมือหนึ่งเท่านั้นที่เกิดมาพร้อมกับการเป็นนักลงทุน ผู้ยิ่งใหญ่ บางคนสามารถสอนให้เก่งได้ แต่ไม่ใช่ทุกคนที่สามารถเป็น เช่นนั้น ... และแม้แต่คนที่ สามารถ เรียนรู้ได้ ก็เชื่อว่ารับไหวเสียทั้งหมด วิธีการที่ใช้การได้ในช่วงเวลาส่วนใหญ่ก็เชื่อว่าจะนำมาใช้ได้ อีก และคุณควร จะรู้ด้วยว่า การลงทุนนั้นไม่สามารถลดรูปขั้นตอนเหลือเพียงลำดับคำสั่ง

แบบอัลกอริทึม<sup>1</sup> ที่เอาไปยัดใส่ในคอมพิวเตอร์ได้อย่างสะดวกสบาย ขนาดคนที่ลงทุนได้ดีที่สุดในโลกยังไม่สามารถทำได้อย่างถูกต้องทุกๆ ครั้งเลย

เหตุผลนั้นง่ายมากๆ ไม่มีกฎเกณฑ์ข้อใดที่สามารถใช้ได้ทุกสถานการณ์ สภาพแวดล้อมในการลงทุนไม่ใช่เรื่องที่คุณจะควบคุมได้ และสถานการณ์ต่างๆ ที่เกิดขึ้นก็ไม่ค่อยจะเกิดซ้ำรอยแบบเดิมสักเท่าไร จิตวิทยาเข้ามามีบทบาทอย่างมากในตลาด และเนื่องจากว่ามันแปรเปลี่ยนง่ายตาย จึงทำให้ความสัมพันธ์ของเหตุและผลไม่ค่อยจะเชื่อถือได้สักเท่าไร วิธีการลงทุนหนึ่งๆ นั้นอาจใช้ได้ติดอยู่พักหนึ่ง แต่ในที่สุดแล้วการกระทำใดๆ ที่คาดหวังผลลัพธ์แบบหนึ่งจะไปเปลี่ยนสภาพแวดล้อมด้วย หมายความว่าตอนนั้นคุณก็มีความจำเป็นต้องใช้วิธีการลงทุนใหม่เสียแล้ว และถ้าคนอื่นเข้ามาลอกเลียนแบบวิธีการลงทุนที่คุณใช้ ประสิทธิภาพของวิธีการที่คุณคาดหวังผลลัพธ์ไว้ ก็จะเสื่อมลงด้วย

การลงทุนมีความเป็นศิลปะมากกว่าวิทยาศาสตร์ พอๆ กับ เศรษฐศาสตร์นั้นแหละ และนั่นหมายความว่ามันอาจยุ่งเหยิงไปสักหน่อยนะครับ

หนึ่งในสิ่งที่ขาดไปไม่ได้เลยในโลกแห่งการลงทุน ที่คุณต้องจำใส่ใจเอาไว้เลยวันนี้ก็คือ เศรษฐศาสตร์นั้น ไม่ใช่วิทยาศาสตร์ทั้งแท่ง มันอาจไม่สามารถเรียกว่าเป็นวิทยาศาสตร์ได้เลยด้วยซ้ำ ด้วยความที่ว่าการศึกษาวิทยาศาสตร์นั้น การทดลองที่ต้องควบคุมตัวแปรทั้งหลายนั้นสามารถทำได้จริง ผลลัพธ์ที่เคยเกิดขึ้นแล้วสามารถทำให้เกิดขึ้นอีกครั้งได้อย่างค่อนข้างแน่นอน อีกทั้งความสัมพันธ์ระหว่างเหตุและผลสามารถเชื่อถือได้เสมอ

“WILL IT WORK?” วันที่ 5 มีนาคม 2009

เพราะว่าการลงทุนนั้นมีความเป็นศิลปะพอๆ กับที่มันเป็นวิทยาศาสตร์ ไม่ว่าจะในหนังสือเล่มนี้หรือที่อื่นใดก็แล้วแต่ มันจึงไม่เคยเป็นเป้าหมายของผมที่จะสื่อให้เห็นว่าการลงทุนเป็นเรื่องดาดๆ ที่ทำซ้ำเดิมได้เป็นกิจวัตร อันที่จริงแล้ว หนึ่งในสิ่งที่ผมต้องการเน้นย้ำมากที่สุดก็

1 Algorithm รูปแบบชุดความคิดที่วิเคราะห์แยกส่วนจนมีลำดับการกระทำเป็นขั้นตอนชัดเจน : ผู้แปล

คือการจะบอกว่า มันเป็นเรื่องจำเป็นขนาดไหนที่วิธีลงทุนของคนๆ หนึ่งนั้น จะต้องเข้าใจได้ง่ายในระดับสัญชาตญาณ สามารถปรับเปลี่ยนได้เสมอ แทนที่จะเป็นแบบตายตัวและทำงานแบบกลไกตามลำดับ



ในที่สุดแล้ว มันเป็นเรื่องเกี่ยวกับว่าอะไรคือสิ่งที่คุณต้องการทำให้สำเร็จให้ได้ ใครๆ ก็สามารถทำผลตอบแทนระดับค่าเฉลี่ยได้ทั้งนั้นแหละ ... ก็แค่ลงทุนในกองทุนดัชนี ซึ่งกองทุนก็จะไปซื้อทุกๆ อย่าง อย่างละนิดละหน่อย นั่นทำให้คุณได้รับสิ่งที่เรียกว่า “ผลตอบแทนของตลาด (market returns)”... แทบจะเท่ากับสิ่งที่ตลาดทำได้ และมีโอกาสพลาต่น้อยมาก แต่นักลงทุนที่ประสบความสำเร็จต้องการมากกว่านั้น พวกเขาต้องการเอาชนะตลาดให้ได้

จากมุมมองของผม สิ่งที่กำลังว่ามานั้นแหละคือการลงทุนที่ประสบความสำเร็จ คุณสามารถเอาชนะตลาดและนักลงทุนคนอื่นๆ ได้ ในการที่จะไปให้ถึงจุดนั้น คุณจำเป็นจะต้องโชคดีกว่า หรือไม่ก็มีมุมมองที่เหนือชั้นกว่า ซึ่งการที่เราไปหวังพึ่งโชคชะตาก็จะไม่สามารถนับเป็นแผนได้เท่าไรนัก ดังนั้นคุณควรจะมุ่งเน้นไปที่การมีมุมมองที่เหนือกว่า ในกีฬาเบสบอล มีการพูดกันว่า “คุณโค้ชสวนสูงไม่ได้หรอก!” นั่นหมายความว่าไม่มีโค้ชคนไหนก็ตามบนโลกใบนี้สามารถทำให้ผู้เล่นคนใดสูงขึ้นมาได้ มันแทบจะเป็นเรื่องยากพอๆ กันเลยเมื่อเทียบกับการสอนในเรื่องของมุมมอง ก็เหมือนกับศิลปะแขนงอื่นๆ ที่คนบางคนสามารถเข้าใจเรื่องราวเกี่ยวกับการลงทุนได้อย่างทะลุปรุโปร่งมากกว่าคนอื่นๆ พวกเขามี หรือบางคนก็พยายามเพื่อจะได้มี “พรสวรรค์ติดตัว (trace of wisdom)” เป็นคำสวดหุรที่ เบน เกรแฮม คิดว่าต้องมีเพื่อจะประสบความสำเร็จ

ไม่ว่าใครต่างก็ต้องการทำเงินกันทั้งนั้น รากฐานต่างๆ ทางเศรษฐศาสตร์ถูกตั้งอยู่บนความเชื่อเดียวกันเกี่ยวกับการทำกำไรไม่ว่าจะอยู่ที่ใดบนโลกใบนี้ ระบบทุนนิยมก็เช่นเดียวกัน แรงจูงใจในการทำไรานั้น ทำให้ผู้คนต่างทำงานหนักขึ้นแถมยังเอาเงินทุนของพวกเขาไปเสี่ยงอีกด้วย การออกเสาะแสวงหากำไรได้ช่วยให้เกิดความเจริญก้าวหน้าทางวัตถุ ซึ่งโลกทั้งใบกำลังเพลิดเพลินอยู่

แต่ความอยากทำเงินที่เป็นสากลนั้น ยังได้ทำให้การเอาชนะตลาด กลายเป็นเรื่องที่ทำไต่ยาก ผู้คนเป็นล้านๆ กำลังห้าหั้นกันเพื่อให้ได้กำไรจาก การลงทุนในแต่ละเหรียญ แล้วใครจะได้มันไปล่ะ? คำตอบควรจะเป็นคนที่ ก้าวนำคนอื่นไปก่อนเสมอ ในวิถีของการเสาะแสวงหาบางสิ่งบางอย่าง นั้น การก้าวขึ้นไปอยู่ด้านหน้าของฝูง หมายความว่า คุณต้องใช้เวลาอยู่ใน โรงเรียนนานกว่า หมายความว่า คุณต้องเข้ายิมบ่อยกว่า หรืออาจจะเป็น ห้องสมุด หรืออาจเป็นการเอาใจใส่เรื่องอาหารการกินมากกว่า ต้องยอม แลกหยาดเหงื่อมากกว่าใครๆ มีความทรหดมากกว่า หรือแม้แต่มีอุปกรณ์ ที่เจ๋งกว่า แต่เมื่อเป็นเรื่องของการลงทุน ที่ซึ่งเรื่องต่างๆ ที่ว่ามาไม่สามารถ นำมาเป็นตัวชี้วัดได้ สิ่งที่จะต้องเป็นกลับเป็นเรื่องของสถิติสัมพัทธ์...หรือที่ ผมเรียกมันว่า การคิดให้เหนือขึ้นไปอีกชั้น

ผู้ที่อยากเป็นนักลงทุนอาจไปลงเรียนวิชาการเงินและการบัญชี อ่านให้รอบด้าน และถ้าพวกเขาโชคดีมากพอก็อาจได้รับคำแนะนำจาก ใครสักคนที่มีความเข้าใจลึกซึ้งเกี่ยวกับกระบวนการในการลงทุนด้วย แต่ มีเพียงไม่กี่คนเท่านั้นที่จะเข้าถึงมุมมองอันเหนือชั้นยิ่งกว่าได้จากระดับ สัญชาตญาณ มีสัมผัสได้ถึงเรื่องของมูลค่า และตระหนักถึงผลกระทบทาง จิตวิทยาที่จำเป็นสำหรับการทำผลตอบแทนเหนือค่าเฉลี่ย การจะทำเช่น นั้นได้ คนๆ นั้นต้องคิดให้เหนือขึ้นไปอีกชั้นหนึ่ง



จำเอาไว้ว่า เป้าหมายของคุณในการลงทุน ไม่ใช่การทำผลตอบแทนให้ได้ เพียงค่าเฉลี่ย คุณต้องทำให้ดีกว่าค่าเฉลี่ยต่างหาก ดังนั้น ความคิดความอ่านของคุณจะต้องเหนือกว่าคนอื่น ... จะต้องทรงพลังกว่า และเหนือชั้น กว่ามาก เนื่องจากนักลงทุนคนอื่นๆ อาจเป็นคนฉลาด ได้รับข้อมูลชั้นดี และคำนวณรอบด้านมาหมดแล้ว คุณต้องมองหาสิ่งที่พวกเขาได้เคยบอกว่า ซึ่งพวกเขาไม่มี คุณจำเป็นต้องคิดในสิ่งที่พวกเขาก็ต่างคิดไม่ถึง มองเห็น สิ่งต่างๆ ในมุมที่พวกเขาต่างก็มีติดบอด หรืออาจมีมุมมองเหนือชั้นที่พวกเขาไม่เคยฝันถึง คุณจะต้องตอบโต้กับสถานการณ์ใดๆ ในแบบที่ต่างออกไป

และทำตัวให้ต่างออกไปด้วย เอาสั้นๆ ก็คือ การคิดถูกต้องอาจนับได้ว่าเป็นเงื่อนไขจำเป็นเพื่อจะประสบความสำเร็จในการลงทุน แต่เพียงเท่านั้นไม่มีทางพอ คุณต้องถูกให้มากกว่าคนอื่น ... โดยนิยามแล้ว นั่นหมายความว่าความคิดของคุณต้องแตกต่างออกไปนั่นเอง

แล้วอะไรคือการคิดให้เหนือขึ้นไปอีกขั้นล่ะ ?

- คนที่คิดชั้นเดียวแบบพื้นๆ มักพูดว่า “มันเป็นบริษัทที่ตึนะ ชื่อหุ้นบริษัทนี้เถอะ” คนที่คิดเหนือขึ้นไปอีกขั้นจะพูดว่า “มันเป็นบริษัทที่ตึนะ แต่ใครๆ ต่างก็คิดว่ามันเป็นบริษัทที่ดีที่สุดๆ ซึ่งมันไม่ได้ดีขนาดนั้น แปลว่าหุ้นคงถูกตีราคาเกินความเป็นจริง และราคาคงสูงจนเกินไป ขายหุ้นบริษัทดีกว่า”
- คนที่คิดชั้นเดียวแบบพื้นๆ มักพูดว่า “หนทางข้างหน้าดูไปแล้วคงเติบโตได้ไม่มาก แถมยังมีเรื่องของเงินเฟ้อเข้ามาอีก เทหุ้นของเราทั้งดีกว่า” คนที่คิดเหนือขึ้นไปอีกขั้นจะพูดว่า “ภาพข้างหน้าเลวร้ายมาก คนอื่นต่างกำลังขายทิ้งอย่างขวัญเสีย อย่างนี้ต้องซื้อ!”
- คนที่คิดชั้นเดียวแบบพื้นๆ มักพูดว่า “ผมคิดว่ากำไรของบริษัทกำลังจะลดลง ต้องขายแล้ว” ส่วนคนที่คิดเหนือขึ้นไปอีกขั้นจะพูดว่า “ผมคิดว่ากำไรของบริษัทจะลดลงน้อยกว่าที่ฝูงชนต่างคาดหว้งให้เกิดขึ้น และเรื่องประหลาดใจดีๆ เช่นนั้น ก็จะช่วยผลักดันราคาหุ้นให้ขึ้นสวน ต้องซื้อสิ”

การคิดชั้นเดียวแบบพื้นๆ นั้นเป็นการคิดเรียบง่ายและตื้นเขิน ใครๆ ก็สามารถทำเช่นนั้นได้ (และยังเป็นสัญญาณไม่ดีในเรื่องใดก็ตามที่คุณพยายามเป็นฝ่ายเหนือชั้นกว่า) คนที่คิดชั้นเดียวแบบพื้นๆ ทุกคนต่างมองหาก็คือความเห็นเกี่ยวกับเรื่องของอนาคต ตัวอย่างเช่น “แนวโน้มสถานการณ์ข้างหน้าสำหรับบริษัทนี้ดูดีมากเกินไป หมายความว่าหุ้นจะต้องขึ้นแน่!”

ส่วนการคิดเหนือขึ้นไปอีกขั้นนั้นลงลึกกว่า ซับซ้อนกว่า และมีระดับของความยากมากกว่า คนที่คิดแบบเหนือขึ้นไปอีกขั้นนั้นจะพยายามนำเอาหลายๆ สิ่งมาวิเคราะห์ด้วย เช่น

- แนวโน้มภาพที่จะเกิดในอนาคต มีอะไรสามารถเกิดขึ้นได้บ้าง?
- ผลลัพธ์แบบไหนที่ผมคิดว่ามันจะเกิด?
- โอกาสที่ผมจะคิดถูกนั้นมีเท่าไร?
- แล้วภาพรวมที่คนอื่นๆ มองล่ะ เป็นยังไงบ้าง?
- ความคาดหวังของผมแตกต่างจากภาพของคนส่วนใหญ่ยังไบบ้าง?
- ราคาสินทรัพย์ในปัจจุบันนี้ตรงกับภาพรวมของคนส่วนใหญ่ไหม แล้วตรงกับมุมมองของผมหรือเปล่า?
- อิทธิพลทางจิตวิทยาของภาพที่คนส่วนใหญ่มองและได้ถูกรวบรวมเข้าไปในราคาแล้ว จะทำให้ราคาขึ้นหรือลงกันแน่?
- อะไรจะเกิดขึ้นกับราคาของสินทรัพย์หากภาพของคนส่วนใหญ่ออกมาถูกต้อง แล้วถ้าเกิดมุมมองของผมถูกต้องล่ะจะเกิดอะไรขึ้น?

ความแตกต่างของงานที่ต้องทำระหว่างการคิดขั้นเดียวแบบพื้นๆ กับการคิดให้เหนือขึ้นไปอีกขั้นนั้นบอกได้เลยว่าเยอะมากทีเดียว และจำนวนคนที่สามารถคิดแบบหลังได้ก็นับว่ามีจำนวนน้อยมากเมื่อเทียบกับจำนวนคนที่คิดแบบแรกได้

คนที่คิดขั้นเดียวแบบพื้นๆ มักมองหาสูตรทั้งหลายที่ดูเรียบง่าย และคำตอบที่เข้าใจได้ง่ายๆ คนที่คิดเหนือขึ้นไปอีกขั้นรู้ดีว่าความสำเร็จจากการลงทุน เป็นเรื่องตรงกันข้ามกับความเรียบง่ายทีเดียว นี่ยังไม่พูดถึงว่าคุณอาจเดินไปชนเข้ากับคนอีกมากมายที่พยายามอย่างสุดชีวิตเพื่อให้การลงทุนฟังดูเรียบง่ายเสียเสียเลย บางคนในกลุ่มชนพวกนั้น ผมอาจเรียกได้ว่าเป็น “พวกทิวเงิน” บริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ต้องการให้ทุกคนคิดว่าตัวเองมีความสามารถในการเข้ามาลงทุน ... เพียงแค่จ่าย 10 เหรียญต่อครั้งเท่านั้นสำหรับการซื้อขาย บริษัทกองทุนรวมต่างๆ กลับไม่ต้องการให้คุณคิดว่าคุณสามารถลงทุนด้วยตัวเองได้ พวกเขาต้องการให้คุณคิดว่ามี

แต่พวกเขาเท่านั้นที่ลงทุนเป็น ซึ่งในกรณีนี้ คุณก็จะเอาเงินใส่ไปในกองทุนที่บริหารเชิงรุก และจ่ายค่าธรรมเนียมแพงहुฉีทีเดียว

คนอื่นๆ ที่พยายามทำให้เรื่องการลงทุนดูเรียบง่าย ผมมองว่าพวกเขาเป็น “นักบุญที่เชื่อเชิญให้เข้าศาสนา” บางคนเป็นถึงนักวิชาการที่สอนเกี่ยวกับการลงทุนด้วยซ้ำ อีกพวกคือคนที่ลงทุนในทางปฏิบัติอยู่แล้วและมีเจตนาดี แต่พวกเขาประเมินขอบข่ายสิ่งที่พวกเขาควบคุมได้จริงๆ มากเกินไป ผมคิดว่าคนกลุ่มนี้ส่วนใหญ่ทำผลตอบแทนย้อนหลังให้ติดต่อเนื่องไม่ค่อยได้ หรือพวกเขาอาจมองข้ามปีที่ผลตอบแทนแย่ๆ หรือโทษผลของการขาดทุนว่าเป็นเรื่องของโชคร้ายก็เป็นได้ สุดท้ายแล้ว ยังมีคนอีกกลุ่มหนึ่งที่ไม่ได้เข้าใจถึงความซับซ้อนในเรื่องของการลงทุนเลย ครั้งหนึ่งมีแขกรับเชิญในรายการวิทยุแห่งหนึ่งซึ่งผมได้ฟังระหว่างขับรถพูดว่า “หากคุณมีประสบการณ์ที่ดีกับผลิตภัณฑ์ของบริษัทแล้ว ก็ซื้อหุ้นซะเลยสิ” จริงๆ แล้วมันยังมีอะไรมากกว่านั้นเยอะมากในการเป็นนักลงทุนที่ประสบความสำเร็จนะ

คนที่คิดขั้นเดียวแบบนั้นๆ มักคิดแบบเดียวกันกับคนที่คิดขั้นเดียวคนอื่นๆ ในเรื่องเดียวกันไปหมด และพวกเขาก็มักได้ข้อสรุปต่างๆ ออกมาในแบบเดียวกันอีกต่างหาก โดยนิยามแล้ว การกระทำเช่นนั้นไม่ใช่หนทางในการเดินไปสู่ผลตอบแทนอันแสนสุดยอดแน่นอน นักลงทุนทุกคนไม่สามารถเอาชนะตลาดได้เนื่องจากว่า เมื่อพวกเขารวมกลุ่มเข้าด้วยกันแล้ว พวกเขานั้นแหละที่ก่อร่างสร้างขึ้นมาเป็นตลาด<sup>2</sup>

ก่อนที่จะพยายามแข่งขันในโลกแห่งการลงทุนที่มีผลรวมศูนย์ (zero-sum) คุณต้องถามตัวเองก่อนว่า คุณมีเหตุผลที่ดีพอสำหรับการคาดหวังว่าจะอยู่ในส่วนครึ่งที่เหนือค่าเฉลี่ยขึ้นไปหรือเปล่า ในการทำผลตอบแทนชนะนักลงทุนโดยเฉลี่ยนั้น คุณต้องมีความสามารถในการคิดให้เหนือชั้นกว่าภาพของคนส่วนใหญ่ให้ได้ คุณทำได้หรือเปล่าล่ะ? แล้วทำไมคุณถึงคิดเช่นนั้นล่ะ?

2 เมื่อนำผลตอบแทนทุกคนมาหาค่าเฉลี่ยโดยการเอาผลตอบแทนของทุกคนบวกกันแล้วหารด้วยจำนวนคนทั้งตลาด ก็จะต้องมีนักลงทุนที่ทำผลตอบแทนได้ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอยู่ครึ่งหนึ่ง ไม่มีทางที่ทุกคนสามารถเอาชนะค่าเฉลี่ยของตลาดได้ : ผู้แปล



ปัญหาก็คือ การลงทุนให้ได้ผลตอบแทนดีมากเป็นพิเศษนั้นมาจากการคาดการณ์ ซึ่งออกมาถูกต้องไม่เหมือนกับภาพรวมของคนส่วนใหญ่ว่าแต่การพยายามพยากรณ์มุมมองต่างจากภาพรวมของคนส่วนมากนั้นเป็นเรื่องที่ทำได้ยากยิ่ง ยากที่จะพยากรณ์ได้ถูกต้อง และยากขึ้นไปอีกในการลงมือทำจริง ปีที่แล้วปีเล่าที่ผู้คนมากมายต่างก็บอกผมว่าตารางที่แสดงไว้ด้านล่างนั้นส่งอิทธิพลต่อพวกเขามากครับ

คุณไม่สามารถทำแบบเดียวกับคนอื่น ๆ แล้วคาดหวังว่าจะเอาชนะพวกเขาได้ ... การทำตัวต่างจากวิถีทั่วไปนั้นไม่ควรจะเอามาตั้งเป็นเป้าหมาย แต่ควรเอามาเป็นแนวทางสำหรับการคิด ในการที่คุณจะทำให้ตัวเองโดดเด่นออกมาจากฝูงชนได้นั้น มันง่ายกว่ามากหากคุณมีแนวคิดที่ต่างออกไป แถมลงมือปฏิบัติต่างกับคนอื่นด้วย ผมได้ทำการรวบรวมอดแนวคิดเกี่ยวกับสถานการณ์เช่นนี้ด้วยตาราง 2 x 2 ด้านล่างครับ

|                         | ทำแบบคนทั่วไป            | ทำตัวต่างจากวิถีทั่วไป  |
|-------------------------|--------------------------|-------------------------|
| ผลลัพธ์ออกมาเป็นเชิงบวก | ทำได้เท่ากับค่าเฉลี่ย    | ทำได้เหนือกว่าค่าเฉลี่ย |
| ผลลัพธ์ออกมาเป็นเชิงลบ  | ทำได้แย่เท่ากับค่าเฉลี่ย | ทำได้ด้อยกว่าค่าเฉลี่ย  |

แน่นอน มันไม่ใช่เรื่องง่ายและชัดเจนขนาดนั้น แต่ผมคิดว่าตารางด้านบนสามารถบอกเล่าเรื่องราวที่เกิดขึ้นปกติได้ หากการทำตัวของคุณเหมือนกับที่คนอื่น ๆ ทำกัน คุณก็คงได้ผลลัพธ์แบบดาดๆ ที่คนอื่นทำได้ ... ไม่ว่าจะเป็นผลลัพธ์ที่ออกมาดีหรือแย่ก็ตาม มีเพียงการทำตัวให้ต่างออกไปเท่านั้น ผลลัพธ์จากการลงทุนของคุณถึงจะออกมาต่างจากคนที่คิดแบบพื้นๆ และการตัดสินใจของคุณต้องเหนือชั้นกว่าเท่านั้น ถึงจะทำให้เกิดผลลัพธ์อันเหนือกว่าค่าเฉลี่ยได้

“DARE TO BE GREAT” วันที่ 7 กันยายน 2006

ผมขอสรุปอย่างเรียบง่ายว่า ในการที่จะทำผลตอบแทนการลงทุนเหนือชั้นกว่านั้น คุณต้องมีทักษะเกี่ยวกับเรื่องของมูลค่าต่างจากภาพของคนส่วนใหญ่ให้ได้ และมุมมองที่คุณมีต้องแม่นยำอีกด้วย ไม่ใช่เรื่องง่ายเลย

ความน่าดึงดูดในการซื้อสิ่งใดๆ ก็ตามที่ราคาต่ำกว่ามูลค่าของมันช่างเป็นเรื่องเข้าใจง่ายเสียเหลือเกิน แล้วคนๆ หนึ่งจะมองหาส่วนลดที่เกิดขึ้นในตลาดที่มีประสิทธิภาพได้ยังไงละ คุณต้องมีความสามารถในการพินิจพิเคราะห์ที่สุดยอดกว่า ทั้งความเข้าใจอันลึกซึ้ง หรือสายตาเฉียบคมที่มองการณ์ไกลได้ แต่เนื่องจากว่าเรื่องพวกนี้เป็นเรื่องสุดยอด มีเพียงไม่กี่คนหรือครบที่ทำได้

“RETURNS AND HOW THEY GET THAT WAY”

วันที่ 11 พฤศจิกายน 2002

เพื่อให้ผลตอบแทนการลงทุนของคุณหันเหออกไปจากทิศทางเดียวกันกับคนธรรมดา ความคาดหวังของคุณนั้น ... และผมกำลังพูดถึงพอร์ตโฟลิโอของคุณด้วย ... จะต้องแตกต่างกับคนธรรมดาเหล่านั้น คุณยังต้องคิดให้ถูกต้องตรงประเด็นมากกว่าภาพรวมของคนส่วนใหญ่ แตกต่างและดีกว่า นั่นแหละเป็นคำอธิบายที่ใช้เลยสำหรับการคิดให้เหนือขึ้นไปอีกขั้น

สำหรับคนที่คิดว่ากระบวนการการลงทุนนั้นเป็นเรื่องเรียบง่ายพวกเขาคงไม่ได้นึกถึงความจำเป็นหรือแม้กระทั่งการมีอยู่ของกระบวนการคิดให้เหนือขึ้นไปอีกขั้น ดังนั้น จึงมีผู้คนมากมายถูกชักจูงให้เชื่อว่า ทุกๆ คนนั้นสามารถเป็นนักลงทุนที่ประสบความสำเร็จได้ ไม่หรอกครับ ไม่มีทางที่ทุกคนจะเป็นเช่นนั้น แต่ข้อดีก็คือ ความแพร่หลายของคนที่คิดชั้นเดียวแบบนั้นๆ ได้ช่วยให้เกิดช่องว่างเพื่อเพิ่มผลตอบแทนของคนที่คิดเหนือขึ้นไปอีกขั้นด้วย หากอยากได้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่เหนือชั้น คุณต้องเป็นหนึ่งในคนคิดเหนือขึ้นไปอีกขั้นให้ได้ครับ

## 2

### สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ... การทำความเข้าใจเรื่องตลาดมีประสิทธิภาพ (และข้อจำกัดของมัน)

---

ในทางทฤษฎีนั้น มันไม่มีข้อแตกต่างระหว่างทางทฤษฎีและทางปฏิบัติ  
แต่ในทางปฏิบัติมันมี

โยกิ เบอร์ร่า

---

ช่วงทศวรรษที่ 1960 ได้มีการเกิดใหม่ของทฤษฎีทางการเงินกับการลงทุน เป็นชุดความคิดที่รู้จักกันในชื่อของ “สำนักชิคาโก (Chicago School)” เนื่องจากว่าจุดแรกเริ่มตั้งต้นของมันมาจากโรงเรียนธุรกิจแห่งมหาวิทยาลัยชิคาโก ในฐานะนักเรียนคนหนึ่งที่กำลังศึกษาที่นั่นในช่วงปี 1967-1969 ผมพบว่าตัวเองมาอยู่ในจุดที่เหมือนการปล่อยตัวครั้งแรก (ground zero) ของทฤษฎีใหม่เอี่ยมนี้เสียด้วย มันช่วยให้ความรู้กับผมอย่างมาก อีกทั้งยังมีอิทธิพลกับความคิดของผมอีกด้วย

ตัวทฤษฎีนั้นได้รวมเอาความคิดรวบยอดหลายๆ อย่าง ซึ่งในที่สุดได้พัฒนามาเป็นส่วนสำคัญเมื่อเอ่ยถึงเรื่องการลงทุน นั่นคือ การหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (risk aversion), ความผันผวน (volatility) ในแง่ของการนำมันมานิยามความเสี่ยง, ผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยง (risk adjusted return), ความเสี่ยงที่เป็นระบบและไม่เป็นระบบ (systematic and nonsystematic risk), ค่าอัลฟา, ค่าเบต้า, สมมติฐานการเดินสุ่ม (random walk hypothesis) และสมมติฐานของตลาดมีประสิทธิภาพ (efficiency

market hypothesis) (ทั้งหมดที่กล่าวมานี้จะได้รับการอธิบายอีกทีในหน้าถัดๆ ไปครับ) เป็นช่วงเวลาหลายต่อหลายปีหลังจากที่เรื่องพวกนี้ถูกนำเสนอขึ้นมา แนวคิดรวบยอดสุดท้ายได้พิสูจน์แล้วว่าเป็นสิ่งที่มีอิทธิพลมากเป็นพิเศษในแวดวงการลงทุน มันเป็นเรื่องที่สำคัญมากเสียจนสมควรได้รับการเขียนแยกเป็นบทเฉพาะสำหรับมันเลยทีเดียว

สมมติฐานของตลาดมีประสิทธิภาพได้อธิบายเอาไว้ว่า

- ในตลาดทั้งหลายต่างก็มีผู้ที่เข้ามามีส่วนร่วมอยู่เป็นจำนวนมาก และพวกเขาต่างเข้าถึงข้อมูลสารสนเทศที่มีความสำคัญได้พอๆ กัน พวกเขาเป็นคนฉลาด มีเป้าหมายชัดเจน เป็นพวกแรงผลักดันสูง และทำงานหนักหน่วง ด้วยแบบจำลองต่างๆ สำหรับการวิเคราะห์ของพวกเขานั้นเป็นสิ่งที่รู้กันจักในวงกว้างและถูกนำไปใช้กันเกลื่อน
- เนื่องจากความยากลำบากที่ส่งสมมาเรื่อยๆ ของผู้เข้ามามีส่วนร่วมเหล่านั้น ข้อมูลใดๆ ที่มีจึงถูกสะท้อนเข้าไปเต็มมูลค่า และเข้าไปในราคาตลาดของสินทรัพย์แต่ละชนิดแทบจะทันที และเนื่องจากผู้ที่เข้ามามีส่วนร่วมในตลาดเหล่านั้นจะพุ่งถลาเข้ามาซื้อสินทรัพย์ใดๆ ก็แล้วแต่แทบจะในทันทีเช่นกันที่ราคาของมันก็ถูกมากจนเกินไป หรือเร่งรีบขายสินทรัพย์ที่ราคาขึ้นมามากจนเกินไป สินทรัพย์เหล่านั้นจึงถูกตั้งราคาอย่างยุติธรรมในทั้งเชิงสัมบูรณ์ (absolute) และเชิงสัมพัทธ์ (relative) กับสินทรัพย์อื่นๆ
- ดังนั้น ราคาตลาดจึงเป็นตัวแทนที่ค่อนข้างเที่ยงตรงในการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ใดๆ และไม่มีผู้มีส่วนร่วมในตลาดคนไหนสามารถสบโอกาส และทำการไถ่จากเหตุการณ์ต่างๆ ที่ผิดแผกออกไปจากปกติได้

- สินทรัพย์ทั้งหลายจึงถูกขายกันในราคาที่นักลงทุนสามารถคาดหวังได้เลยว่า มันจะให้ผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงแล้วอย่าง “ยุติธรรม” เมื่อเทียบกับสินทรัพย์อื่น สินทรัพย์ทั้งหลายที่มีความเสี่ยงสูงกว่าจะต้องเสนอผลตอบแทนที่สูงกว่า เพื่อจะสามารถดึงดูดผู้เข้าซื้อได้ ตลาดเองจะตั้งราคาต่างๆ เพื่อให้เป็นไปตามนั้น แต่มันไม่มีทางแจก “อาหารกลางวันฟรี” ซึ่งหมายความว่า จะไม่มีผลตอบแทนส่วนเพิ่มเติมขึ้นมา โดยที่ไม่มีความสอดคล้อง (และชดเชยให้) กับความเสี่ยงที่จำเป็นต้องเพิ่มขึ้นด้วย

และที่กล่าวมาทั้งหมดนี้แหละครับ คือการสรุปอย่างเป็นทางการเฉพาะส่วนที่เป็นไฮไลต์ของสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ ตอนนี้ถึงคราวของผมแล้ว เมื่อไหร่ก็ตามที่ผมพูดถึงทฤษฎีที่ว่านี้ ผมยังคงใช้คำว่ามีประสิทธิภาพเหมือนกัน แต่ผมหมายถึงในแง่ของ “ความรวดเร็วในการนำข้อมูลใดๆ เข้ามามีส่วนร่วมในการตีราคา” ไม่ได้หมายความว่า มันจะ “ตีราคาได้อย่างถูกต้อง”

ผมเห็นด้วยที่ว่านักลงทุนทั้งหลายต่างก็ทำงานหนักเพื่อจะประเมินข้อมูลสารสนเทศของสินทรัพย์ใดๆ ที่เข้ามาใหม่ทุกชิ้น ทำให้สินทรัพย์ต่างก็สะท้อนมุมมองของผู้คนส่วนมากแทบจะในทันที อย่างไรก็ตาม ตัวผมเองไม่เชื่อว่ามุมมองของคนส่วนใหญ่นั้นจำเป็นต้องถูกเสมอไป ช่วงเดือนมกราคมปี 2000 หุ้น Yahoo ขายกันในราคา 237 เหรียญ พอถึงเดือนเมษายนปี 2001 มันลงมาอยู่ที่ 11 เหรียญ ใครก็ตามที่เถียงคอแหว่งว่าตลาดตีราคาได้ถูกต้องทั้งสองครั้งนั้นคงฝันกลางวันอยู่เป็นแน่ มันต้องมีการตีราคาผิดอย่างน้อยไม่ครั้งใดก็ครั้งหนึ่งในสองช่วงเวลานั้น แต่นั่นไม่ได้หมายความว่านักลงทุนมากมายจะสามารถตรวจจับ และลงมือตอนที่ตลาดตีราคาพลาดได้

หากราคาที่เราแสดงในตลาดมีประสิทธิภาพต่างสะท้อนมุมมองส่วนใหญ่ของผู้คนแล้ว การมีมุมมองแบบเดียวกันกับคนส่วนมากคงทำให้คุณทำผลตอบแทนได้พอๆ กับค่าเฉลี่ย ในการที่จะเอาชนะตลาดได้ คุณต้องมองให้แหกคอกออกไป หรืออาจเรียกได้ว่าเป็นมุมมองที่คนส่วนใหญ่เห็นไม่ตรงกับคุณ

สำหรับตัวผมเองนั้น สุดท้ายแล้วแม้ว่าตลาดที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นจะทำให้เกิดการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ผิดอยู่บ่อยๆ มันก็ยังไม่ใช่ว่าเรื่องง่ายสำหรับใครก็ตาม ... ที่จะเอาข้อมูลชนิดเดียวกันกับคนอื่น ๆ มาวิเคราะห์ แล้วยังได้รับอิทธิพลทางจิตวิทยาโน้มมุมมองตัวเองให้มาคิดแบบเดียวกันกับคนอื่น ... จะสามารถปิกหลักมุมมองของตัวเองให้แตกต่างจากคนส่วนใหญ่พร้อมกับมีความถูกต้องแม่นยำมากกว่า นั่นแหละคือสิ่งที่ทำให้ตลาดใหญ่ๆทั้งหลายนั้นมีความยากที่คุณจะเอาชนะมันได้ ... แม้ว่าตลาดเหล่านั้นจะไม่ได้ดีราคาถูกเสมอก็ตาม

“WHAT’S IT ALL ABOUT, ALPHA?”

วันที่ 11 กรกฎาคม 2001

ข้อสรุปที่สำคัญมากของสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพก็คือข้อสรุปที่ว่า “คุณเอาชนะตลาดไม่ได้หรอก” ไม่ได้มีเพียงสำนักชิคาโกเท่านั้นที่ค้นพบข้อสรุปตามตรรกะนี้ แต่มันได้รับการหนุนหลังจากการศึกษาประสิทธิผลของเหล่ากองทุนรวมอีกด้วย มีกองทุนเพียงไม่กี่กองที่สามารถทำให้ตัวเองโดดเด่นจากผลตอบแทนของมันได้

ถ้าอย่างนั้น แล้วอย่างพวกกองทุนระดับห้าดาวล่ะ? คุณอาจจะถามผมทำนองนั้น ลองอ่านอักษรเล็กๆ ด้วยนะครับว่า กองทุนรวมใช้วิธีการจัดอันดับเทียบกับกองอื่นๆ ด้วยกันเอง คะแนนจัดอันดับที่ได้ ไม่ได้บอกเป็นนัยอะไรทั้งนั้นว่ามันสามารถเอาชนะเป้าชี้วัดมาตรฐานอย่างดัชนีตลาดได้เลย

เออะ ถ้าพูดถึงขนาดนั้น แล้วนักลงทุนทั้งหลายผู้ได้รับคำชื่นชมอย่างที่เราได้ยินชื่อกันอยู่บ่อยๆ ละ? ประการแรกเลยนะครับ ปีที่ทำได้ดีเพียงหนึ่งหรือสองปี ไม่ได้เป็นตัวพิสูจน์อะไรได้ แต่เรื่องของความบังเอิญเพียงอย่างเดียวก็สามารถทำให้เกิดผลลัพธ์ได้ตั้งมากมายหลายรูปแบบแล้ว ประการที่สอง นักสถิติหลายๆ คนยืนยันว่าไม่มีสิ่งใดสามารถพิสูจน์ได้ทางสถิติหากไม่มีจำนวนข้อมูลเพียงพอ ผมจำได้ว่ามีตัวเลขที่บันทึกผลตอบแทนการลงทุนมากที่สุดแค่ 64 ปี และแทบไม่มีใครบริหารเงินเป็นเวลานานขนาดนั้นมาก่อน ประการสุดท้ายนะครับ การกำเนิดขึ้นมาของสุดยอดนักลงทุนเพียงหนึ่งหรือสองคนไม่ได้เป็นการหักล้างทฤษฎีนี้แต่อย่างใด ข้อเท็จจริงที่ว่า วอเร็น บัฟเฟตต์ ผู้โด่งดังบนโลกใบนี้ สามารถดึงดูดความสนใจได้มากมาย เป็นตัวชี้วัดอย่างดีว่าการเอาชนะตลาดได้อย่างสม่ำเสมอ เป็นเรื่องไม่ธรรมดาเลยจริงๆ

หนึ่งในแนวคิดที่ยิ่งใหญ่ที่สุดซึ่งแตกสาขาออกมาจากทฤษฎีของสำนักชิคาโกก็คือ พัฒนาการของเครื่องมือเพื่อการลงทุนแบบเชิงรับ (passive investment) ที่รู้จักกันดีในชื่อ*กองทุนดัชนี* หากผู้จัดการกองทุนเชิงรุก (active investment) ส่วนใหญ่กำลัง “วางเดิมพันอย่างขยันขันแข็ง” ในหลักทรัพย์ทั้งหลายเพื่อจัดสรรเงินลงทุนไปมา แต่ก็ยังไม่สามารถเอาชนะตลาดได้อีก แล้วทำไมต้องไปจ้างพวกนั้นด้วยต้นทุนแพงๆ ... ต้นทุนที่อยู่ในรูปของต้นทุนการซื้อขาย และค่าธรรมเนียมบริหาร ... จะบอกว่าพยายามแล้วอย่างนั้นหรือ? เนื่องจากมีคำถามที่ว่านั่นค่าใช้จ่ายอยู่ นักลงทุนหลายๆ คนจึงเอาเงินไปลงทุนในกองทุนต่างๆ ที่นำเงินเหล่านั้นไปลงทุนได้ผลตอบแทนพอๆ กับตลาด อาจเป็นการลงในหุ้นหรือตราสารหนี้ในกองทุนดัชนีแต่ละตลาด ด้วยเหตุนี้ นักลงทุนเหล่านั้นจึงสามารถได้ผลตอบแทนไปกับผลตอบแทนพอๆ กับตลาดด้วยค่าธรรมเนียมเพียงไม่ถึงหนึ่งเปอร์เซ็นต์ต่อปี

ทุกๆ สิ่งเคลื่อนไปในรูปแบบของวัฏจักร อย่างที่ผมจะเอามาถกกับคุณในภายหลัง และนั่นรวมไปถึง “ภูมิปัญญาที่ได้รับการยอมรับ (accepted wisdom)” ดังนั้นสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพนั้นจึงดังระเบิดตั้งแต่

เริ่มต้นในช่วงทศวรรษที่ 1960 และยังทำให้เกิดสวาทติดตามากมาย อีกด้วย ในขณะเดียวกันก็มีการคัดค้านเกี่ยวกับเรื่องนี้ตั้งแต่ตอนเริ่มแรก เช่นเดียวกัน และทัศนะของคนทั่วไปต่อเรื่องนี้ก็มีทั้งขึ้นทั้งลงอยู่ตลอดเวลา



ผมมีข้อสงสัยส่วนตัวเกี่ยวกับทฤษฎีนี้ และข้อสงสัยที่สำคัญที่สุดของผม คือวิธีการที่มันเชื่อมโยงระหว่างเรื่องของผลตอบแทนกับความเสี่ยง

ตามทฤษฎีการลงทุนแล้ว ผู้คนต่างก็เป็นพวกหลีกเลี่ยงความเสี่ยง โดยธรรมชาติ นั่นหมายความว่าโดยทั่วไปนั้น ผู้คนมักแบกรับความเสี่ยง ให้น้อยๆ มากกว่าการทุ่มเสี่ยงมากๆ สำหรับพวกเขาแล้ว ในการลงทุนด้วยความเสี่ยงที่มากขึ้น พวกเขาต้องได้รับการเสนอให้เห็นก่อนว่าจะสามารถทำผลตอบแทนมากขึ้นกว่าเดิมได้อย่างไร ดังนั้น ตลาดทั้งหลายจะทำการปรับราคาของการลงทุนรูปแบบต่างๆ โดยมีพื้นฐานจากข้อเท็จจริงซึ่งเป็นที่ทราบกันดี เพื่อที่ว่าการลงทุนที่มีความเสี่ยงมากกว่านั้นจะสามารถให้ผลตอบแทนที่มากไปกว่าเดิม

เนื่องจากตามทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพแล้ว มันไม่มีสิ่งที่เรียกว่า ทักษะการลงทุน (หรือที่รู้จักกันดีในทุกวันนี้ด้วยชื่อเรียกว่า *ค่าอัลฟา*) ที่จะทำให้อะไรก็ตามสามารถเอาชนะตลาดได้ ผลต่างของผลตอบแทนระหว่างการลงทุนหนึ่งกับการลงทุนอื่น ... หรือระหว่างพอร์ตโฟลิโอของนักลงทุน คนหนึ่งกับพอร์ตโฟลิโอของอีกคน ... จึงถูกอธิบายว่ามาจากความเสี่ยงที่แตกต่างกัน อันที่จริงแล้ว หากคุณแสดงให้เห็นว่าสวาทของสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพเห็นถึงบันทึกผลตอบแทนย้อนหลังที่ดูเหมือนจะดีกว่าปกติอย่างที่ผมทำได้ ... คำตอบที่คุณอาจได้ยินอาจเป็นทำนองว่า “ผลตอบแทนที่สูงขนาดนั้น สามารถทำได้เพราะมีความเสี่ยงที่ซ่อนอยู่แหละนะ” (อีกคำหนึ่งที่คุณน่าจะพบบ่อยก็คือ “คุณไม่มีจำนวนปีย้อนหลังของข้อมูลที่มากพอต่างหาก”)

นานๆ ครั้งเราจะได้พบกับช่วงเวลา que ทุกสิ่งทุกอย่างเป็นไปได้ด้วยดี และการลงทุนที่เสี่ยงมากกว่าทั้งหลายเหล่านั้น ทำผลตอบแทนได้อย่าง

ที่พวกมันถูกคาดหวังไว้ ช่วงเวลาที่แสนราบเรียบ ช่วยกล่อมให้ผู้คนที่เชื่อกันไปว่าในการที่เราจะได้ผลตอบแทนสูงๆ เราเพียงแค่อำนาจลงทุนในสิ่งที่มีความเสี่ยงเพิ่มมากขึ้นก็เท่านั้นเอง แต่พวกเขาก็ยังเพิกเฉยต่อบางเรื่องที่ถูกกลืนในช่วงเวลาอันสวยงามนั้นก็คือ เรื่องที่ว่ามันเป็นไปไม่ได้! เพราะหากการลงทุนที่เสี่ยงมากกว่า สามารถยึดมันถือมันได้ว่ามันจะมอบผลตอบแทนที่สูงกว่าได้แน่นอน แปลว่าพวกมันไม่ได้มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นเลย!

เวลาผ่านไปไม่นานนัก ผู้คนเริ่มเรียนรู้บทเรียนอันแสนสำคัญว่าไม่มีสิ่งใดได้มาอย่างง่ายๆ ฟรีๆ ... และแน่นอนไม่ใช่การเลือกที่จะเพิกเฉยต่อความเสี่ยงด้วย ... และพวกเขาก็จะถูกย้ำเตือนว่าทฤษฎีการลงทุนก็มีข้อจำกัดเช่นกันครับ



นั่นคือส่วนของทฤษฎีและการนำไปปรับใช้ คำถามเด็ดก็คือมันเป็นสิ่งที่ถูกต้องหรือเปล่า? เราสามารถเอาชนะตลาดได้จริงไหม? แล้วผู้ที่กำลังพยายามกันอยู่กำลังเอาเวลาไปทิ้งหรือเปล่า? เหล่าลูกค้าที่จ่ายเงินค่าธรรมเนียมให้กับพวกผู้จัดการกองทุนล่ะ ... กำลังเอาเงินไปทิ้งหรือ? ก็เหมือนกับเรื่องส่วนมากที่เกิดขึ้นในโลกของผมนั่นแหละครับ คำตอบของคำถามเหล่านั้นไม่ใช่เรื่องง่ายเลย ... และมันคงไม่ใช่การฟันธงว่าใช่หรือไม่อีกด้วย

ผมไม่เชื่อว่าเราควรปล่อยทิ้งแนวคิดของตลาดมีประสิทธิภาพไปโดยสิ้นเชิง ตามหลักการแล้ว มันค่อนข้างยุติธรรมหากจะสรุปว่า ผู้คนต่างก็ทำตัวสมเหตุสมผลและเชี่ยวชาญทางด้านตัวเลข สามารถรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับสินทรัพย์และประเมินมันอย่างขยันขันแข็ง อีกทั้งมีเป้าหมายเดียวกันด้วย ราคาของสินทรัพย์ต่างๆ ก็ไม่ควรจะเบี่ยงออกจากมูลค่าที่แท้จริงของมันมากนัก การตีราคาผิดพลาดอาจเกิดได้ แต่ก็ไม่มาก นั่นหมายความว่ามันควรจะเป็นเรื่องยากในการเอาชนะตลาดได้

อันที่จริง สินทรัพย์บางจำพวกค่อนข้างมีประสิทธิภาพเลยทีเดียว ส่วนใหญ่แล้วจะมีลักษณะดังนี้

- เป็นสินทรัพย์ที่รู้จักกันอย่างกว้างขวาง และมีคนติดตามอยู่มากมาย
- สินทรัพย์จำพวกนั้นเป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไปในสังคม ไม่เป็นที่ถกเถียงในเรื่องการยอมรับมัน หรือเป็นสิ่งที่ต้องห้าม
- มูลค่าสินทรัพย์นั้นชัดเจนว่ามีมูลค่าและเข้าใจได้ว่าเพราะอะไร อย่างน้อยก็เป็นที่รู้ๆ กัน และ
- ข้อมูลสารสนเทศเกี่ยวกับสินทรัพย์จำพวกนั้น และส่วนที่เกี่ยวข้องเนื่องกับมัน ถูกแจกจ่ายกระจายอย่างกว้างขวางมากพอ

หากเข้าใจเงื่อนไขเหล่านี้แล้ว ก็ไม่มีเหตุผลอันใด ว่าทำไมสินทรัพย์จำพวกนั้นๆ ควรถูกมองข้ามไปอย่างเป็นระบบ ถูกเข้าใจผิด หรือถูกประเมินค่าต่ำไป

ลองมาดูอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศเป็นตัวอย่างสิ อะไรเป็นสิ่งที่เอาไว้ชี้วัดการเคลื่อนไหวของสกุลเงินหนึ่งกับอีกสกุลเงินล่ะ? มันคืออัตราแลกเปลี่ยนในธนาคารและอัตราแลกเปลี่ยน เป็นไปได้ไหมสำหรับใครคนใดก็แล้วแต่ ที่จะรับรู้ได้อย่างเป็นระบบเกี่ยวกับเรื่องพวกนี้มากกว่าคนอื่น? ก็คงไม่ และหากไม่ ก็ไม่ควรมีใครสามารถทำผลตอบแทนหลังการปรับความเสี่ยงได้เหนือกว่าค่าเฉลี่ยเรื่อยๆ จากการซื้อขายสกุลเงิน

แล้วตลาดหุ้นที่มีขนาดใหญ่โตทั้งหลายอย่างตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กอะไรแบบนั้นล่ะ? สถานที่ซึ่งมีคนเป็นล้านเข้ามาซื้อขายหุ้นทรัพย์ ถูกผลักดันด้วยความปรารถนาในการทำกำไร พวกเขาได้รับข้อมูลเหมือนๆ กัน อันที่จริงแล้ว มันเป็นหนึ่งในเป้าหมายหลายๆ อย่างของผู้ตั้งกฎในตลาดอีกต่างหาก ว่าอยากให้ทุกๆ คนสามารถเข้าถึงข้อมูลของบริษัทได้อย่างเท่าเทียมกัน เมื่อคนเป็นล้านทำการวิเคราะห์แบบเดียวกัน ด้วยข้อมูลที่เหมือนๆ กัน หุ้นจะถูกตีราคาออกมาผิดพลาดบ่อยๆ ได้ยังง

กันล่ะ? และคนๆ หนึ่งจะสามารถตรวจจับการตีราคาที่ผิดพลาดแบบนั้น โดยนับว่าเป็นเรื่องปกติได้อย่างไร?

คำตอบก็คือ ไม่บ่อยนัก และ มักไว้วางใจไม่ค่อยได้ แต่นั่นแหละคือแก่นแท้ของการคิดให้เหนือไปอีกขั้นหนึ่ง

คนที่คิดเหนือขึ้นไปอีกขั้นรู้เรื่องทำนองนั้นอยู่แล้ว ในการที่จะได้ผลตอบแทนเหนือใครๆ พวกเขาจำเป็นต้องคิดได้เฉียบกว่า ไม่ว่าจะเป็นด้านการวิเคราะห์ หรือเรื่องของข้อมูล หรือไม่ก็ทั้งสองด้านเลย พวกเขาตื่นตัว มองหามุมมองที่พลาดไปจนทำให้เกิดเหตุการณ์ตีราคาผิด แอนดรูว์ ลูกชายของผมเป็นนักลงทุนที่เพิ่งเข้ามาใหม่และเขามักจะมีไอเดียการลงทุนที่น่าดึงดูด ซึ่งหนุนหลังด้วยข้อเท็จจริงต่างๆ ในวันนี้และภาพอนาคตของวันพรุ่งนี้ แต่เขาได้รับการฝึกฝนมาอย่างดี สิ่งแรกที่เขา มักทดสอบเป็นปกติก่อนก็คือ “แล้วใครบ้างล่ะที่ไม่รู้เรื่องพวกนี้?”



ในคลังคำศัพท์ของทฤษฎีนั้น พวกคนที่คิดเหนือขึ้นไปอีกขั้นมักเชื่อในความไม่มีประสิทธิภาพ คำว่าไม่มีประสิทธิภาพนั้นกลายเป็นที่นิยมกันอย่างกว้างขวางในช่วงเวลากว่า 40 ปีที่ผ่านมา เพื่อใช้ในการหักล้างความเชื่อของนักลงทุนอีกมากที่ไม่สามารถเอาชนะตลาดได้ สำหรับผมแล้ว การอธิบายตลาดใดๆ ว่าไม่มีประสิทธิภาพเป็นคำสวยหรูที่เอาไว้อวดว่า ตลาดแห่งนั้นมีแนวโน้มอย่างมากที่จะเกิดความผิดพลาดขึ้น ซึ่งเราสามารถหาประโยชน์จากตรงนั้นได้

แล้วข้อผิดพลาดที่ว่ามันมาจากไหนล่ะ? เรามาพิจารณาข้อสันนิษฐานต่างๆ เหล่านี้ที่เป็นตัวเน้นย้ำทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพกันดีกว่า

- มีนักลงทุนที่ทำงานหนักอยู่มากมาย
- พวกเขาต่างเฉลียวฉลาด ขยัน มีเป้าหมาย มีแรงจูงใจ และเครื่องมือพร้อมสรรพ

- พวกเขาต่างเข้าถึงข้อมูลที่สามารถเข้าถึงได้แบบเดียวกัน และการเข้าถึงก็อยู่ในระดับเดียวกัน
- พวกเขาอาจซื้อ ขาย หรือชอร์ต<sup>3</sup> สินทรัพย์จำพวกใดก็ได้

เนื่องด้วยเหตุผลเหล่านั้นแล้ว ตามทฤษฎีที่ว่า ข้อมูลที่สามารถเข้าถึงได้นั้นจะสามารถเข้าถึงได้ง่ายและถูกส่งเคราะห์อย่างมีประสิทธิภาพ เข้าไปในราคา และเข้าไปผลักดันเมื่อใดก็ตามที่ราคาหรือมูลค่าเกิดความคลาดเคลื่อนมากขึ้น เพื่อที่จะทำให้ความคลาดเคลื่อนที่วุ่นนั้นหมดไป

แต่มันแทบจะเป็นไปไม่ได้เลย ที่จะเถียงว่าราคาตลาดนั้นถูกต้องอยู่ตลอดเวลา อันที่จริง หากคุณมองข้อสันนิษฐานทั้งสี่ข้อดีๆ สิ่งหนึ่งที่ไม่เข้าพวกเลยก็คือ ความมุ่งมั่นในเป้าหมาย สิ่งมีชีวิตที่เรียกว่ามนุษย์ ไม่ใช่เครื่องจักรนักคำนวณตามตรรกะ แต่คนเราส่วนใหญ่ถูกขับเคลื่อนด้วยความโลภ ความกลัว ความอิจฉา และอารมณ์อื่นๆ ที่ทำให้เป้าหมายที่ตั้งไว้แทบจะเป็นไปไม่ได้ ซึ่งกลับไปเปิดประตูให้เกิดความผิดพลาดครั้งใหญ่อีกด้วย

เช่นเดียวกัน แล้วข้อสันนิษฐานข้อที่สี่ล่ะ? ที่ว่านักลงทุนทั้งหลายควรจะเปิดกว้างไม่ว่าจะเป็นสินทรัพย์จำพวกไหน ... ทั้งการเป็นเจ้าของมัน หรืออาจชอร์ตมันอีกด้วย ... แต่ความจริงนั้นต่างออกไป ผู้เชี่ยวชาญส่วนใหญ่ถูกมอบหมายให้เข้าไปตรวจสอบตลาดที่มีความเฉพาะเจาะจงมากทีเดียว อย่าง “ผมทำงานในฝั่งตราสารทุน” หรือ “ผมเป็นผู้จัดการตราสารหนี้” และเปอร์เซ็นต์ของคนที่เคยขายชอร์ตก็น้อยเสียเหลือเกิน แล้วใครกันล่ะที่จะมาตัดสินใจ และเป็นคนขจัดราคาที่ถูกประเมินค่าผิดพลาดเชิงสัมพัทธ์ระหว่างสินทรัพย์เหล่านั้นให้หมดไป?

ตลาดแห่งใดที่มีการทำผิดพลาดและประเมินมูลค่าผิดพลาด สามารถถูกเอาชนะได้โดยเหล่าคนที่มีความเข้าใจอย่างถ่องแท้ซึ่งหาตัวจับได้ยาก ดังนั้น การมีอยู่ของความไม่ประสิทธิภาพจึงทำให้เกิดโอกาสที่จะทำผล

---

3 การยืมสินทรัพย์มาขายก่อน แล้วซื้อกลับคืนในราคาที่ถูกกว่า : ผู้แปล

ตอบแทนได้แสนสุดยอด และเป็นเงื่อนไขที่จำเป็นมากด้วย อย่างไรก็ตาม  
นั้นไม่ได้การันตีความสำเร็จเสียทีเดียวครับ

สำหรับผมเอง ตลาดที่ไร้ประสิทธิภาพก็คือตลาดที่มีลักษณะอย่าง  
น้อยหนึ่งอย่าง (และก็เป็นไปได้เช่นเดียวกันที่จะมีครบทุกอย่าง)  
ตามนี้

- ราคาตลาดมักจะผิดพลาดอยู่เสมอ เนื่องจากการเข้าถึงข้อมูลสารสนเทศและการวิเคราะห์ที่อาจไม่ได้สมบูรณ์แบบราคาตลาดจึงมักสูงกว่า หรือต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเป็นอย่างมาก
- ผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงของชนิดสินทรัพย์หนึ่งๆ สามารถหลุดออกนอกกลุ่มนอกทางไปไกลได้มากเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ชนิดอื่นๆ เนื่องจากว่าสินทรัพย์ต่างๆ มักถูกประเมินมูลค่าผิด มันจึงสามารถทำให้เกิดผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงซึ่งสูงมากเกินไป (อาหารกลางวันฟรี) หรืออาจออกมาต่ำมากเกินไปเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ชนิดอื่นๆ ก็ได้
- นักลงทุนหลายต่อหลายคนสามารถทำผลตอบแทนได้ดีกว่าคนอื่นอย่างสม่ำเสมอ เนื่องจากเกิด (a) มีการประเมินมูลค่าผิดอยู่จริงๆ (b) ความแตกต่างอย่างมากของผู้เข้ามามีส่วนร่วมในเรื่องของทักษะ เรื่องความเฉียบขาดของมุมมอง และข้อมูลสารสนเทศที่สามารถเข้าถึงได้ ทำให้เกิดความเป็นไปได้สูงที่จะมองหาการประเมินมูลค่าผิดเพี้ยนและทำกำไรจากมันจนเป็นเรื่องปกติ

จุดสุดท้ายนี้เป็นเรื่องที่สำคัญมากกว่ามันสื่อถึงอะไร และไม่สื่อถึงอะไรบ้าง ตลาดไร้ประสิทธิภาพทั้งหลาย ไม่จำเป็นต้องแจกจ่ายผลตอบแทนอย่างงามให้กับผู้มีส่วนร่วมเสมอไป แทนที่จะทำอย่างนั้นตรงๆ ผมกลับมองว่ามันเป็นตลาดที่มีวัตถุดิบสำคัญอยู่ซึ่งก็คือ การ

ประเมินมูลค่าที่ผิดพลาด ซึ่งเป็นสิ่งที่ทำให้คนบางกลุ่มสามารถเอาชนะตลาดได้ และคนอื่นพวกหนึ่งต้องพ่ายแพ้ไป เนื่องด้วยความแตกต่างอย่างมากของทักษะ หากราคาสามารถตีผิดได้ขนาดนั้นก็หมายความว่ามันมีความเป็นไปได้มากที่จะหาของลดราคาหนักหรือจ่ายเกินราคาไป สำหรับใครก็ตามที่ได้ซื้อของราคาดีไปในตลาดไร้ประสิทธิภาพ นั่นก็หมายความว่าไม่มีใครบางคนขายของถูกเกินไปนั่นเอง มีประโยคหนึ่งเกี่ยวกับการเล่นไพ่โป๊กเกอร์ที่ดีมากๆ อยู่ว่า “ในทุกๆ ตาจะมีคนเป็นฟิช” อยู่เสมอ ถ้าคุณเล่นไพ่มา 45 นาทีแล้วยังมองไม่ออกว่าใครเป็นปลาในวง แสดงว่าคุณนั้นแหละที่เป็นฟิชซะเอง!” นี่เป็นเรื่องที่เกิดขึ้นทำนองเดียวกันสำหรับการลงทุนในตลาดไร้ประสิทธิภาพครับ

“WHAT’S IT ALL ABOUT, ALPHA?”

วันที่ 11 กรกฎาคม 2001



มีการถกกันครั้งใหญ่เกี่ยวกับเรื่องของความมีประสิทธิภาพ และความไร้ประสิทธิภาพ ผมได้ทำการสรุปเอาไว้ว่าไม่มีตลาดไหนหรอกที่มีความสมบูรณ์แบบด้านใดด้านหนึ่งแบบสุดขั้ว มันเป็นเรื่องของความเข้มข้นต่างหาก ผมขออน้อมรับโอกาสต่างๆ ที่ความไร้ประสิทธิภาพได้มอบให้อย่างสุดหัวใจ แต่ก็ยังมีความยากแกร่งต่อแนวคิดของตลาดมีประสิทธิภาพอยู่ และผมเชื่อมั่นมากกว่า ตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ที่เป็นที่รู้จักกันโดยทั่วไปนั้นสามารถมีประสิทธิภาพได้ ถึงขนาดที่ว่าเป็นเรื่องเสียเวลาอย่างมากในการพยายามหาสินทรัพย์ผู้ชนะในตลาดเหล่านั้น

เอาล่ะ ทำยที่สุดแล้ว ผมก็ได้มีปณิธานหนึ่งที่น่าสนใจ นั่นคือ ความมีประสิทธิภาพไม่ใช่เรื่องที่เกิดเป็นสากลจนเราควรเลิกหวังผลตอบแทนที่เกินคาด ในขณะเดียวกันนั้น ความมีประสิทธิภาพเป็นสิ่งที่พวกนักกฎหมายเรียกว่า “ข้อสันนิษฐานที่สามารถโต้แย้งได้ (rebuttable pre-

4 ปลา (Fish) ในโป๊กเกอร์ คือผู้ที่เล่นไพ่เพื่อความสุขเท่านั้น ลงพนันโดยไม่ได้ไตร่ตรองให้ดีกว่า : ผู้แปล

sumption)”) เป็นอะไรบางอย่างที่ควรถูกสันนิษฐานเอาไว้ว่าเป็นจริง จนกระทั่งมีใครบางคนสามารถพิสูจน์ได้ว่าเป็นอื่น ดังนั้น เราควรสมมติเอาไว้ก่อนว่าความมีประสิทธิภาพจะเข้ามาเป็นก้างขวางความสำเร็จของพวกเรา จนกระทั่งเราสามารถหาเหตุผลที่ดีในการเชื่อได้ว่ามันไม่เป็นจริงในเหตุการณ์ปัจจุบัน

ผู้ที่ยำเกรงต่อความมีประสิทธิภาพกล่าวเอาไว้ว่า ก่อนที่เราจะลงมือปฏิบัติสิ่งใด เราควรถามคำถามบางอย่างก่อน นั่นคือ ความผิดพลาดและการตีราคาที่ผิดพลาดทั้งหลายนั้นได้ถูกขจัดออกไปด้วยความพยายามของนักลงทุนคนอื่นๆ ไปหรือยัง หรือพวกมันยังคงมีอยู่ และทำไมมันถึงยังอยู่ล่ะ?

ให้ลองคิดมุนีดูนะครับ

- ทำไมของราคาถูกถึงได้มีอยู่ ในเมื่อนักลงทุนเป็นพันๆ คนพร้อมซื้อไม่ว่าจะเป็นเท่าใดก็แล้วแต่ตราบที่ราคายังถูกมากจนเกินไป?
- หากผลตอบแทนที่ได้มาถือว่ามากมายเทียบกับความเสี่ยงแล้ว คุณกำลังมองข้ามความเสี่ยงของอะไรไปหรือเปล่า?
- ทำไมคนที่ขายสินทรัพย์ออกมา ตั้งใจออกจากการเป็นผู้ถือครองสิ่งนั้นด้วยราคาที่จะทำให้คุณได้รับผลตอบแทนส่วนเกินด้วยล่ะ?
- คุณรู้จริงเกี่ยวกับสินทรัพย์นั้นๆ มากกว่าคนที่ขายมันออกมาหรือ?
- ถ้าราคาช่วงนั้นดีมาจริงๆ ละก็ ทำไมถึงยังไม่มีใครคว้ามมันไปล่ะ?

ยังมีเรื่องอื่นให้คิดเอาไว้เสมอด้วยนะครับ เพียงเพราะว่าความมีประสิทธิภาพได้เกิดขึ้นในวันนี้ ไม่ได้หมายความว่ามันจะต้องมีประสิทธิภาพคงอยู่ตลอดไปเสียหน่อย

จะสรุปแล้วนะครับ ความไร้ประสิทธิภาพเป็นสิ่งจำเป็นอย่างหนึ่งสำหรับการลงทุนให้ได้ผลตอบแทนมากกว่าปกติ การพยายามทำผลตอบแทนให้ดีกว่าในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นแทบจะเทียบได้กับเกมโยน

เหรียญเลยทีเดียว นั่นหมายความว่าโอกาสที่คุณจะทำได้ก็คือครั้งต่อครั้ง สำหรับนักลงทุนทั้งหลายที่มีข้อได้เปรียบบางอย่าง มันจะต้องเกิดการไร้ประสิทธิภาพอะไรบางอย่างในกระบวนการ ซึ่งอาจเป็นความไม่สมบูรณ์ หรือการตีราคาผิดพลาดของตลาด แล้วเราต้องหาผลประโยชน์จากตรงนั้นให้ได้

เอาเป็นว่า มันมีข้อผิดพลาดที่ว่าจะเกิดขึ้น แต่สิ่งนั้นเพียงอย่างเดียวก็ยังไม่เพียงพอที่จะทำให้ได้รับผลตอบแทนเกินกว่าคนอื่น ๆ มันเป็นเรื่องที่บอกกว่าราคาต่างๆ ที่เกิดขึ้นนั้นไม่ได้ยุติธรรมเสมอไป และความผิดพลาดก็สามารถเกิดขึ้นได้ นั่นหมายความว่า สินทรัพย์หลายๆ ชนิด ถูกตั้งราคาต่ำเกินไป หรือบางชนิดก็สูงจนเกินไป คุณยังต้องมีมุมมองที่เฉียบคมมากกว่าคนอื่น ๆ เพื่อที่จะได้ซื้อของที่ตั้งราคาไว้ถูกจนเกินไป ได้อยู่เรื่อยๆ ของลดราคาที่ดีที่สุดๆ หลายๆ ครั้งก็ถูกค้นเจอในช่วงเวลาที่นักลงทุนคนอื่น ๆ ไม่สามารถมองเห็นได้ หรืออาจไม่สามารถเข้าซื้อได้ ปลอ่ยให้คนอื่น ๆ เชื่อว่าไม่สามารถเอาชนะตลาดได้จะดีกว่า เพราะบางสิ่งที่หลายคนเลือกจะไม่ข้องเกี่ยวกับ ก็ได้สร้างโอกาสอันดีให้กับคนที่เต็มใจจะทำมันครับ



แล้วทฤษฎีการลงทุนที่เชื่อว่าตลาดมีประสิทธิภาพ เทียบเท่าได้กับกฎเกณฑ์ทางกายภาพที่ระบุไว้ว่าอะไรก็ตามที่เป็นกฎต้องถูกต้องเสมอ หรือเปล่า? หรือมันเป็นเรื่องไม่เข้าท่าที่ไม่มีความสำคัญใดๆ และอยู่สูงเกินไปบนหอคอยงาช้างจนเราไม่ควรเอามาใส่ใจ? ห้ายที่สุดแล้วมันเป็นเรื่องของสมดุล และความสมดุลก็มาจากการนำมาปรับใช้ให้เข้ากับสามัญสำนึก ช่วงเวลาสุดแสนสำคัญในการบริหารการลงทุนของผมมันได้เกิดขึ้นตอนที่ผมสรุปว่า เนื่องจากความคิดเกี่ยวกับตลาดมีประสิทธิภาพมีความสำคัญระดับหนึ่ง ผมควรจำกัดความพยายาม การทำงานหนัก และทักษะไปกับตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพเท่านั้น ทฤษฎีทำให้ผมตัดสินใจเช่นนั้น และนั่นเป็นการป้องกันตัวผมเองไม่ให้เสียเวลามาก

เกินไปกับตลาดที่ใดๆ ก็รู้จัก แต่มันก็ต้องใช้ความเข้าใจระดับหนึ่งเกี่ยวกับข้อจำกัดทั้งหลายของทฤษฎีที่ว่ามาด้วย ไม่ให้ผมยอมรับมันอย่างสมบูรณ์ว่าการบริหารเชิงรุกเป็นเรื่องไร้สาระ

สรุปสั้นๆ ผมคิดว่าตัวทฤษฎีนั้นเราควรยึดไว้เป็นข้อมูลสำหรับการตัดสินใจ แต่ไม่ควรนำมันมาครอบงำการตัดสินใจเหล่านั้น หากเราเพิกเฉยต่อทฤษฎีไปเสียทั้งหมด เราก็อาจทำผิดพลาดครั้งใหญ่ได้เช่นเดียวกัน เราอาจหลอกตัวเองโดยการคิดไปว่า มันมีความเป็นไปได้สูงที่เราจะรู้มากกว่าคนอื่นๆ อยู่เสมอ และเอาชนะตลาดซึ่งมีผู้เข้ามาร่วมซื้อขายเป็นจำนวนมากได้ เราอาจซื้อหลักทรัพย์โดยมุ่งหวังเพียงผลตอบแทน แต่ดันเพิกเฉยต่อความเสี่ยงไป เราสามารถเข้าซื้อสินทรัพย์ที่มีความเกี่ยวเนื่องกัน 50 สินทรัพย์ และคิดไปเองว่าเราได้ทำการกระจายความเสี่ยงไปแล้ว...

แต่การกลืนกินทฤษฎีเข้าไปทั้งดุ้นก็อาจทำให้เรายอมแพ้ ล้มเลิกการมองหาของลดราคาไปเลย เอากระบวนการทั้งหลายโยนให้คอมพิวเตอร์ทำให้หมด และพลาดการออกตามหาของลดราคาโดยใช้ทักษะส่วนบุคคลอย่างน่าเสียดาย มีเรื่องเล่าเกี่ยวกับศาสตราจารย์สาขาการเงินผู้เชื่อมั่นในทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพมากๆ คนหนึ่งที่ออกเดินเล่นไปกับนักเรียนของเขาว่า

“นั่นมันแบงก์ 10 เหรียญไม่ใช่หรอครับอาจารย์ วางอยู่บนพื้นนั่นนะ?” นักเรียนคนนั้นถาม

“ไม่หรอก มันเป็นไปไม่ได้อยู่แล้วที่จะเป็นแบงก์ 10 เหรียญ” ศาสตราจารย์คนนั้นตอบ “ถ้าใช่จริง ต้องมีใครหยิบไปนานแล้วสิ”

ศาสตราจารย์เดินผ่านไป และนักเรียนที่เดินตามก็หยิบแบงก์ขึ้นมา เย็นวันนั้นเขาได้ดื่มเบียร์ฟรี

“WHAT’S IT ALL ABOUT, ALPHA?”

วันที่ 11 กรกฎาคม 2001

# 3

## สิ่งที่ขาดไม่ได้ในโลกแห่งการลงทุนคือ... การว่าด้วยเรื่องมูลค่า

---

เพื่อให้การลงทุนสามารถประสบผลสำเร็จดังใจหวังได้ การประมาณการมูลค่าที่แท้จริงอย่างเที่ยงตรงนั้นคือจุดที่ไม่มีอะไรมาทดแทนได้เลย หากไร้ซึ่งมันแล้ว ความหวังใดๆ ในการประสบความสำเร็จอย่าง ต่อเนื่องสำหรับนักลงทุนคนใดๆ แล้ว ก็เป็นได้เพียงความหวังเท่านั้น

---

กฎที่เก่าแก่ที่สุดในโลกการลงทุนนั้นยังเป็นกฎที่เรียบง่ายที่สุดด้วย ซึ่งก็คือ “ซื้อถูก ขายแพง” ดูเหมือนจะชัดแจ้งพอๆ ก็ใครมันจะไปอยากทำอย่างอื่นล่ะ? แต่จริงๆ แล้วกฎนี้หมายความว่าอะไรกันแน่? อีกครั้งที่เรื่องนี้ชัดเจนมาก ... หากมองอย่างผิวเผิน มันหมายความว่าควรซื้ออะไรก็ตามที่ราคาต่ำและขายมันออกไปในราคาแพง แต่เอาเข้าจริงแล้ว ของถูกของแพง หมายความว่าอะไร? อะไรคือราคาแพง และอะไรคือถูก?

มองกันเผินๆ คุณอาจมองว่าเป้าหมายก็คือการซื้ออะไรบางอย่างในราคาต่ำกว่าที่คุณจะขายมันออกไป แต่เนื่องจากว่าช่วงเวลาที่คุณจะขายมันคือในอนาคตข้างหน้า คุณจึงไม่รู้ว่าวันนี้จะเอาอะไรมาวัดว่าจะซื้อราคาไหนดี มันจะต้องมีมาตรฐานอะไรบางอย่างสำหรับคำว่า “แพง” และ “ถูก” และมาตรฐานที่เป็นประโยชน์ที่สุดก็คือ มูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์นั่นเอง เอาล่ะ ตอนนี้ความหมายของเรื่องที่เรากำลังคุยกันอยู่เริ่มชัดเจนขึ้นมาบ้างแล้ว ให้ซื้อเมื่อราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง และขายเมื่อราคาสูงไปมากกว่านั้น แน่نون ในการจะทำเช่นนั้นได้ คุณต้องมีแนวคิดที่เข้าท่าเกี่ยวกับว่า

มูลค่าที่แท้จริงคืออะไร สำหรับผมแล้ว การประมาณการมูลค่าให้เที่ยงตรงนั้นเป็นเรื่องจำเป็นที่เราต้องเริ่มจัดการ



ในการทำให้เรื่องนี้ดูง่าย (หรืออาจง่ายจนเกินไป) ทุกวิถีทางในการเข้าลงทุนหลักทรัพย์ของบริษัทใดๆ สามารถแบ่งออกเป็นหนทางอย่างง่ายได้สองอย่าง นั่นคือ หนทางในการวิเคราะห์คุณสมบัติของบริษัทซึ่งเป็นที่รู้จักกันในชื่อ “การวิเคราะห์พื้นฐาน” และอีกหนทางที่ขึ้นอยู่กับการศึกษาพฤติกรรมราคาของตัวหลักทรัพย์เอง พูดอีกอย่าง นักลงทุนมีทางเลือกสองทางเสมอคือ การวัดมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ที่ว่าจากนั้นซื้อหรือขายเมื่อราคาหักเหออกไปจากมูลค่าที่ว่านั้น หรือจะปล่อยการตัดสินใจไปกับความคาดหวังของการเคลื่อนไหวราคาในอนาคตอย่างบริสุทธิ์ใจ

ผมจะกล่าวถึงอันหลังก่อนก็แล้วกัน เนื่องจากว่าผมไม่เชื่อในสิ่งนั้นเลย และควรจะเลิกพูดถึงมันได้อย่างเร็วๆ การวิเคราะห์ทางเทคนิค (*technical analysis*) หรือการศึกษาพฤติกรรมในอดีตของราคาหุ้นนั้นมีการนำมาปฏิบัติใช้กันตั้งแต่ตอนที่ผมเข้ามาในอุตสาหกรรมนี้แล้ว (และแน่นอน ก่อนหน้านั้นนานมาก) แต่มันกำลังเสื่อมความนิยมลง ทุกวันนี้การเฝ้าสังเกตรูปแบบราคาในอดีตอาจนำมาใช้เป็นสิ่งรองรับหรือเสริมการวิเคราะห์ทางพื้นฐาน แต่เราได้ยินเรื่องการตัดสินใจโดยใช้การเคลื่อนไหวของราคาในอดีตเป็นหลักน้อยลงเรื่อยๆ

ส่วนหนึ่งของการเสื่อมลงในการใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิคนี้สามารถอ้างอิงถึง สมมติฐานการเดินสุ่ม (*random walk hypothesis*) ได้ ซึ่งเป็นทฤษฎีที่กลุ่มนักคิดทฤษฎีจากสำนักชิคาโกพัฒนาขึ้นมาในช่วงต้นของทศวรรษที่ 1960 โดยศาสตราจารย์ ยูจีน ฟามา (Professor Eugene Fama) สมมติฐานการเดินสุ่มกล่าวว่าการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในอดีต ไม่ได้ช่วยอะไรเลยในการทำนายการเคลื่อนไหวในอนาคต พูดอีกอย่างก็คือ มันเป็นแค่กระบวนการสุ่มเท่านั้น เหมือนกับการโยน

เหรียญนั้นแหละ เราทุกคนต่างทราบกันดีว่า แม้เหรียญที่ทยอยออกหัวติดกันมาแล้วสิบครั้งก็ตาม ความน่าจะเป็นที่การโยนครั้งถัดไปจะออกหัวอีก ก็ยังคงเป็น 50:50 อยู่ดี และเช่นเดียวกัน สมมติฐานนั้นยังบอกอีกว่า ข้อเท็จจริงที่ราคาค่าหุ้นได้ปรับตัวขึ้นในสิบวันที่ผ่านมา ไม่ได้บอกอะไรคุณเลยว่าพรุ่งนี้มันจะเป็นอย่างไร

อีกรูปแบบหนึ่งของการพึ่งพาการเคลื่อนไหวราคาในอดีตเพื่อนำมาเป็นสัญญาณบอก เรียกว่าการลงทุนแบบโมเมนตัม (momentum investing) เป็นอีกครั้งที่วิธีการนี้อยู่ฝั่งตรงกันข้ามของสมมติฐานการเดินสุ่ม ผมคงไม่ยุติธรรมในเรื่องนี้เท่าไรนัก แต่อย่างที่ผมเห็นมากับตา นักลงทุนหลายต่อหลายคนนำวิธีนี้มาใช้จนภายใต้ข้อสันนิษฐานว่าพวกเขาสามารถบอกได้ว่าสิ่งใดก็ตามราคากำลังขยับขึ้นนั้น จะเพิ่มขึ้นไปอีกอย่างต่อเนื่อง

การลงทุนแบบโมเมนตัม อาจทำให้คุณมีส่วนร่วมในตลาดขาขึ้น (bull market) ซึ่งพยายามขยับขึ้นไปเรื่อย ๆ แต่ผมเห็นข้อเสียมากมายในวิธีการลงทุนแบบนี้ หนึ่งในนั้นคือข้อสังเกตของนักเศรษฐศาสตร์ที่ชื่อ เฮอร์บ์ สไตน์ (Herb Stein) ซึ่งกล่าวไว้ว่า “อะไรก็แล้วแต่ที่ไม่สามารถเคลื่อนไหวไปข้างหน้าได้ตลอดไป จะต้องหยุดลงเข้าสักวัน” แล้วจะเกิดอะไรขึ้นกับนักลงทุนแนวโมเมนตัมล่ะ? วิธีการนี้จะช่วยให้พวกเขาสามารถขายออกไปได้ทันเวลาก่อนที่จะเกิดการถล่มลงมาได้อย่างไร? และตอนตลาดเป็นขาลงพวกเขาจะต้องทำอะไร?

มันดูออกจะชัดเจนว่า การลงทุนแบบโมเมนตัมไม่ได้เป็นวิธีการลงทุนแบบต้องใช้สมองเท่าไรนัก ตัวอย่างที่ดีที่สุดคือช่วงปี 1998-1999 ด้วยการผงาดขึ้นมาของกลุ่มคนที่เรียกตัวเองว่านักเทรดรายวัน ส่วนใหญ่แล้วพวกเขาเป็นนักลงทุนที่ไม่ได้ชำนาญอะไร เป็นผู้ถูกดึงดูดออกจากทางเดินใดๆ ในชีวิตของพวกเขาด้วยความหวังที่จะหาเงินได้ง่ายๆ ในช่วงบูมของหุ้นกลุ่มเทคโนโลยี สื่อ และกลุ่มโทรคมนาคม พวกเขาแทบจะไม่ถือหุ้นข้ามคืนกันเลย เนื่องจากการทำเช่นนั้นจะทำให้พวกเขาต้องหาเงินมาจ่ายค่าหุ้นที่ซื้อมา ตลอดทั้งวัน พวกเขามักทายว่าหุ้นตัวไหนที่กำลังเฝ้ามองอยู่จะปรับตัวขึ้นในอีกสองสามชั่วโมงข้างหน้า

ผมไม่เคยเข้าใจเลยว่ามีคนหันไปใช้วิธีการแบบนี้ได้อย่างไร ผมคิดว่ามันเหมือนกับการพยายามเดาว่าคนต่อไปที่จะเดินผ่านมุมตึกนั้นจะเป็นผู้ขายหรือเป็นผู้หญิง ในมุมที่ผมมองนะ พวกเหล่านักเทรดรายวันจะบอกว่าตัวเองประสบความสำเร็จหากพวกเขาสามารถซื้อหุ้นที่ราคา 10 ดอลลาร์และเอาไปขายได้ที่ราคา 11 ดอลลาร์ ซื้อมันกลับมาในสัปดาห์ถัดไปที่ราคา 24 ดอลลาร์ และขายออกไปอีกที่ตอน 25 ดอลลาร์ สัปดาห์ต่อมา ก็ซื้ออีกที่ราคา 39 ดอลลาร์ และขายออกไปตอน 40 ดอลลาร์ นักเทรดคนนั้นทำเงินได้ 3 ดอลลาร์ในหุ้นตัวหนึ่ง ซึ่งราคาขึ้นไปตั้ง 30 ดอลลาร์ ถ้าคุณยังมองไม่ออกว่าเรื่องนี้เกิดปัญหาตรงไหน คุณอาจไม่ควรอ่านหนังสือเล่มนี้ต่อแล้วก็ได้นะครับ



เราจะเลิกพูดถึงนักลงทุนโมเมนตัมทั้งหลายที่ถือกระดานผีถ้วยแก้ว (ouija boards) รวมถึงรูปแบบอื่นๆ ของการลงทุนที่หลบเลี่ยงการใช้ความชาญฉลาดในการวิเคราะห์ เราเหลือเพียงสองวิถีทางเท่านั้น ซึ่งทั้งสองอย่างต่างขับเคลื่อนด้วยพื้นฐานของบริษัท นั่นคือการลงทุนแบบเน้นคุณค่า (value investing) และการลงทุนแบบเน้นการเติบโต (growth investing) สรุปสั้นๆ ได้ประมาณนี้ว่า นักลงทุนเน้นคุณค่าทั้งหลายตั้งเป้าในการหามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ใดๆ และทำการซื้อเมื่อราคาที่เสนอมานั้นต่ำกว่าที่ประเมินได้ และนักลงทุนที่เน้นการเติบโตต่างพยายามหาหลักทรัพย์ที่มูลค่าของมันจะเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในอนาคต

สำหรับเหล่านักลงทุนที่เน้นคุณค่า สิทธิประโยชน์หนึ่งที่คุณเข้าลงทุนเพราะเห็นว่ามันน่าดึงดูดใจ (หรือคิดว่าคนอื่นจะเห็นว่ามันน่าดึงดูดใจ) ไม่ได้เป็นเพียงแนวคิดชั่วคราว มันเป็นเรื่องที่จับต้องได้ซึ่งมีมูลค่าที่แท้จริง สามารถหามูลค่านั้นได้ และหากมันสามารถเข้าซื้อในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงได้ คุณก็ควรตัดสินใจลงมือซื้อมัน ดังนั้น การลงทุนอันชาญฉลาดจะต้องถูกก่อร่างสร้างอยู่บนค่าประมาณของ

มูลค่าที่แท้จริง การประเมินต้องสกัดมูลค่าออกมาอย่างเข้มงวด จากข้อมูลใดๆ ก็ตามที่สามารถหาเอามาได้

“THE MOST IMPORTANT THING” วันที่ 1 กรกฎาคม 2003

อะไรกันแน่ที่ทำให้หลักทรัพย์ใดๆ หรือจะเรียกว่าเป็นบริษัทที่กำลังพูดถึงนี้มีมูลค่าขึ้นมาได้ มีคู่แข่งแย่งกันเป็นคำตอบเยอะมากทีเดียว ทั้งแหล่งที่มาของเงิน การบริหาร โรงงานต่างๆ หน้าร้านขายปลีก สิทธิบัตรในมือ ทรัพยากรมนุษย์ ชื่อแบรนด์ ความสามารถในการเติบโต และที่สุดแล้วก็คือ ความสามารถในการสร้างผลกำไรและกระแสเงินสด อันที่จริงแล้ว วิธีการวิเคราะห์ส่วนใหญ่จะบอกว่าคุณลักษณะเหล่านั้นทั้งแหล่งที่มาของเงิน การบริหาร โรงงานต่างๆ หน้าร้านขายปลีก สิทธิบัตรในมือ ทรัพยากรมนุษย์ ชื่อแบรนด์ ความสามารถในการเติบโต ต่างมีมูลค่าเนื่องจากว่าพวกมันสามารถแปรเปลี่ยนออกมาเป็นผลกำไรและกระแสเงินสดได้

การให้น้ำหนักในการลงทุนแบบเน้นคุณค่าขึ้นอยู่กับส่วนประกอบต่างๆ ที่สามารถจับต้องได้อย่างเช่นสินทรัพย์ต่างๆ และกระแสเงินสด สิ่งที่ต้องไม่ได้อย่างความสามารถพิเศษ แฟชั่นที่เป็นที่นิยม และความสามารถในการเติบโตระยะยาวนั้น ถูกให้น้ำหนักน้อยกว่ามาก บางแขนงของการลงทุนแบบเน้นคุณค่ามุ่งเน้นอย่างแรงกล้ากับการให้ค่าสินทรัพย์จับต้องได้ แล้วยังมีการลงทุนบางอย่างที่เรียกว่า “การลงทุนแบบ NET-NET” ที่เหล่าสาวกต่างเข้าซื้อเมื่อมูลค่าหุ้นทั้งกิจการซื้อขายในตลาดต่ำกว่าตัวเลขของสินทรัพย์หมุนเวียน (current assets) ของบริษัท ... ตัวอย่างเช่น เงินสด ปริมาณลูกหนี้ และสินค้าคงคลังต่างๆ ที่มากเกินไปสินของบริษัท ในกรณีนี้ ตามทฤษฎีแล้ว คุณสามารถเข้าซื้อหุ้นทั้งหมดที่มี แล้วจัดชำระกิจการเพื่อเอาสินทรัพย์หมุนเวียนออกมา จ่ายหนี้ให้หมด จากนั้นเดินออกมาพร้อมตัวธุรกิจและเงินสดเงินที่เข้ากระเป๋าของคุณ ซึ่งมีค่าเท่ากับต้นทุนที่คุณใช้ บวกเงินอีกนิดหน่อย และธุรกิจที่ได้มาโดย “แทบไม่มีต้นทุน”

ภารกิจของการลงทุนเน้นคุณค่าคือการมองหาความถูก นักลงทุนเน้นคุณค่าทั้งหลายมักสอดส่องตัวชี้วัดทางการเงินอย่างเช่น ผลกำไร กระแสเงินสด เงินปันผล สินทรัพย์จับต้องได้ และมูลค่ากิจการ จากนั้นพยายามซื้อให้ถูกกว่าข้อมูลที่วัดได้เหล่านี้ เป้าหมายหลักของนักลงทุนเน้นคุณค่าก็คือการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของบริษัท และซื้อหลักทรัพย์ของมันเมื่อคิดว่าราคาต่ำกว่ามูลค่าจากการคำนวณ

การลงทุนแบบเน้นการเติบโตแฝงตัวอยู่ระหว่างการลงทุนแบบเน้นคุณค่าที่แสนน่าเบื่อ กับการลงทุนแบบโมเมนตัมที่ช่วยให้อะดรีนาลีน<sup>5</sup> หลังพลาซ่า เป้าหมายของการลงทุนแบบเน้นการเติบโตคือการเสาะหาบริษัทต่างๆ ที่อนาคตสดใส นั่นหมายความว่าโดยนิยามแล้ว การลงทุนแบบนี้ยึดติดกับการวิเคราะห์คุณสมบัติต่างๆ ของบริษัทในปัจจุบันน้อยกว่า และมองที่ความเป็นไปได้ในการเติบโตแทน

ความแตกต่างระหว่างสำนักหลักคิดใหญ่สองแห่งของการลงทุนที่ว่าสามารถจำแนกชัดเจนได้ดังนี้

- นักลงทุนแบบเน้นคุณค่า ซื้อหุ้น (แม้เป็นหุ้นที่มูลค่าที่แท้จริงไม่ได้แสดงให้เห็นถึงการเติบโตในอนาคตเลย) จากความเชื่อมั่นในมูลค่าปัจจุบันซึ่งดูเหมือนจะสูงเมื่อเทียบกับราคาตลาด
- นักลงทุนเน้นการเติบโต ซื้อหุ้น (แม้มูลค่าปัจจุบันนั้นจะต่ำเมื่อเทียบกับราคาตลาด) เนื่องจากว่าพวกเขาเชื่อมั่นว่ามูลค่าของบริษัทจะเติบโตอย่างรวดเร็วมากพอในอนาคตทำให้ราคาเติบโตขึ้นได้อีกมากมาย

ดังนั้น จากสายตาของผมแล้ว มันไม่ได้อยู่ที่ว่าจะเป็นการเน้นคุณค่าหรือเน้นการเติบโต แต่เป็นเรื่องของการเน้นมูลค่าของวันนี้

---

5 ฮอว์โมนที่ผลิตจากต่อมหมวกไต โดยเฉพาะในสภาวะที่มีความตึงเครียด เช่น ความตื่นเต้น หรือความโกรธ มีผลทำให้เกิดอัตราการเต้นของหัวใจสูงขึ้น : ผู้แปล

หรือมูลค่าในอนาคตต่างหาก การลงทุนเน้นการเติบโตเป็นตัวแทนของการลงทุนขึ้นต่อกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่อาจเกิดขึ้นหรืออาจไม่เกิดขึ้นในอนาคต ในขณะที่การลงทุนแบบเน้นคุณค่ายึดเอาพื้นฐานเป็นหลัก อยู่กับการวิเคราะห์ความมั่งคั่งในปัจจุบันของบริษัทนั้นๆ

“THE HAPPY MEDIUM” วันที่ 21 กรกฎาคม 2004

เป็นเรื่องสะดวกทีเดียวหากจะบอกว่าความยึดมั่นในการลงทุนแบบเน้นคุณค่า ช่วยให้นักลงทุนทั้งหลายหลีกเลี่ยงการคาดเดามั่วๆ เกี่ยวกับอนาคต และการลงทุนเน้นการเติบโตแม้กระทั่งวลเรื่องการคาดเดามั่วๆ เกี่ยวกับอนาคต แต่พูดถึงขนาดนั้นก็อาจถูกกล่าวเกินไปสักหน่อย ทั้งหมดทั้งมวลแล้ว การจะหามูลค่าปัจจุบันของธุรกิจหนึ่งๆ จำเป็นต้องมีมุมมองบางอย่างเกี่ยวกับอนาคตด้วย และต้องคำนึงถึงเรื่องอย่างสภาวะแวดล้อมของเศรษฐกิจระดับมหภาค การพัฒนาความสามารถในการแข่งขันต่างๆ และความก้าวหน้าของเทคโนโลยีอีก แม้จะเป็นการลงทุนแบบ NET-NET ก็สามารถพลาดได้หากสินทรัพย์ของบริษัทนั้นๆ ถูกถลุงหนักโดยการดำเนินงานที่ใช้เงินมากมายซึ่งเกิดได้หลายรูปแบบ หรืออาจเป็นการควมวมที่แสนเง่เงาก็ได้

มันไม่มีเส้นแบ่งชัดเจนมากนักระหว่างเรื่องของคุณค่ากับการเติบโตหรอกครับ ทั้งสองวิธีการลงทุนนั้น ยังไงก็ต้องทำการต่อกรกับอนาคต นักลงทุนเน้นคุณค่าต่างก็คิดเกี่ยวกับความสามารถในการเติบโตของบริษัทและลัทธิ “การเติบโตในราคาที่สมเหตุสมผล” ก็ให้ความยำเกรงกับเรื่องของมูลค่าเช่นเดียวกัน มันเป็นเพียงเรื่องของความหนักเบาเท่านั้นเอง อย่างไรก็ตาม ผมคิดว่ามันคงเป็นการยุติธรรมหากบอกว่าการลงทุนแบบเน้นการเติบโตเน้นเรื่องที่เกี่ยวข้องกับอนาคต ในขณะที่การลงทุนแบบเน้นคุณค่าเน้นย้ำเรื่องของการพิจารณาสิ่งที่เกิดขึ้นในวันนี้ แต่ก็ไม่สามารถหลบหนีการต้องคิดเกี่ยวกับอนาคตด้วยเช่นกัน



สำหรับตัวอย่างสุดชั่วของการลงทุนแบบเน้นการเติบโต ผมขอพาคุณย้อนกลับไปในวันวานของ Nifty Fifty สักหน่อย มันเป็นความนิยมชั่วขณะที่เป็นตัวอย่างชั้นเยี่ยมกลับด้านของการลงทุนแบบเน้นคุณค่า และสาธิตให้เห็นว่าความบ้าคลั่งในการเติบโตนั้นสามารถพาเราไปได้ไกลแค่ไหน

ในปี 1968 ผมได้เข้าทำงานครั้งแรกในอุตสาหกรรมการบริหารการลงทุน โดยการเป็นลูกจ้างภาคฤดูร้อนในแผนกศูนย์วิจัยการลงทุนของธนาคาร First National City Bank (ตอนนี้เรียกกันว่า Citibank) ตัวธนาคารได้ปฏิบัติตามวิถีทางที่เรียกกันว่า “การลงทุนใน Nifty Fifty” เป้าหมายของมันก็คือการเสาะหาบริษัทที่ดูดีมีอนาคต คาดว่ากำไรจะเติบโตในระยะยาว นอกจากเรื่องอัตราการเติบโตแล้ว พวกเหล่าผู้บริหารการลงทุนของธนาคารนั้นยังเค้นเอา “คุณภาพ” ซึ่งพวกเขามาหมายถึงความคาดหวังของการเติบโตมีโอกาสเกิดขึ้นได้จริง มันมีการวินิจฉัยอย่างเป็นทางการเลยว่าหากบริษัทใด กำลังเติบโตได้รวดเร็วมากพอและมีคุณภาพที่เพียงพอแล้ว ไม่ว่าจะจ่ายที่ราคาใดก็ไม่สำคัญ หากหุ้นใดมีราคาแพงเมื่อเทียบกับตัวชี้วัดในวันนี้ ลองให้เวลามันสักสองสามปี มันจะเติบโตเข้าไปถึงราคานั่นเองแหละ

จากนั้น อย่างที่รู้กันในปัจจุบัน พอร์ตโฟลิโอที่จัดทำขึ้นด้วยเหล่าหุ้นเติบโตถูกให้น้ำหนักถ่วงมากไป ในบริษัทผลิตยา บริษัทเทคโนโลยี และบริษัทผลิตสินค้าสำหรับการบริโภค พอร์ตโฟลิโอของธนาคารประกอบไปด้วยหุ้นที่เลือกชื่ออย่าง IBM, Kodak, Polaroid, Merck, Eli Lilly, Avon, Coca-Cola, Philip Morris, Hewlett-Packard, Motorola, Texas Instruments และ Perkin-Elmer ซึ่งต่างก็เป็นบริษัทที่แสนสุดยอดในอเมริกาทั้งนั้น บริษัทเหล่านี้มีอนาคตการเติบโตอันสดใส เนื่องจากคงไม่มีอะไรผิดพลาดเกี่ยวกับบริษัทเหล่านี้ จึงไม่ต้องลงเลเลยในการจ่ายเงินสำหรับการกว้านซื้อหุ้นที่ว่ามา

เร่งเวลากลับมายังโลกปัจจุบัน ผ่านไปไม่กี่ทศวรรษ คุณเห็นอะไรบ้างในรายชื่อของบริษัทเหล่านั้น? บางบริษัทอย่าง Kodak กับ Polaroid ได้เห็นธุรกิจดาดๆ ของตัวเองถูกทำลายล้างด้วยการเปลี่ยนแปลงที่มองไม่

ออกมาก่อนเลยในวงการเทคโนโลยี บริษัทอื่นๆ อย่าง IBM กับ Xerox ก็กลายเป็นบริษัทที่ขยับได้เชิงซ้ำ เป็นเหยื่อให้กับบริษัทคู่แข่งที่หัวกระหาย อย่างที่บอกแหละครับ รายชื่อของบริษัทที่ดีที่สุดของธนาคาร First National City นั้นเสื่อมถอยลง และมีที่ต้องล้มละลายลงไปด้วยในช่วงเวลา 42 ปีถัดจากที่ผมเริ่มทำงาน มันยากจริงๆ สำหรับการเติบโตให้ได้อย่างยืนยาว ... และความสามารถในการคาดการณ์ให้แม่นยำก็เช่นเดียวกัน

เมื่อเทียบกับการลงทุนแบบเน้นคุณค่าแล้ว การลงทุนแบบเน้นการเติบโตมีจุดมุ่งหมายหลักเพื่อการพยายามหาผู้ชนะที่ยิ่งใหญ่หลายๆ บริษัท แต่หากหุ้นเหล่านั้นอาจจะไม่โตระเบิดในอนาคต ทำไมต้องพยายามรับมือกับอนาคตที่ไม่แน่นอนด้วยล่ะ? มันยากกว่ามากในการมองอนาคตมากกว่าปัจจุบัน ดังนั้น การแข่งขันกันเป็นนักลงทุนหุ้นเติบโตควรมีอัตราความสำเร็จต่ำ แต่รางวัลที่ได้จากการทำมันได้ดีอาจสูงกว่ามาก ผลตอบแทนของการทำนายว่าบริษัทไหนจะออกยาคตัวที่ดีที่สุด หรือคอมพิวเตอร์ที่ทรงพลังที่สุด หรือภาพยนตร์ที่ขายดีที่สุด ควรทำกำไรได้มากมาย

โดยทั่วไปแล้ว ศักยภาพของการแทงถูกข้างหากคุณมองได้อย่างถูกต้องเกี่ยวกับการเติบโตนั้นเร็วกว่ามาก และศักยภาพในการแทงถูกข้างเกี่ยวกับการประมาณมูลค่านั้นมักทำได้สม่ำเสมอ แต่การมุ่งเน้นคุณค่าเป็นวิถีของผม ในมุมมองของผม ความสม่ำเสมอชนะความเร็วใจ



หากการลงทุนแบบเน้นคุณค่ามีศักยภาพในการทำผลตอบแทนที่สม่ำเสมอแล้ว นั่นหมายความว่ามันเป็นเรื่องง่ายล่ะสิ? คำตอบคือไม่ง่ายเลยครับ

ในแง่หนึ่ง มันขึ้นอยู่กับ การประมาณมูลค่าได้อย่างแม่นยำ หากทำไม่ได้ ความหวังใดๆ ที่คาดหวังไว้เพื่อจะประสบความสำเร็จอย่างต่อเนื่องในฐานะนักลงทุนก็เป็นได้เพียงแค่ความหวังเท่านั้น หากไม่สามารถประมาณการอย่างแม่นยำได้ คุณก็มีแนวโน้มที่จะจ่ายแพงเกินไป มากกว่าการที่คุณจะซื้อได้ถูกกว่าที่ควรจะเป็น และหากคุณจ่ายในราคาที่แพงเกินไปแล้ว มัน