

## สรุปประเด็นช่วง Q&A ใน SEC Working Paper Forum ครั้งที่ 2/2558

### เรื่อง “การส่งผ่านข้อมูลสะท้อนราคาหุ้นในตลาดทุนไทยได้เร็วเพียงใด และอำนาจการ Arbitrage ในการรับฝากเงิน ธนาคารพาณิชย์ไทย”

ผลงานวิจัยเรื่อง “ประสิทธิภาพของตลาดทุนไทยในการสะท้อนข้อมูล” โดย นางสาวโสภณา บุระประทีป

#### 1. ข้อมูลและวิธีการที่ใช้ในการศึกษา

- มีข้อสังเกตว่า จากจำนวนข้อมูลทั้งหมด 9,682 ข้อมูล ทำให้งานวิจัยจึงใช้ระดับข้อมูลครึ่งหนึ่งที่ค่า  $t = 5,079$  ข้อมูล ผู้วิจัยอธิบายว่า ได้ใช้วิธี half-life measure ในการกำหนด  $t = \hat{t} = 0.5245 = 5,079$  ข้อมูล ซึ่งเป็นจุดเวลาที่ค่าของระดับประสิทธิภาพ ( $\beta$ ) ลดลงเหลือครึ่งหนึ่ง ระหว่าง  $\beta$  จุดแรก กับ  $\beta$  จุดสุดท้าย แทนที่จะใช้ ณ ระดับครึ่งหนึ่งของข้อมูลจริง (4,841 ข้อมูล) ซึ่งข้อมูลที่ 5,079 ในงานวิจัยนี้อยู่ในช่วงประมาณ 20 ปี หลังจากตลาดหลักทรัพย์เริ่มเปิดทำการ
- คำถามเกี่ยวกับข้อสรุปที่ได้จาก ผลลัพธ์ของทั้ง 3 แบบจำลอง ทำไมจึงมีเครื่องหมายของค่าความมีประสิทธิภาพ ( $\beta$ ) ในแต่ละแบบจำลองต่างกัน ผู้วิจัยอธิบายว่า ในแบบจำลองที่ (1) linear function of time ผลจาก ค่าสัมประสิทธิ์  $\alpha_1$  ติดลบ คูณกับ effect of time ยิ่งตัว  $t$  มากขึ้นเรื่อยๆ ทำให้ค่า  $\beta$  ลดลงเรื่อยๆ คือ ใช้เวลาน้อยลงในการกระจายข่าวสาร ขณะที่แบบจำลองที่ (2) inverse function of time ค่าสัมประสิทธิ์  $\alpha_1$  ที่ได้เป็นบวก จะต้องนำไปหารกับ  $-\log 2$  ซึ่งทำให้ค่า  $\beta$  ลดลง แสดงว่าใช้เวลาน้อยลงจึงจะมีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น และแบบจำลองที่ 3 logistic function of time ค่าสัมประสิทธิ์  $\alpha_1$  ที่เป็นบวก ส่งผลต่อค่า  $\beta$  ในแบบจำลองให้ค่อยๆ ลดลงแบบ S-shape แสดงว่าใช้เวลาน้อยลงในการกระจายข่าวสารเช่นกัน

#### 2. ช่วงเวลาของข้อมูล การพัฒนาเทคโนโลยีกับผลงานวิจัย

- มีข้อสังเกตให้ระมัดระวังในการตีความและสรุปผลว่า ตลาดหลักทรัพย์ฯ มีประสิทธิภาพเนื่องจากการใช้เวลาน้อยลงในการกระจายข่าวสาร เพราะอาจไม่ใช่เรื่องของประสิทธิภาพแต่เป็นผลจากเทคโนโลยีการสื่อสารที่พัฒนาก้าวหน้ามากขึ้นด้วย เช่น ปัจจุบันเป็นยุคของ smart phone ขณะที่ 10 ปีก่อนเป็นยุค mobile phone และ e-mail ที่ความเร็วอาจใกล้เคียงมากกว่า ในช่วงที่เพิ่งเปิดซื้อขายในตลาด. ซึ่งเป็นยุคของ fax
- มีคำถามว่าการใช้ SET Total Return Index จะดีกว่า SET Index หรือไม่ ผู้วิจัยเห็นว่าการใช้ SET TRI จะมีการปรับปรุง corporate action ของบริษัทเข้าไปด้วย น่าจะสะท้อนปสก. ได้ดีกว่า แต่เนื่องจากข้อมูล SET TRI เพิ่งเริ่มมีในปี 2002 ในขณะที่ SET Index มีตั้งแต่ปี 1975 ซึ่งการวิเคราะห์กระบวนการพัฒนา dynamic ของประสิทธิภาพตลาดทุน หรือค่า  $\beta$  ควรใช้ข้อมูลที่ย้อนไปไกลจะดีกว่า อีกทั้ง ตัวแปรทั้ง 2 ชนิดมีค่า correlation สูงมากกว่า 90% ในงานวิจัยนี้จึงเลือกใช้ SET Index เป็นตัวแปรในแบบจำลอง

#### 3. ประเด็นเสนอเพื่อศึกษาเพิ่มเติม

- ในอนาคตการศึกษาประสิทธิภาพตลาดโดยดูจากความเร็วในการสะท้อนข้อมูลข่าวสาร ควรมีการแยก noise และ information ออกจากกัน เนื่องจากในงานศึกษานี้มองข่าวสารเป็นภาพรวมของข้อมูลไม่ได้แยก noise กับ news ดังนั้น เพื่อ confirm ความมีประสิทธิภาพของตลาดได้ชัดเจนมากขึ้น จึงแนะนำให้ใช้วิธี

วิเคราะห์ทางวิทยาศาสตร์มาใช้กับด้านการเงิน เช่น นักฟิสิกส์จะใช้วิธี random matrix technique ในการ screen ว่าเป็น information กี่% noise กี่%

- จากการศึกษาได้ชี้ให้เห็นว่า ระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนไทยปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นในระยะยาว เนื่องจากจำนวนวันที่กระจายข่าวสาร ( $\beta$ ) มีค่าที่น้อยลง อย่างไรก็ตาม ได้พบพฤติกรรมในบางช่วงเวลาที่มีค่า  $\beta$  แกว่งตัวผันผวนมากๆ (volatility) ซึ่งการนำดัชนีหรืออัตราผลตอบแทนในช่วงที่ไม่มีประสิทธิภาพดังกล่าวมาใช้จึงต้องระมัดระวังในการตีความ โดยเฉพาะในการ pricing ราคาหลักทรัพย์ หรือการประเมินค่าความเสี่ยงที่อาจไม่ถูกต้องแม่นยำ เนื่องจากข้อสมมติฐานการมีประสิทธิภาพของตลาด ผู้วิจัยจึงเสนอแนะให้ regulator พยายามหาวิธีที่จะทำให้ความแกว่งตัวลดน้อยลง หรือเข้าใกล้ 0 ให้มากที่สุด และในการวิเคราะห์สภาพตลาดต้อง define คำว่าเสถียรภาพให้ดีๆ ทั้งนี้ การแกว่งตัวมากที่เกิดขึ้นเป็นช่วงๆ อาจเป็นผลกระทบมาจากปัจจัยอื่น เช่น ปัจจัยด้านสภาพคล่อง หรือปัจจัยทางเศรษฐกิจได้ การศึกษาในอนาคตจึงควรแบ่งออกเป็น 2 ช่วง โดยช่วงแรกทำการวิเคราะห์หาค่า  $\beta$  จากนั้นนำไป run regression กับปัจจัยอื่น อาทิ ระดับ Turnover ratio, GDP, และการเปิดเสรีทางการเงิน เข้ามาอธิบายใน model เพื่อวิเคราะห์สาเหตุหรือผลกระทบที่แท้จริง

**ผลงานวิจัยเรื่อง “แบบจำลองเพื่อพรรณนาพฤติกรรมเงินฝากที่ไม่ระบุอายุเงินฝาก กรณีศึกษาเงินฝากออมทรัพย์พิเศษของธนาคารพาณิชย์ไทย” โดยนางสาววรรษชล คุณสามารถ**

**1. Methodology และข้อมูลในการศึกษา**

- การศึกษา liquidity gap ของเงินฝากออมทรัพย์พิเศษ ใน model นี้ใช้เวลา 5-10 วัน อาจไม่พอ ควรคำนึงถึง call loan ของธนาคารด้วย เนื่องจากอาจเกิด bank run ได้ ผู้วิจัยอธิบายว่า เพื่อให้เห็นภาพกว้าง จึงไม่ได้ใช้การประมาณในช่วงสั้นๆ 1 วันหรือ 1 สัปดาห์มาวิเคราะห์
- ขนาดของเงินฝากขั้นต่ำ เช่น KK เล็กสุด 5 ล้านบาท BAY เล็กสุด 100,000 บาท มีปัญหาในการเปรียบเทียบหรือไม่ ผู้วิจัยระบุว่าข้อมูลมีจำกัดจึงจำเป็นต้องใช้จำแนกตามขนาดของธนาคารที่มีอยู่ไปก่อน

**2. ประเด็นเสนอเพื่อศึกษาเพิ่มเติม**

- การศึกษาเกี่ยวกับ hedging portfolio ควรมีการศึกษาการชดเชย time preference ของผู้ฝากด้วย เพราะอายุคงเหลือที่ต่างกันก็จะมี time preference ต่างกัน
- มีข้อเสนอว่าควรมีการเอาค่า coefficient มาเทียบกับโลกความเป็นจริง (realistic) ด้วย ทั้งนี้ ในงานศึกษามีการให้ความสนใจ magnitude และ sign ด้วย คือพบว่า ความสะดวกของที่ตั้งธนาคารมีผลต่อ margin ค่อนข้างมาก อย่างไรก็ตาม ควรปรับเปลี่ยนตัวแปรสาขา (branch) เนื่องจากปัจจุบันการฝากเงิน internet banking และการมีเครื่อง ATM น่าจะเป็นปัจจัยที่สะท้อนความสะดวกได้ดีกว่า branch อย่างเดียว
- เสนอให้มีการศึกษาว่าเงินฝากออมทรัพย์พิเศษเทียบกับออมทรัพย์ธรรมดา induce คนได้แค่ไหน