

การทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทยในมิติของข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวกับนโยบาย
ทางการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา

Tests of Market Efficiency in the Stock
Exchange of Thailand in the perspective of
US Monetary Policy
Announcements

ศุภวัฒน์ วัฒนธนปติ*

ผศ. ดร. พิรุณา ไบโลว์ส**

ดร. เวทางค์ พ่วงทรัพย์***

Suppawat Wadhanapatee*

Assistant Professor Dr. Piruna Bialowas**

Wetang Phuangsup (Ph.D.)***

*นักศึกษาหลักสูตรบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

*Doctor- of- Business- Administration Candidate, Dhurakij Pundit University

**รองคณบดีฝ่ายวิชาการ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

**Vice Dean for Academic Affairs, Faculty of Business Administration, Dhurakij Pundit University

***ผู้อำนวยการส่วนนโยบายการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง

***Head of Capital Flow Policy Division, Fiscal Policy Office, Ministry of Finance

บทคัดย่อ

การศึกษาวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความมีประสิทธิภาพในระดับกลางของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่ามีการตอบสนองต่อข่าวสารเกี่ยวกับการดำเนินนโยบายการเงิน (โดยผ่านอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์) ของประเทศสหรัฐอเมริกา หรือไม่ อย่างไร โดยนำเสนอกระบวนการวิจัยที่สามารถหลีกเลี่ยงปัญหาหลัก 2 ประการที่เกิดขึ้นกับการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ ได้แก่ ปัญหาการรั่วไหลของข้อมูลข่าวสารก่อนที่จะได้มีการประกาศอย่างเป็นทางการ และปัญหาการทดสอบสมมุติฐานร่วมที่เกิดขึ้นจากความไม่มีเสถียรภาพของตัวแบบดุลยภาพราคา ผลการศึกษาวิจัยชี้ให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง โดยราคาของหลักทรัพย์จะมีการปรับเปลี่ยนเพื่อตอบสนองต่อข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกาอย่างรวดเร็ว เหมาะสม และไม่มีความล่าช้าอย่างเป็นระบบ กล่าวคือการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ที่อยู่ในความคาดหมายของตลาดนั้น ไม่มีผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแต่อย่างใด ในขณะที่การเปลี่ยนแปลงที่อยู่นอกเหนือความคาดหมายร้อยละ 1 จะทำให้ราคาของหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามร้อยละ 1.83 ผลการวิจัยดังกล่าวชี้ให้เห็นว่าการกำกับดูแลเรื่องการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ให้มีความถูกต้อง ตรงต่อเวลา และเพียงพอต่อการตัดสินใจของนักลงทุนเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการปรับปรุงความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

คำสำคัญ : ความมีประสิทธิภาพของตลาด / ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
/ นโยบายการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา

Abstract

The objective of this paper is to test the semi-strong-form market efficiency of the Stock Exchange of Thailand (SET) with respect to the U.S. Monetary Policy Announcements. It focuses on how quickly and properly the SET index responds to the U.S. Federal Funds Target rate. This paper introduces the research methodology that mitigates two main problems normally occurring in testing market efficiency of emerging stock markets. They are the problem of information leakage before the official announcement and the problem of joint hypothesis testing arising from the instability of pricing – equilibrium model. The study finds that semi-strong-form market efficiency does exist in the Stock Exchange of Thailand. More precisely, the SET index reacts to the announcement of U.S. Federal Funds Target rate rapidly, properly and without systematic delay. The anticipated increase or decrease in Federal Funds Target rate has no significant impact on the SET index, while , on average, the unanticipated 100-basis-point decrease (increase) in Federal Funds Target rates is associated with 1.83% increase (decrease) in the security prices in the Stock Exchange of Thailand. These findings suggest that full, timely and accurate disclosure of information with strong regulatory enforcement is a crucial factor for improving market efficiency in the Stock Exchange of Thailand.

Keywords: Market efficiency /the Stock Exchange of Thailand (SET) / U.S. Monetary Policy

บทนำ

ตลาดเงินและตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพนั้นมีความสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจเป็นอย่างยิ่ง เพราะจะเอื้อให้เกิดการระดม จัดสรร และสะสมเงินทุนทั้งจากภายในและภายนอกประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพ และด้วยเหตุผลดังกล่าวนี้เองจึงทำให้ประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่หลาย ๆ ประเทศได้ริเริ่มที่จะปฏิรูปตลาดเงินและตลาดทุนในประเทศของตนอย่างจริงจัง เพื่อให้กลไกตลาดสามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น คำว่า “ความมีประสิทธิภาพ” นั้นอาจนำไปสู่ข้อพิจารณาได้ในหลายแง่มุม แต่ความมีประสิทธิภาพที่อยู่ภายใต้ความสนใจของงานวิจัยนี้จะจำกัดขอบเขตไว้เฉพาะความมีประสิทธิภาพในเชิงข้อมูลข่าวสาร (Informational Efficiency) ที่สื่อถึงภาวะที่ตลาดสามารถผนวกข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องและมีผลกระทบต่อมูลค่าพื้นฐานของหลักทรัพย์ เข้าไปกับราคาหลักทรัพย์ทางการเงินได้อย่างรวดเร็ว เหมาะสม และไม่มีมูลค่าซ้ำซ้อนเป็นระบบหรือไม่เท่านั้น

ความมีประสิทธิภาพของตลาดจัดว่าเป็นเรื่องที่มีความสำคัญทั้งทางทฤษฎีและทางปฏิบัติ จากความสำคัญดังกล่าวทำให้มีงานวิจัยจำนวนมากทำการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่นประเทศสหรัฐอเมริกาว่ามีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารประเภทต่างๆ หรือไม่ อย่างไร โดยภาพรวมนั้นหลักฐานจำนวนมากชี้ให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ในประเทศที่พัฒนาแล้วจัดว่าเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพอย่างยิ่งในเชิงข้อมูลข่าวสาร อย่างไรก็ตามหากพิจารณาการศึกษาเรื่องความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ (ซึ่งรวมถึง

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) กลับพบว่ามีการศึกษาในจำนวนที่น้อยกว่ากันมาก อีกทั้งผลการศึกษาที่ได้มีความขัดแย้งและไม่สอดคล้องกัน ทำให้เกิดคำถามที่สำคัญว่า ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ นั้นมีประสิทธิภาพในเชิงข้อมูลข่าวสารหรือไม่ อย่างไร

วัตถุประสงค์การวิจัย

การศึกษาวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความมีประสิทธิภาพ (ในระดับกลาง) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่ามีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วง มกราคม 2000 – มิถุนายน 2011 (ซึ่งเป็นเวลาประเทศไทยได้มีการปรับเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่มาเป็นแบบลอยตัว) หรือไม่ อย่างไร อนึ่งในการศึกษาวิจัยนี้ผู้วิจัยใช้การประกาศอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ – U.S. Federal Funds Rate) ของธนาคารกลางแห่งประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นตัวแทนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวนี้จัดได้ว่าเป็นเครื่องมือหลักที่ถูกนำมาใช้ในการดำเนินนโยบายการเงินในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาวิจัย

งานวิจัยนี้ผู้วิจัยได้นำเสนอกระบวนการวิจัยที่สามารถหลีกเลี่ยงปัญหาหลัก 2 ประการที่มักพบในการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดในประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ (รวมถึงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) ได้แก่ ปัญหาการรั่วไหลของข้อมูลข่าวสารก่อนที่จะได้มีการประกาศเผยแพร่อย่างเป็นทางการ และปัญหาการทดสอบสมมุติฐานร่วมที่เกิดขึ้นจากความไม่มีเสถียรภาพของตัวแบบดุลยภาพราคา

นอกจากนี้ในการศึกษาวิจัยยังได้กำหนดช่วงเวลาของการทดสอบให้ครอบคลุมเฉพาะช่วงเวลาในประเทศไทยมีการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ซึ่งจะช่วยให้อผลการทดสอบมีความเที่ยงตรง และสอดคล้องกับสภาพบริบทของประเทศไทยในสภาวะปัจจุบันยิ่งขึ้น

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดสมมุติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาด (Market Efficiency Hypothesis)

แนวคิดเรื่อง “สมมุติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาด” นั้น ได้รับการเรียกขานอย่างเป็นทางการขึ้นครั้งแรกในงานทบทวนวรรณกรรมของ Fama (1970) โดยแนวคิดดังกล่าวได้อธิบายถึงสภาวะที่ตลาดสามารถผนวกข้อมูลที่เกี่ยวข้องต่าง ๆ เข้าไปกับราคาของหลักทรัพย์ทางการเงินได้อย่างรวดเร็วและถูกต้อง โดยที่การเปลี่ยนแปลงระดับราคาของหลักทรัพย์ในแต่ละจุดเวลา ถือเป็นเครื่องสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เป็นสาระสำคัญที่เกิดขึ้นในจุดเวลาดังกล่าว โดยทั่วไปความมีประสิทธิภาพของตลาดแบ่งออกได้เป็น 3 ระดับ คือ

1) ความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak Form Efficiency) ในตลาดที่มีความมีประสิทธิภาพระดับต่ำ นักลงทุนจะไม่สามารถใช้ข้อมูลในอดีตที่เกี่ยวข้องกับราคาหรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์มาใช้ในการพยากรณ์ราคาในอนาคต เพื่อออกแบบกลยุทธ์การลงทุนให้สามารถสร้างกำไรในระดับสูงเกินปกติได้อย่างต่อเนื่อง เนื่องจากราคาของหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับการเคลื่อนไหวของราคาและปริมาณการซื้อขายในอดีตของหลักทรัพย์นั้นไว้อย่างเต็มที่แล้ว (Fama, 1991)

2) ความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับกลาง (Semi-Strong-Form Efficiency) ตลาดจะมีความมีประสิทธิภาพในระดับกลางก็ต่อเมื่อราคาของหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เป็นข้อมูลสาธารณะไว้อย่างเต็มที่แล้ว ในตลาดที่มีความมีประสิทธิภาพระดับกลางนั้น นักลงทุนจะไม่สามารถกำหนดกลยุทธ์โดยอิงอยู่บนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้มีการเผยแพร่ต่อสาธารณะ มาสร้างผลกำไรที่เกินปกติให้กับตนได้อีกอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เนื่องจาก ราคาของหลักทรัพย์มีการปรับเปลี่ยนเพื่อตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารสาธารณะที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว เหมาะสม และไม่มีความล่าช้าอย่างเป็นระบบ ดังนั้นผู้ที่เป็นเจ้าของหลักทรัพย์จะได้รับกำไรหรือขาดทุนจากหลักทรัพย์นั้นในทันทีที่มีการประกาศข้อมูลดังกล่าว หลังจากนั้นจะไม่มีใครสามารถทำกำไรหรือขาดทุนจากข้อมูลข่าวสารดังกล่าวได้อีก (Fama, 1991)

3) ความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับสูง (Strong-Form Efficiency) ในตลาดที่มีความมีประสิทธิภาพระดับสูง นักลงทุนจะไม่สามารถใช้ข้อมูลใด ๆ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลภายในที่มักลงทุนล่วงรู้แม้แต่เพียงคนเดียว มาใช้เพื่อกำหนดกลยุทธ์ในการสร้างผลกำไรที่เกินปกติได้อย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เนื่องจากข้อมูลข่าวสารทั้งหมด ซึ่งรวมถึงข้อมูลข่าวสารส่วนบุคคลและข้อมูลภายใน ได้สะท้อนรวมอยู่ในราคาของหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว (Fama, 1991) ความมีประสิทธิภาพของตลาดทั้ง 3 ระดับ จะมีความสัมพันธ์แบบต่อเนื่องและเป็นเงื่อนไขซึ่งกันและกัน กล่าวคือตลาดที่มีความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำเป็นเงื่อนไขที่จำเป็นของตลาดที่มีความมีประสิทธิภาพในระดับกลางและระดับสูง (Latham, 1986) เนื่องจากตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพต่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการ

เคลื่อนไหวของราคาและปริมาณการซื้อขายในอดีตของหลักทรัพย์ ย่อมจัดว่าเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพต่อข้อมูลข่าวสารสาธารณะและข้อมูลทั้งหมดไปด้วยในตัว

การทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่ามีการศึกษาอยู่ในปริมาณที่ไม่มากนัก ซึ่งการศึกษาล้วนใหญ่จะเป็นการทดสอบความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำเนื่องจากการทดสอบสามารถกระทำได้โดยอาศัยเพียงข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น

แต่อย่างไรก็ตามหากพิจารณาลงไป ในรายละเอียดของผลการศึกษาที่ได้จากการทดสอบความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลับพบว่าก็ยังมีข้อขัดแย้งและไม่สอดคล้องไปในแนวทางเดียวกันอยู่ ตัวอย่างเช่น Surmsrisuwon (1995) และ ประเสริฐ วัจนปราชญ์ (2540) พบว่าราคาของหลักทรัพย์นั้นมีลักษณะจรัส จึงสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ ในขณะที่ ปิยวดี นิยมรัฐ (2534) กลับพบหลักฐานในทางตรงกันข้ามว่านักลงทุนสามารถนำลักษณะการเคลื่อนไหวหรือแนวโน้มในอดีตมาใช้เป็นประโยชน์ในการคาดการณ์แนวโน้มของราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้สำหรับการทดสอบความมีประสิทธิภาพในระดับกลางและสูงนั้น เนื่องจากมีความจำเป็นที่จะต้องใช้ข้อมูลในรายละเอียดที่มีเที่ยงตรงและน่าเชื่อถือในจำนวนที่มากเพียงพอที่จะสามารถนำมาใช้ในการกำหนดหน้าตาของเหตุการณ์ได้อย่างถูกต้องและชัดเจนว่า

วันที่ข้อมูลข่าวสารเกิดขึ้นนั้นก่อให้เกิดผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์หรือไม่อย่างไรจึงทำให้มีการศึกษาวิจัยอยู่ในจำนวนที่ไม่มากนัก เช่น ศิริพร พรไยยะ (2541) ซึ่งผลของการศึกษาวิจัยที่ได้จะให้ผลสอดคล้องไปในทางเดียวกันว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลางและระดับสูง

ปัญหาและอุปสรรคในการทดสอบสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่

การทดสอบสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ (รวมถึงประเทศไทย) มักประสบปัญหาที่สำคัญ 2 ประการที่ทำให้ผลการศึกษาที่ได้ขาดความน่าเชื่อถือคือ

1. ปัญหาเรื่องการรั่วไหลของข้อมูลข่าวสารก่อนที่จะได้มีการประกาศหรือเผยแพร่อย่างเป็นทางการ ปัญหาดังกล่าวจะส่งผลให้การกำหนดหน้าตาของเหตุการณ์ที่จะนำมาใช้ทดสอบภายใต้เทคนิค Event study ไม่สามารถกระทำได้อย่างถูกต้องและเหมาะสม เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ได้ทำการปรับตัวตามข้อมูลข่าวสารใหม่ไปแล้วก่อนวันที่จะมีการประกาศข้อมูลข่าวสารอย่างเป็นทางการ จึงทำให้ได้ผลสรุปว่าราคาของหลักทรัพย์ไม่มีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารแต่อย่างไร (Bhattacharya, Daouk, Jorgenson and Kehr, 2000)

2. ปัญหาการทดสอบสมมติฐานร่วม (Joint Hypothesis Testing) ปัญหานี้มีสาเหตุจากการที่ความมีประสิทธิภาพของตลาดเป็นสิ่งที่ไม่สามารถทดสอบได้ด้วยตัวเอง ทำให้มีความจำเป็นต้องทดสอบร่วมกับตัวแบบอื่นๆ เช่น ตัวแบบดุลยภาพของการกำหนดราคาสินทรัพย์ (Pricing-Equilibrium model) กล่าวคือ

การทดสอบสมมุติฐานว่าราคาหลักทรัพย์นั้น มีค่าที่ถูกต้องเหมาะสมหรือไม่ จะไม่สามารถกระทำได้ หากไม่สามารถบอกได้ว่าราคาที่ต้องมีค่าเท่าไร ดังนั้นเพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าว จึงมีความจำเป็นที่จะต้องสร้างความเชื่อมโยงระหว่างทฤษฎีสมมุติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดและตัวแบบดุลยภาพของการกำหนดราคาสินทรัพย์ขึ้น (Fama, 1991)

แต่อย่างไรก็ตามตัวแบบดุลยภาพของการกำหนดราคาสินทรัพย์ต่าง ๆ นั้นนอกจากจะได้รับการวิพากษ์วิจารณ์อย่างมากถึงความสามารถในการนำมาใช้ได้จริงในทางปฏิบัติแล้ว ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนปกติของตัวแบบดุลยภาพราคาต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นผ่านตัวแบบที่เป็น Statistical model (เช่น Constant mean return model หรือ Market model) หรือตัวแบบ Economic Model (เช่น Capital Asset Pricing Model - CAPM หรือ Arbitrage Pricing Theory - APT Model) จะต้องมีการกำหนด estimation window ที่ยาวนานเพียงพอที่จะทำให้ผลรวมของค่าตัวแปรความคลาดเคลื่อนมีค่าเท่ากับศูนย์ (Mackinlay, 1997) ซึ่งถือว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างน้อยจะต้องมีประสิทธิภาพในระดับต่ำที่จะทำให้ราคาของหลักทรัพย์นั้นมีลักษณะจรัสหรือต้องไม่มีอัตราสะสมพันธ์ ของราคาหลักทรัพย์ด้วย ดังนั้นในขณะที่ยังไม่สามารถหาข้อสรุปได้แน่ชัดว่าตลาดหลักทรัพย์นั้นเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพอย่างน้อยในระดับต่ำหรือไม่ แต่การศึกษาวิจัยหลาย ๆ ชิ้นที่ทำการทดสอบความมีประสิทธิภาพในระดับกลางมักจะทำการศึกษาโดยใช้ตัวแบบ CAPM เป็นเครื่องมือศึกษาวิจัยจากเหตุผลดังกล่าวนี้จึงทำให้เกิดความเคลือบแคลงสงสัยได้ว่าผลการศึกษาที่ได้มานั้นจะมี

ความคลาดเคลื่อนจากความเป็นจริงไปทั้งในแง่บวกหรือแง่ลบหรือไม่เพียงไร

ผลกระทบของการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ (รวมถึงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

ในทางทฤษฎีนั้นผลกระทบของการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ในต่างประเทศนั้นสามารถแสดงให้เห็นได้อย่างง่ายที่สุดโดยผ่านตัวแบบวิธีคิดมูลค่าหลักทรัพย์จากกระแสเงินสดที่พิจารณาหลักทรัพย์ว่าเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนแก่นักลงทุนในช่วงเวลาหนึ่งๆ โดยราคาหลักทรัพย์จะถูกกำหนดจากมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดที่นักลงทุนคาดหวังว่าหลักทรัพย์จะสามารถสร้างได้ในอนาคตเป็นสำคัญ

หากพิจารณาจากตัวแบบวิธีคิดมูลค่าหลักทรัพย์จากกระแสเงินสดจะพบว่าการดำเนินนโยบายการเงินโดยผ่านอัตราดอกเบี้ยนั้นจะมีผลกระทบในเชิงลบต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ กล่าวคือหากธนาคารกลางของประเทศสหรัฐอเมริกาดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวดโดยผ่านการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อชะลอการขยายตัวของเศรษฐกิจแล้ว ย่อมถือว่าเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกาจะมีการชะลอตัวลงในอนาคต ดังนั้น กระแสเงินสด กำไรและเงินปันผลที่บริษัทในต่างประเทศจะได้รับในอนาคตจากการค้าขายกับประเทศสหรัฐอเมริกา ย่อมต้องลดลงตามไปด้วยอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ยิ่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์ในต่างประเทศนั้นมีการปรับตัวลดลง แต่หากธนาคารกลางของประเทศสหรัฐอเมริกาดำเนินนโยบายทางการเงิน

แบบผ่อนคลายเป็นผ่านการลดอัตราดอกเบี้ยยอม
นำไปสู่การคาดการณ์เกี่ยวกับการขยายตัวของ
เศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกาในอนาคต
ดังนั้นจึงทำให้สามารถคาดหมายได้ว่ารายได้ของ
บริษัทต่างประเทศที่ทำการค้าขายกับประเทศ
สหรัฐอเมริกาย่อมต้องเพิ่มสูงขึ้นในอนาคต และ
ทำให้ราคาหลักทรัพย์ต่างประเทศดังกล่าวปรับตัว
เพิ่มสูงขึ้นในที่สุด

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าการศึกษาผลกระทบของการดำเนินนโยบายทางการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่นั้นมีอยู่น้อยมาก อีกทั้งผลการศึกษาวิจัยที่ได้ก็ยังมีความขัดแย้งกันอีกด้วย ซึ่งความแตกต่างดังกล่าวนี้อาจเกิดขึ้นจากสาเหตุสำคัญหลาย ๆ ประการ เช่น งานวิจัยแต่ละชิ้นมีการใช้ข้อมูลที่มีความถี่แตกต่างกัน หรือมีกระบวนการในการวิเคราะห์องค์ประกอบของการดำเนินนโยบายการเงินในตัวแบบทดสอบที่แตกต่างกัน เป็นต้น (Wongswan, 2005)

ตัวอย่างของการศึกษาผลกระทบของการดำเนินนโยบายทางการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้แก่ Bailey (1990) และ Johnson and Jensen (1993) ที่ทำการศึกษาข้อมูลในช่วง 1977 – 1985 และ 1979 – 1991 ตามลำดับ โดยผลการวิจัยทั้งสองชิ้นชี้ให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีการตอบสนองอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน และอัตราดอกเบี้ยส่วนลดมาตรฐานที่ธนาคารกลางให้กู้ยืมแก่สถาบันการเงิน (Discount rate) แต่อย่างไรซึ่ง Bailey ได้ตั้งข้อสังเกตว่ามีสาเหตุจากการ

ที่ประเทศไทยมีกฎเกณฑ์ที่เป็นอุปสรรคต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศที่ค่อนข้างมาก อีกทั้งยังมีปริมาณการส่งออกสินค้ามายังประเทศสหรัฐอเมริกาในระดับที่ค่อนข้างต่ำอีกด้วย

อย่างไรก็ตาม Wongswan (2005), Hausman and Wongswan (2006) และ Ehrmann and Fratzscher (2009) ทำการศึกษผลกระทบการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกาโดยผ่านตัวบ่งชี้ทางการเงินที่เป็นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี ค.ศ. 1994 – ค.ศ. 2005 พบว่าราคาหลักทรัพย์ในประเทศไทยมีการตอบสนองในเชิงลบต่อการปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศสหรัฐอเมริกาที่อยู่นอกเหนือจากความคาดหมายของตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% คือ Wongswan (2005) และ Hausman and Wongswan (2006) พบว่าหากมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศสหรัฐอเมริกาที่อยู่นอกเหนือจากความคาดหมายของตลาด 1% อัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นไทยจะปรับตัวลดลง 4.75% และ 5.54% ตามลำดับ ในขณะที่ Ehrmann and Fratzscher (2009) ชี้ให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นไทยจะปรับตัวลดลง 5.90%

วิธีการดำเนินงานวิจัย

กระบวนการวิธีการศึกษาวิจัยในภาพรวมจะอิงอยู่บนเทคนิค Event Study โดยในการพัฒนากกรอบแนวคิดเพื่อทำการทดสอบจะประกอบด้วย 2 ขั้นตอนหลักคือ 1) การกำหนดสมการตัวแบบพื้นฐานทางเศรษฐมิติ และ 2) การกำหนดวันที่เป็นหน้าตาของเหตุการณ์ที่จะนำมาใช้ในการทดสอบสมมุติฐาน

ขั้นตอนที่ 1 การกำหนดตัวแบบพื้นฐานทางเศรษฐกิจสำหรับการศึกษาวิจัย

ในการพัฒนาตัวแบบพื้นฐานทางเศรษฐกิจมีจุดเริ่มต้นจากการพัฒนาสมการที่แสดงความสัมพันธ์พื้นฐานระหว่างอัตราผลตอบแทน (หรือการเปลี่ยนแปลงราคา) ของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาการถือครองหนึ่งๆ (R_{hdp}) นับตั้งแต่วันที่ t (ซึ่งเป็นวันที่ธนาคารกลางของประเทศสหรัฐอเมริกาได้มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมาย) กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาที่เกิดขึ้นในวันที่ t (Δr_t) ซึ่งสามารถแสดงให้เห็นได้ดังสมการที่ 1 ต่อไปนี้

$$R_{hdp} = \alpha + \beta \Delta r_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

อย่างไรก็ตามตัวแบบตามสมการที่ 1 นั้นมีลักษณะที่ไม่สอดคล้องกับแนวคิดสมมุติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาด เนื่องจากในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นราคาหลักทรัพย์จะไม่มีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่ตลาดได้มีการคาดหมายไว้ล่วงหน้าอยู่แล้ว เนื่องจากข้อมูลดังกล่าวได้ถูกผนวกไว้กับราคาในปัจจุบันแล้ว แต่ราคาของหลักทรัพย์จะมีการเปลี่ยนแปลงตอบสนองแต่เฉพาะข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นใหม่เท่านั้น (Bernanke and Blinder, 1992) การทดสอบจึงมีความจำเป็นที่จะต้องแยกองค์ประกอบของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมายออกเป็น 2 องค์ประกอบคือการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในความคาดหมายของตลาด (Δr_t^e) และการ

เปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยที่อยู่นอกเหนือความคาดหมายของตลาด (Δr_t^u) ดังสามารถแสดงได้ดังสมการที่ 2

$$R_{hdp} = \alpha + \beta_1 \Delta r_t^e + \beta_2 \Delta r_t^u + \varepsilon_t \quad (2)$$

หากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ (ในระดับกลาง) แล้วการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมายที่อยู่ในความคาดหมายของตลาดจะไม่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่หากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวเป็นสิ่งที่อยู่นอกเหนือความคาดหมายของตลาด จะส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์ในประเทศไทยเกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เพื่อสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นใหม่ต่อไป

จากการที่งานวิจัยนี้ได้เลือกใช้ข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นข้อมูลข่าวสารที่จะนำมาใช้ในการทดสอบสมมุติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้สามารถขจัดปัญหาเกี่ยวกับการรั่วไหลของข้อมูลข่าวสารก่อนที่จะได้มีการประกาศหรือเผยแพร่อย่างเป็นทางการออกไปได้ เนื่องจากข้อมูลข่าวสารดังกล่าวนี้เกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาที่จัดได้ว่าเป็นประเทศที่มีกฎระเบียบควบคุมกำกับดูแลในเรื่องการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารและการนำข้อมูลภายในมาใช้ในทางมิชอบอย่างเข้มงวดและเคร่งครัด

นอกจากนี้เนื่องจากการทดสอบความมี

ประสิทธิภาพของตลาดในครั้งนี้เป็น การทดสอบ การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อข้อมูล ข่าวสารใหม่ที่อยู่นอกเหนือความคาดหมาย ของตลาด จึงทำให้ไม่มีความจำเป็นที่จะต้อง คำนวณหาอัตราผลตอบแทนตามปกติโดยผ่าน ตัวแบบดุลยภาพราคา เพื่อที่จะได้ทราบว่ามีผล ตอบแทนที่ผิดจากปกติเกิดขึ้นในช่วงระยะเวลา ที่มีเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่งเกิดขึ้นหรือไม่ ยัง ผลให้กระบวนการทดสอบความมีประสิทธิภาพ ของตลาดในครั้ง นี้ สามารถหลีกเลี่ยงปัญหาการ ทดสอบสมมติฐานร่วมที่เกิดขึ้นจากความไม่มี เสถียรภาพของตัวแบบดุลยภาพราคาได้

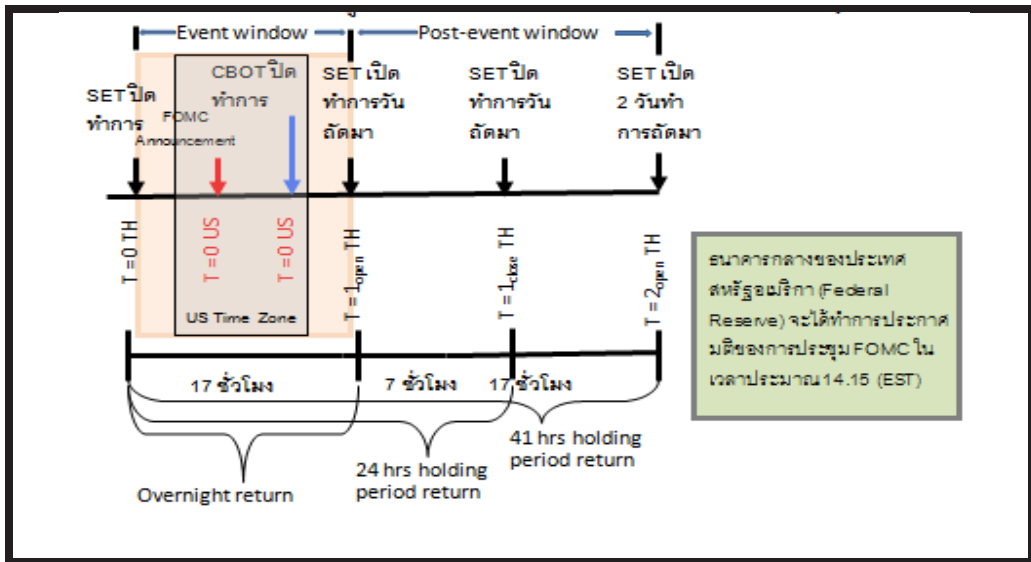
อนึ่งเพื่อให้ตัวแบบที่นำมาใช้ศึกษา นี้ สามารถพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงของราคา หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในวันที่ธนาคารกลางของประเทศสหรัฐอเมริกา ได้มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่าง ธนาคารพาณิชย์เป้าหมาย ได้อย่างเที่ยงตรง และเหมาะสมกับบริบทของประเทศไทยมากขึ้น อีกทั้งยังเป็นการทดสอบความมีประสิทธิภาพ ของตลาดในระดับต่ำ ผู้วิจัยจึงได้ทำการเพิ่ม ตัวแปรอัตราผลตอบแทน (การเปลี่ยนแปลงของ ราคา) ของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในคาบที่ผ่านมา ซึ่งตัวแปรดังกล่าวมี งานวิจัยหลาย ๆ ชิ้น เช่น ปิยวดี นิยมรัฐ (2534) ชี้ให้เห็นว่ามีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของ ราคาหลักทรัพย์ในวันที่มีเหตุการณ์ที่ต้องการ ศึกษา สำหรับตัวแบบที่ได้รับการปรับปรุงเพิ่ม เต็มตัวแปรอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในคาบที่ผ่านมา สามารถแสดงได้ดังสมการที่ 3 คือ

ขั้นตอนที่ 2 การกำหนดวันที่เป็นหน้าต่างของ เหตุการณ์สำหรับการทดสอบสมมติฐาน

ประเด็นสำคัญในการกำหนดกรอบ หน้าต่างเวลาที่เหมาะสมของการศึกษาวิจัยนี้ ได้แก่ ประเด็นเรื่องเขตของเวลา (Time zone) ที่แตกต่างกันระหว่างประเทศไทยและประเทศ สหรัฐอเมริกา กล่าวคือ เวลาในประเทศไทยจะ เร็วกว่าเวลาในประเทศสหรัฐอเมริกาประมาณ 12 ชั่วโมง ดังนั้นในช่วงที่ธนาคารกลางของประเทศ สหรัฐอเมริกาได้ทำการประกาศอัตราดอกเบี้ย ในเวลาประมาณ 14.15 (EST) จึงเป็นช่วงเวลา ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เปิดทำการ อยู่ ส่งผลให้ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงของ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะเกิดขึ้นได้เร็ว ที่สุด คือเวลาที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เปิดทำการในวันถัดมาจากวันที่ธนาคารกลาง ประเทศสหรัฐอเมริกาได้มีการประกาศอัตรา ดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งคิดเป็นช่วงระยะเวลา ประมาณ 7 ชั่วโมง ดังแสดงให้เห็นถึงผลกระทบ ของเวลาที่แตกต่างกันในภาพต่อไปนี้

$$R_{hdp} = \alpha + \beta_1 \Delta r_t^e + \beta_2 \Delta r_t'' + \beta_3 R_{t-1} + \varepsilon_t$$

(3)



ภาพที่ 1 แสดงการกำหนดวันที่เป็นหน้าต่างของเหตุการณ์ที่จะนำมาใช้ในการทดสอบสมมติฐาน

จากเหตุผลเรื่องความแตกต่างของเขตระยะเวลาดังกล่าว ทำให้การวิเคราะห์ว่าราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการตอบสนองอย่างรวดเร็วและทันต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาหรือไม่ ต้องพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงข้ามคืน (Overnight Return) ว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทางสถิติกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาหรือไม่ ดังสามารถแสดงให้เห็นในสมการที่ 4 คือ

$$R_{overnight} = \alpha + \beta_1 \Delta r_t^e + \beta_2 \Delta r_t^u + \beta_3 R_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4)$$

สำหรับการทดสอบการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าจะยังคงมีความสัมพันธ์กับข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมายอยู่ต่อไปอย่างต่อเนื่องหรือไม่ จะอิงอยู่กับแนวทางที่นำเสนอโดย Bacon and Weinstein (2008) ที่ทำการทดสอบว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมาย มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์หรืออัตราผลตอบแทนจากการถือครองหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายหลังจากที่ธนาคารกลางประเทศสหรัฐอเมริกาได้มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงเวลา 24 ชั่วโมง (R_{24-hdp}) และ 41 ชั่วโมง (R_{41-hdp}) หรือไม่ ดังสามารถแสดงให้เห็นได้ในสมการที่ 5 และ 6 คือ

$$R_{24-hdp} = \alpha + \beta_1 \Delta r_t^e + \beta_2 \Delta r_t^u + \beta_3 R_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$R_{41-hdp} = \alpha + \beta_1 \Delta r_t^e + \beta_2 \Delta r_t^u + \beta_3 R_{t-1} + \varepsilon_t \quad (6)$$

หากพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมายมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนของการถือครองหลักทรัพย์ภายหลังจากที่ได้มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวที่นอกเหนือจากการถือครองเพียงชั่วข้ามคืนตามสมการที่ 5 และ 6 จะแสดงให้เห็นว่า กลไกในการปรับตัวของราคาทำได้ไม่รวดเร็วนัก ซึ่งเป็นเครื่องบ่งชี้ให้เห็นถึงความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาวิจัย

เครื่องมือคำนวณอัตราผลตอบแทนการถือครองหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาต่าง ๆ

$$R_{hdp} = \frac{(SETIndexP_{t+hdp} - SETIndexP_t)}{SETIndexP_t} \times 100 \quad (7)$$

โดย R_{hdp} ได้แก่ อัตราผลตอบแทน (หรือการเปลี่ยนแปลงราคา) ของ SET Index ที่เกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาการถือครองหนึ่งๆ (ชั่วโม่ง) นับตั้งแต่เวลาที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปิดทำการในวันที่ t ซึ่งเป็นวันที่ธนาคารกลางของประเทศสหรัฐอเมริกาได้มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมาย ;

$SETIndexP_t$ ได้แก่ ราคาปิดตลาดของ

Set Index ในวันที่ t ; $SETIndexP_{t+hdp}$ ได้แก่ ราคา SET Index เมื่อได้มีการถือครองมาเป็นระยะเวลา HDP นับตั้งแต่สิ้นวันที่ t

เครื่องมือคำนวณอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในคาบที่ผ่านมา

$$R_{t-1} = \frac{(SETIndexP_t - SETIndexP_{t-1})}{SETIndexP_{t-1}} \times 100 \quad (8)$$

โดย R_{t-1} ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของ SET Index ในคาบที่ผ่านมา; $SETIndexP_t$ ได้แก่ ราคาปิดตลาดของ SET Index ในวันที่ t ; $SETIndexP_{t-1}$ ได้แก่ ราคาปิดตลาดของ SET Index ในวันที่ $t-1$

เครื่องมือที่ใช้ในการแบ่งแยกองค์ประกอบอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมายออกเป็นองค์ประกอบย่อย

การแบ่งแยกองค์ประกอบของการเปลี่ยนแปลงในการดำเนินนโยบายการเงินออกเป็น การเปลี่ยนแปลงที่อยู่ในความคาดหมายและที่อยู่นอกเหนือความคาดหมายของตลาด จะอิงอยู่บนวิธีการที่นำเสนอโดย Kuttner (2001) ที่ใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอ้างอิงกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ (Federal Funds Futures Contracts) ซึ่งมีการซื้อขายโดยผ่านกลไกตลาด ณ Chicago Board of Trade (CBOT) ประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นเครื่องมือในการคำนวณ ซึ่งวิธีการดังกล่าวนี้ได้รับการยอมรับกันโดยทั่วไปว่าเป็นวิธีการที่ดีที่สุดเมื่อเทียบกับแนวทางอื่นๆ (Gurkaynak, Sack, and Swanson, 2002)

สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอ้างอิงกับอัตรา

ดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีข้อตกลงให้ส่งมอบดอกเบี้ยบนต้นเงิน 5 ล้านเหรียญสหรัฐอเมริกาตามเวลาในอนาคต ที่กำหนดโดยดอกเบี้ยที่ต้องส่งมอบจะคำนวณโดยอิงกับอัตราค่าเฉลี่ยของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ที่เกิดขึ้นจริงรายวัน (Daily Effective Federal Funds Rate) ในเดือนที่สัญญาครบกำหนดส่งมอบ

Kuttner (2001) ชี้ให้เห็นว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ที่ปล่อยออกมาผ่านราคาของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่เกี่ยวข้องกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ ณ วันที่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลาง สามารถนำมาใช้กำหนดการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายในส่วนที่อยู่นอกเหนือความคาดหมายของตลาด (Δr_t^u) ได้ โดยผ่านสมการที่ 9 ดังนี้

$$\Delta r_t^u = \frac{m_s}{m_s - d} (f_{s,t}^0 - f_{s,t-1}^0) \quad (9)$$

โดย m_s ได้แก่ จำนวนวันทั้งสิ้นในเดือนที่ธนาคารกลางทำการประกาศอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมายใหม่ ; d ได้แก่ จำนวนวันนับจากวันต้นเดือนจนถึงวันที่ธนาคารกลางได้มีการประกาศอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมายใหม่ ; $f_{s,t}^0$ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ที่คำนวณได้จากสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่เกี่ยวข้องกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ ในวันที่ธนาคารกลางประกาศอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม

ระหว่างธนาคารที่เป็นเป้าหมายใหม่ ; $f_{s,t-1}^0$ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยล่วงหน้าของเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ ซึ่งคำนวณได้จากสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่เกี่ยวข้องกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ในวันก่อนหน้าที่ยานาคารกลางประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป้าหมายใหม่

สำหรับการกำหนดการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ที่อยู่ในความคาดหมายของตลาด (Δr_t^e) สามารถคำนวณได้จากส่วนต่างที่เกิดขึ้นระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมายที่ธนาคารกลางได้ประกาศจริง (Δr_t^r) กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ที่อยู่นอกเหนือความคาดหมายของตลาด ดังนี้

$$\Delta r_t^e = \Delta r_t^r - \Delta r_t^u \quad (10)$$

ภาพรวมของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์

การประกาศอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ของธนาคารที่จะนำมาใช้ในงานวิจัยนี้มีทั้งสิ้น 103 ครั้งดังมีรายละเอียดดังตารางที่ 1 ต่อไปนี้

ตารางที่ 1 แสดงการกระจายตัวของการปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ที่เป็นเป้าหมายของธนาคารกลางประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วง มกราคม 2000 - มิถุนายน 2011

การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ที่เป็นเป้าหมาย (bps)	-75	-50	-25	0	25	50	รวม
จำนวนครั้ง	3	10	6	64	19	1	103
ร้อยละ	2.91	9.70	5.83	62.14	18.44	0.98	100

ตารางที่ 1 แสดงให้เห็นว่า ธนาคารกลางประเทศสหรัฐอเมริกาได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ที่เป็นเป้าหมายลงทั้งสิ้น 19 ครั้ง คิดเป็นร้อยละ 18.44 ในขณะที่ทำการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยดังกล่าว 20 ครั้ง คิดเป็นร้อยละ 19.42 และได้มีการประกาศคงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ที่เป็นเป้าหมายทั้งสิ้น 64 ครั้ง คิดเป็นร้อยละ 62.14 ซึ่งเป็นสัดส่วนที่สูงที่สุด

ผลการศึกษา

การทดสอบลักษณะและความเร็วในการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์

การศึกษาเริ่มต้นจากทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของการถือครองหลักทรัพย์ในช่วงข้ามคืนกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมายทั้งหมดที่เกิดขึ้นจริงตามที่ธนาคารกลางได้ประกาศตามตัวแบบที่ 1 ($R_{overnight} = \alpha + \beta \Delta r_t + \varepsilon_t$) ซึ่งพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมายที่เกิดขึ้นจริง (Δr_t) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ค่อนข้างน้อยมาก คือ มีค่า R square เพียง 0.086 เท่านั้น อนึ่งแม้ว่าในการทดสอบ

ตัวแบบดังกล่าวพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมายมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ก็ตาม แต่การทดสอบโดย Ramsey Reset Test ชี้ให้เห็นว่าตัวแบบที่ 1 มีปัญหาเรื่องความผิดพลาดของโครงสร้างสมการตัวแบบ (Mis-specification) เนื่องจากได้มีการละเลยตัวแปรอธิบายที่สำคัญบางตัวไป ดังนั้นค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากสมการถดถอยนี้จึงมีความเอนเอียง (Bias) และขาดความน่าเชื่อถือ (Studenmund, 2006) ดังสามารถแสดงรายละเอียดได้ในตารางที่ 2

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มิได้มีการตอบสนองโดยตรงกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมายที่เกิดขึ้นจริง ซึ่งข้อสรุปดังกล่าวนี้สอดคล้องกับแนวคิดสมมุติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดเป็นอย่างดี เนื่องจากภายใต้แนวคิดดังกล่าวนี้ตลาดที่มีประสิทธิภาพราคาของหลักทรัพย์จะมีการเปลี่ยนแปลงตอบสนองแต่เฉพาะข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นใหม่เท่านั้น ดังนั้นในการทดสอบขั้นต่อไปจึงมีความจำเป็นที่จะต้องแยกองค์ประกอบของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์เป้าหมายที่เกิดขึ้นจริง (Δr_t) ออกเป็นองค์ประกอบย่อย 2 ส่วน คือ การเปลี่ยนแปลง

ที่อยู่ในความคาดหมายของตลาด (Δr_t^e) และการเปลี่ยนแปลงที่อยู่นอกเหนือความคาดหมายของตลาด ($\Delta r_t''$)

หลังจากที่ผู้วิจัยได้ดำเนินการแบ่งแยกองค์ประกอบดังกล่าวข้างต้นแล้ว จึงได้ทำการทดสอบตามตัวแบบที่ 2 ($R_{overnight} = \alpha + \beta_1 \Delta r_t^e + \beta_2 \Delta r_t'' + \varepsilon_t$) พบว่า ตัวแบบดังกล่าวมีความสามารถในการทำนายเพิ่มขึ้น ดังจะเห็นได้จากค่า R square ที่ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 0.174 อีกทั้งผลการทดสอบความผิดปกติของโครงสร้างตัวแบบโดยใช้ Ramsey Reset Test ก็ให้เห็นว่า ตัวแบบดังกล่าวนี้มิได้มีปัญหาเกี่ยวกับโครงสร้างตัวแบบเหมือนดังเช่นใน ตัวแบบที่ 1 (รายละเอียดดังตารางที่ 2)

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาความมีนัยสำคัญทางสถิติของค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของตัวแปรต่าง ๆ แล้ว พบว่าราคาของหลักทรัพย์มีการตอบสนองในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ในส่วนที่อยู่นอกเหนือความคาดหมายของตลาด ($\Delta r_t''$) เท่านั้น ในขณะที่ราคาของหลักทรัพย์ไม่มีการตอบสนองอย่างมีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ในส่วนที่อยู่ในความคาดหมายของตลาด (Δr_t^e) ซึ่งผลการศึกษาที่ได้นั้นสอดคล้องกับทฤษฎีสมมุติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับกลาง ดังสามารถแสดงรายละเอียดได้ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 สรุปผลการศึกษาการวิเคราะห์ถดถอยเพื่อทดสอบลักษณะและความเร็วในการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา

ประเภทการถดถอย	การถดถอยหลักทรัพย์ในช่วงเวลาข้ามคืน		
ตัวแบบที่ 1 : $R_{overnight-hdp} = \alpha + \beta \Delta r_t + \varepsilon_t$			
	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่า t	P Value
ค่าคงที่	0.226	3.76	0.000
Δr_t	-0.007	-3.09	0.003
R^2 ; Adj R^2	$R^2 = 0.086$, Adj $R^2 = 0.077$		
F Test	F= 9.55, P value = 0.003		
Ramsey Reset	F = 4.22, P value = 0.008		
ตัวแบบที่ 2 $R_{overnight-hdp} = \alpha + \beta_1 \Delta r_t^e + \beta_2 \Delta r_t'' + \varepsilon_t$			
	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่า t	P Value
ค่าคงที่	0.213	3.70	0.000
Δr_t^e	-0.004	-1.74	0.085
$\Delta r_t''$	-0.018	-4.54	0.000
R^2 ; Adj R^2	$R^2 = 0.174$, Adj $R^2 = 0.157$		
F Test	F= 10.54 , P value = 0.000		
Ramsey Reset	F = 0.44, P value = 0.721		

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับข้อมูลที่เกิดขึ้นในอดีต

ผลการทดสอบตัวแบบที่ 3

$(R_{hdp} = \alpha + \beta_1 \Delta r_t^e + \beta_2 \Delta r_t'' + \beta_3 R_{t-1} + \varepsilon_t)$ ซึ่งให้เห็นว่า ผลตอบแทนของการถือครองหลักทรัพย์ในคาบที่ผ่านมา (R_{t-1}) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการเปลี่ยนแปลงของ

ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบัน ซึ่งแสดงให้เห็นว่า นักลงทุนไม่สามารถนำข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตมาใช้เพื่อหาผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติได้ จึงทำให้สามารถสรุปได้ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นจัดได้ว่าเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำด้วยเช่นกัน ดังสามารถแสดงรายละเอียดได้ในตารางที่ 3

ตารางที่ 3 สรุปผลการศึกษาการวิเคราะห์ถดถอยเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับข้อมูลที่เกิดขึ้นในอดีต

ประเภทการถือครอง	การถือครองหลักทรัพย์ในช่วงเวลาข้ามคืน		
ตัวแบบที่ 3 $R_{overnight-hdp} = \alpha + \beta_1 \Delta r_t^e + \beta_2 \Delta r_t^u + \beta_3 R_{t-1} + \varepsilon_t$			
	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่า t	P Value
ค่าคงที่	0.206	3.52	0.001
Δr_t^e	-0.004	-1.57	0.120
Δr_t^u	-0.020	-4.44	0.000
R_{t-1}	0.036	0.85	0.397
R^2 ; Adj R^2	$R^2 = 0.180$, Adj $R^2 = 0.1552$		
F Test	F= 7.25 , P value = 0.002		
Ramsey Reset	F = 0.59, P value = 0.626		

การทดสอบความล่าช้าอย่างเป็นระบบของการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์

ผลการทดสอบที่ได้จากตัวแบบที่ 1, 2 และ 3 ที่ทำการทดสอบอัตราผลตอบแทนของการถือครองหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลา 24 และ 41 ชั่วโมงนับแต่ธนาคารกลางของประเทศสหรัฐอเมริกาได้ประกาศอัตราดอกเบี้ยนโยบายชี้ให้เห็นว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ที่อยู่ในความคาดหมาย และนอกเหนือความคาดหมายของตลาดไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วง 24 และ 41 ชั่วโมง ดังจะเห็นได้ทั้งจากค่าสถิติ

ต่าง ๆ เช่น ค่า R Square ที่มีค่าค่อนข้างต่ำจนเข้าใกล้ศูนย์ (0.086 – 0.010) และค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของตัวแปรต่างๆ ที่ไม่มีนัยสำคัญในทางสถิติ (ในกรณีของการถือครองหลักทรัพย์ในช่วง 41 ชั่วโมง แม้จะพบว่าค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ผลจากการทดสอบ Ramsey Reset Test ชี้ให้เห็นว่า ตัวแบบดังกล่าวมีความผิดปกติด้านโครงสร้างของสมการ) รายละเอียดดังกล่าวสามารถแสดงได้ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 สรุปผลการศึกษาการวิเคราะห์ถดถอยเพื่อทดสอบความล่าช้าอย่างเป็นระบบของการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา

ประเภทของการถดถอย	การถดถอยครองหลักทรัพย์ช่วง 24 ชั่วโมง			การถดถอยครองหลักทรัพย์ช่วง 41 ชั่วโมง		
ตัวแบบที่ 1 : $R_{hdp} = \alpha + \beta \Delta r_t + \varepsilon_t$						
	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่า t	P Value	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่า t	P Value
ค่าคงที่	-0.025	-0.19	0.847	0.047	0.26	0.792
Δr_t	-0.005	-0.93	0.355	0.001	0.14	0.886
R^2 ; Adj R^2 F Test Ramsey Reset	$R^2 = 0.008$, Adj $R^2 = -0.001$ F = 0.86, P value = 0.355 F = 1.08, P value = 0.359			$R^2 = 0.000$, Adj $R^2 = -0.009$ F = 0.02, P value = 0.886 F = 0.23, P value = 0.875		
ตัวแบบที่ 2 : $R_{hdp} = \alpha + \beta_1 \Delta r_t^e + \beta_2 \Delta r_t^u + \varepsilon_t$						
	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่า t	P Value	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่า t	P Value
ค่าคงที่	-0.029	-0.22	0.826	0.085	0.49	0.622
Δr_t^e	-0.004	-0.70	0.484	-0.008	-1.03	0.303
Δr_t^u	-0.008	-0.87	0.388	0.031	2.56	0.012
R^2 ; Adj R^2 F Test Ramsey Reset	$R^2 = 0.01$, Adj $R^2 = -0.01$ F = 0.51, P value = 0.603 F = 0.15, P value = 0.931			$R^2 = 0.086$, Adj $R^2 = -0.068$ F = 4.69, P value = 0.011 F = 2.70, P value = 0.048		
ตัวแบบที่ 3 : $R_{hdp} = \alpha + \beta_1 \Delta r_t^e + \beta_2 \Delta r_t^u + \beta_3 R_{t-1} + \varepsilon_t$						
	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่า t	P Value	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่า t	P Value
ค่าคงที่	-0.043	-0.33	0.743	0.037	0.22	0.829
Δr_t^e	-0.003	-0.57	0.570	-0.006	-0.73	0.468
Δr_t^u	-0.011	-1.10	0.274	0.020	1.51	0.135
R_{t-1}	0.070	0.73	0.469	0.226	1.81	0.073
R^2 ; Adj R^2 F Test Ramsey Reset	$R^2 = 0.015$, Adj $R^2 = -0.014$ F = 0.51, P value = 0.674 F = 0.23, P value = 0.872			$R^2 = 0.115$, Adj $R^2 = -0.088$ F = 4.29, P value = 0.007 F = 2.24, P value = 0.089		

ผลการทดสอบชี้ให้เห็นว่าการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น นอกจากจะมีการปรับตัวอย่างเหมาะสมและทันทีทันใดแล้ว การปรับตัวดังกล่าวยังเกิดขึ้นโดยไม่มีควมล่าช้าอย่างเป็นระบบเกิดขึ้นอีกด้วย ดังนั้น จึงทำให้สามารถสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

บทสรุปงานวิจัย

ผลการศึกษาในเชิงประจักษ์ชี้ให้เห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ในช่วงมกราคม 2000 – มิถุนายน 2011) จัดได้ว่าเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพทั้งในระดับกลาง และระดับต่ำ ด้วยเหตุผลที่สำคัญ 3 ประการ คือ ประการแรก ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นใหม่อย่างรวดเร็ว ทันทีทันใดด้วยทิศทางที่เหมาะสม ประการที่สอง การตอบสนองของราคาของหลักทรัพย์มีต่อข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นใหม่ ไม่มีความล่าช้าอย่างเป็นระบบเกิดขึ้น และประการที่สาม การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับข้อมูลที่เกิดขึ้นในอดีต

ความมีประสิทธิภาพทั้งในระดับกลางและระดับต่ำของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแสดงให้เห็นว่า องค์ภาพของกลไกการทำงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถประเมินผลข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ เพื่อผนวกเข้าไปเป็นส่วนหนึ่งของราคาหลักทรัพย์ได้เป็นอย่างดี แม้ว่าจะเป็นข้อมูลที่มีความซับซ้อนก็ตาม ดังนั้นในการปรับปรุงพัฒนา

ตลาดหลักทรัพย์ให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น ภาครัฐโดยเฉพาะอย่างยิ่งหน่วยงานที่ทำหน้าที่ในการกำกับดูแลตลาดทุน เช่น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ควรให้ความสำคัญอย่างยิ่งกับการกำกับดูแลเรื่องการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ให้มีความถูกต้อง ตรงต่อเวลา และเพียงพอต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่งการกำกับดูแลดังกล่าวรวมถึงการกำหนดให้ใช้หลักการบัญชีที่เป็นที่ยอมรับโดยทั่วไป และการจัดทำรายงานทางการเงินตามมาตรฐานสากล (IFRS) ตลอดจนการกำหนดบทลงโทษอย่างเข้มงวดของการนำข้อมูลภายในมาใช้หรือเผยแพร่ก่อนที่จะมีการประกาศอย่างเป็นทางการด้วย เป็นต้น

สำหรับนักลงทุนนั้น การที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพในระดับกลาง ย่อมแสดงให้เห็นว่า ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารสาธารณะต่าง ๆ ซึ่งรวมถึงคำแนะนำของนักวิเคราะห์และความคาดหมายของตลาดที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศสหรัฐอเมริกาไว้เรียบร้อยแล้ว ดังนั้นการซื้อขายหลักทรัพย์ที่อิงอยู่บนคำแนะนำของนักวิเคราะห์หรือความคาดหมายของตลาดดังกล่าวจึงไม่สามารถที่จะสร้างผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติให้กับนักลงทุนได้อย่างต่อเนื่อง

อย่างไรก็ตาม หากการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกาที่เกิดขึ้นจริงมีความแตกต่างไปจากที่ตลาดได้มีการคาดหมายไว้แล้ว นักลงทุนสามารถนำประโยชน์ในเรื่องของความแตกต่างในเขตเวลา (Time zone) ระหว่างประเทศไทยและประเทศสหรัฐอเมริกามาใช้ในการกำหนดกลยุทธ์การซื้อขายหลักทรัพย์

ได้ กล่าวคือ หากธนาคารกลางของประเทศสหรัฐอเมริกามีการปรับเพิ่มดอกเบี้ยนโยบายที่เกิดขึ้นจริงในอัตราที่สูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ หรือมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายน้อยกว่าที่ตลาดคาดการณ์ นักลงทุนสามารถทำการขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทันทีที่ตลาดเปิดทำการ เนื่องจากราคาของหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงทันทีที่ตลาดได้มีการเปิดทำการ แต่หากธนาคารกลางของประเทศสหรัฐอเมริกาทำการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศสหรัฐอเมริกาที่เกิดขึ้นจริงมากกว่าที่ตลาดได้มีการคาดการณ์ไว้ หรือทำการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยน้อยกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ นักลงทุนก็สามารถที่จะทำการซื้อหลักทรัพย์ในทันทีที่ตลาดเปิดทำการ เนื่องจากราคาของหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะปรับตัวสูงขึ้น

เอกสารอ้างอิง

ภาษาไทย

- ปิยวดี นิยมรัฐ (2534) การทดสอบสมมุติฐานเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ โดยพิจารณาถึงพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ในประเทศไทย วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์ กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ประเสริฐ วัจนปราชญ์ (2540) ความเป็นไปได้ของการใช้วิธีวิเคราะห์ทางเทคนิคในการทำนวยราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์ กรุงเทพฯ : มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- ศิริพร พรไชยะ (2543) การประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทย กรณีศึกษา: กองทุนตราสารทุน ช่วงปี 2539 – 2542 วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ภาษาอังกฤษ

- Bacon, Frank W. and Weinstein, Evan J. (2007, July) "Can trading on federal funds rate change announcements produce above normal stock market returns?: A test of market efficiency" **Academy of Accounting and Financial Studies**, Vol. 12, No. 2, pp. 5 - 12
- Bhattacharya, U., Daouk, H., Jorgenson, B. and Kehr, C. (2000). "When an event is not an event: The curious case of an emerging market". **Journal of Financial Economics** 55. pp.69-101.
- Bernanke, Ben S. and Blinder, Alan S. (1992) "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission" **American Economic Review**, Vol. 82, Issue 4, pp 901 - 921
- Bernanke, Ben S. and Kuttner, Kenneth N. (2005) "What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy". **Journal of Finance** 60. pp.1221-57.
- Fama, Eugene F. (1970, May) "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". **The Journal of Finance**, Vol 25, Issue 2. Pp 383-417
- Fama, Eugene F. (1991, December)., "Efficient Capital Markets: II" **The Journal of Finance**, Vol. 46, No 5. pp 1575 - 1617

- Gürkaynak, Refet, Sack, Brian and Swanson, Eric. (2005) "Do Action Speak Louder than Words?" The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements" **International Journal of Central Banking** 1. pp.55-94.
- Kuttner, Kenneth. N. (2001, February). "Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market." **Journal of Monetary Economics** 47. pp.523 -544
- Latham, Mark (1986, March). "Informational Efficiency and Information Subsets." **The Journal of Finance**, Vol. 41, No.1 pp. 39 - 52
- Mackinlay, Craig A. (1997, March). "Event Studies in Economics and Finance." **Journal of Economic Literature** Vol. 35 . pp.13-39.
- Studenmund, A.H. (2006). **Using Econometrics : A Practical Guide** (5th ed.) Pearson International
- Surmsrisuwan, B. (1995). **An examination of the randomness of stock price movement on the Thailand Stock Exchange**. Unpublished doctoral dissertation, United States International University.