สยามวิชาการ ปีที่ 20 เล่มที่ 2 ฉบับที่ 35 สิงหาคม 2562 – ธันวาคม 2562
Siam Academic Review Vol.20, No.2, Issue 35, August 2019 – December 2019

Received: Feb. 10, 2018 • Revised: Jun. 5, 2018 • Accepted: Jul. 24, 2018

ความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในดัชนีเซ็ต 50 ต่อข่าวสารทางเศรษฐกิจมหภาค

Speed of Adjustment of Securities' Prices in the SET 50 Index to Macroeconomic Information

ทัสนัย สร้างตระกูล (Tassanai Srangtrakul) [1]
สิริเกียรติ รัชชุศานติ (Sirikiat Ratchusanti) [2]
ชานนท์ ชิงชยานุรักษ์ (Chanon Chingchayanurak) [3]

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีข่าวสารทางเศรษฐกิจมหภาคเกิดขึ้น โดยใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในดัชนีเซ็ต 50 ทั้งหมด 39 หลักทรัพย์ ซึ่งมีข้อมูลราคารายวันย้อนหลังครบถ้วนและต่อเนื่อง ตั้งแต่ เดือนมกราคม 2548 จนถึง เดือนธันวาคม 2557 ข้อมูลเศรษฐกิจมหภาคที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตราดอกเบี้ยนโยบายรายเดือน และผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศรายไตรมาส การศึกษานี้วิเคราะห์ค่าความเร็วในการปรับตัว โดยใช้วิธี Multiple Regression ตามแบบของ Chiang, Nelling, and Tan (2008)

ผลการศึกษาพบว่า ความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในดัชนีเซ็ต 50 ไม่สามารถปรับตัวต่อข้อมูลข่าวสารเศรษฐกิจมหภาคได้อย่างทันที และพบว่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์แต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้งยังพบว่า ความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์

---

[1] กรรมการผู้จัดการ บริษัท ศรีติดปีก จำกัด 503 หมู่ที่ 5 ตำบลชมพู อำเภอเมืองลำปาง จังหวัดลำปาง 52100 และเป็นผู้นิพนธ์ประสานงาน อีเมล: srangtrakul@gmail.com (Managing Director, Sritidpeak Co., Ltd., 503 Moo 5 Tambol Chompoo, Amphur Muang, Lampang 52100, Thailand, Corresponding Author, email: srangtrakul@gmail.com)

[2] รองศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ ถนนห้วยแก้ว ตำบลสุเทพ อำเภอเมือง จังหวัดเชียงใหม่ 50200 (Associate Professor, Department of Finance and Banking, Faculty of Business Administration, Huay Kaew Road, Tambol Suthep, Amphur Muang, Chiang Mai 50200, Thailand)

[3] อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ ถนนห้วยแก้ว ตำบลสุเทพ อำเภอเมือง จังหวัดเชียงใหม่ 50200 (Lecturer, Department of Finance and Banking, Faculty of Business Administration, Huay Kaew Road, Tambol Suthep, Amphur Muang, Chiang Mai 50200, Thailand)

ต่อข่าวดีช้ากว่าข่าวร้าย นอกจากนี้ ผลการศึกษายังพบอีกว่า ในปัจจุบันความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในดัชนีเซ็ต 50 ต่อข้อมูลข่าวสารเศรษฐกิจมหภาค สามารถปรับตัวได้เร็วกว่าในอดีต

คำสำคัญ: *ความเร็วในการปรับตัว, ความล่าช้าของราคา, ข่าวสารเศรษฐกิจมหภาค*

Abstract

This study aims to examine the speed of securities' price adjustment to macroeconomic information by using the data of SET 50 daily stock prices that comprises of 39 stocks that have complete daily price history from January 2005 to December 2014. In addition, the study uses the officially announced macroeconomic data, consumer price index, monthly policy interest rate, and quarterly gross domestic product. A multiple regression approach used in this study followed that of Chiang, Nelling, and Tan (2008).

This study finds that the stock prices in SET 50 index are not immediately affected by macroeconomic information. Furthermore, the speeds of stock price adjustment of different industries vary significantly. In addition, the prices that are affected by good news can significantly change more slowly than those by bad news. Lastly, the study finds the current stock prices in SET 50 index can be adjusted to macroeconomic information more rapidly than those in the past.

Keywords: Speed of Adjustment, Price Delay, Macroeconomic Information

บทนำ

Fama (1965) และ Fama (1970) กล่าวว่า ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนต่อข้อมูลข่าวสารอย่างรวดเร็ว และราคาสามารถปรับตัวเข้าสู่จุดดุลยภาพ หรือมูลค่าที่หลักทรัพย์ควรจะเป็นเมื่อมีข่าวสารมากระทบได้โดยทันที ซึ่งหมายความว่านักลงทุนทุกรายมีความรู้ความเข้าใจเหมือนกันและสามารถเข้าถึงข้อมูลได้อย่างไม่จำกัด แต่ในความเป็นจริงแล้ว ตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่งมีประสิทธิภาพที่แตกต่างกัน จึงมีช่องว่างสำหรับความเห็นที่แตกต่างกันของนักลงทุนแต่ละราย ความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลไม่เท่ากัน ความคลาดเคลื่อนดังกล่าวทำให้เกิดความแตกต่างระหว่างราคาตลาดและมูลค่าที่แท้จริง ดังเช่นจากงานวิจัยของ Frimpong (2011) พบว่าตลาด

หลักทรัพย์ประเทศกานานั้น ไม่มีประสิทธิภาพ เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ปรับตัวต่อข่าวสารเศรษฐกิจมหภาคได้อย่างล่าช้า

จากงานศึกษาของ Chiang, Nelling, and Tan (2008) ได้ศึกษาความเร็วในการปรับตัวของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์จีน โดยแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 2 กลุ่ม กลุ่มแรกคือ กลุ่ม A สามารถซื้อขายได้เฉพาะนักลงทุนในประเทศ และกลุ่ม B เป็นหลักทรัพย์ที่นักลงทุนต่างชาติสามารถซื้อขายได้ การศึกษาพบว่า กลุ่ม A ตอบสนองต่อข่าวสารทั่วไปได้เร็วกว่า กลุ่ม B และต่อมาผู้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์จีนได้กำหนดระเบียบข้อบังคับใหม่ ซึ่งนักลงทุนต่างชาติสามารถเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่ม A ได้ ทำให้การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์กลุ่ม A และ B ไม่แตกต่างกันมากนัก งานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่า การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดขึ้นอยู่กับความสามารถในการรับรู้ข่าวสารของนักลงทุน ถ้าหากนักลงทุนรับรู้ข้อมูลข่าวสารได้อย่างรวดเร็ว การรับรู้ข่าวสารที่แตกต่างกันและความเร็วในการรับรู้ที่ต่างกันก่อให้เกิดการทำกำไรที่มากน้อยแตกต่างกันในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา ข้อมูลเศรษฐกิจมหภาคถือว่ามีความสำคัญเป็นอย่างมากต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั้งหมด ซึ่งรวมถึงการระดมและกิจกรรมการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ด้วย (Brahmasrene and Jiranyakul, 2007; Forson and Janrattanagul, 2014; นครินทร์ ปาร์มวงศ์, 2550) ความเป็นไปได้ที่จะใช้ปัจจัยทางเศรษฐกิจในการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับความเร็วในการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวสารใหม่ๆ ดังนั้น การวัดความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารเป็นวิธีการหนึ่งที่จะทำให้ทราบว่าตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพมากเพียงใด และทำให้ทราบว่าหลังจากมีการเผยแพร่ข้อมูลเศรษฐกิจมหภาคยังคงใช้ข้อมูลและช่วงเวลาดังกล่าวหากำไรที่มากกว่าปกติได้หรือไม่

แนวคิดและทฤษฎี

แนวคิดและทฤษฎีที่ใช้มี 3 แนวคิดดังต่อไปนี้

1) ทฤษฎี Random Walk

Fama (1965) กล่าวว่า ความต่อเนื่องของการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์นั้นมีความเป็นอิสระ ตลาดที่มีการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์อย่างอิสระ ไม่มีรูปแบบในการปรับตัวคือนิยามของ Random Walk การกระทำของนักลงทุนจำนวนมาก ทำให้ราคาหลักทรัพย์ ณ ขณะนั้นเคลื่อนที่ไปในทิศทางที่ไม่สามารถคาดเดาได้ แม้ว่าราคาของหลักทรัพย์จะมีทิศทางที่ไม่แน่นอน ไม่สามารถคาดเดาได้ แต่ราคาของหลักทรัพย์จะสุ่มไปหามูลค่าที่แท้จริงของตัวมันเอง

2) แนวคิดความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์

วิธีการถดถอยค่าสัมประสิทธิ์ของ Dimson (1979) ช่วยให้สามารถวิเคราะห์รูปแบบของการตอบสนองที่มากหรือน้อยเกินไป ของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ต่ออัตราผลตอบแทนของตลาด อีกทั้งยังช่วยวัดค่าความเร็วในการปรับตัวของหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ ต่อตัวเปรียบเทียบ ซึ่งมีประโยชน์เป็นอย่างมากในการนำมาเปรียบเทียบกันระหว่างหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่สำคัญวิธีการถดถอยค่าสัมประสิทธิ์ของ Dimson สามารถควบคุมผลกระทบจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ อีกทั้งยังสามารถนำมาวิเคราะห์ถึงตัวแปรอิสระว่า เหนี่ยวนำหรือตามหลังตัวแปรอีกตัวแปรหนึ่งหรือไม่ เมื่อต้องระบุการปรับตัวของหลักทรัพย์ ณ วันที่มีการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารเศรษฐกิจมหภาคออกสู่สาธารณะ สามารถทำได้โดยการวัดค่าความเร็วในการปรับตัวจากค่าสัมประสิทธิ์ตามวิธีถดถอยค่าสัมประสิทธิ์ของ Dimson ณ วันที่มีการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารเศรษฐกิจมหภาคออกสู่สาธารณะ และค่าสัมประสิทธิ์ก่อนวันที่จะมีการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารออกสู่สาธารณะ ดังสมการ

$$r_t^s = \alpha + \gamma_i r_{i,t}^m + \sum_i^k \lambda_{i,k} r_{i,t-k}^m + \varepsilon_{i,t} \qquad (1)$$

โดยที่

r_t^s คือ อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ณ เวลา t

$r_{i,t}^m$ คือ อัตราผลตอบแทนตลาดเมื่อถูกข่าวสารเศรษฐกิจมหภาคมกระทบ

$\sum_i^k \lambda_{i,k}$ คือ ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

$\gamma_i r_{i,t}^m$ คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ณ วันที่ประกาศข้อมูลออกสู่สาธารณะ

Chordia and Swaminathan (2000) ได้นำวิธีการหาค่าความเร็วในการปรับตัวของ Dimson (1979) มาปรับจำนวนวันที่ต้องการทราบหรือช่วงระยะเวลาที่ต้องการ และได้ปรับปรุงวิธีการหาค่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ขึ้นมาใหม่ ดังสมการ

$$DELAY_i = \frac{1}{1+e^{-x}} \qquad (2)$$

โดยที่

$$x = \frac{\sum_i^k \lambda_{i,k}}{\gamma_i} \qquad (3)$$

วิธีนี้ได้นำวิธีการจากแนวคิดของ McQueen et al. (1996) มาปรับปรุงแก้ไขใหม่โดยที่ x จะมีค่าไปในทิศทางเดียวเมื่อ $x > 1$ แต่เมื่อ $x < 1$ ค่าที่ได้จะไม่ใช่ทิศทางเดียวกันอีกต่อไป ซึ่งค่าที่น้อยกว่า 1 นั้นพบได้บ่อยในหลักทรัพย์ขนาดใหญ่เมื่อเทียบกับดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ เพราะว่าหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ปรับตัวต่อข้อมูลข่าวสารทั่วไปได้เร็วกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ สาเหตุเกิดมาจากค่าสัมประสิทธิ์ ณ ปัจจุบันมีค่ามากกว่า 1 และค่าสัมประสิทธิ์ช่วงเวลาก่อนหน้านั้น มีค่าน้อยกว่า 1 ซึ่งทำให้เกิดปัญหาในการเปรียบเทียบค่าของ x เมื่อมีค่ามากกว่า 1 หรือ น้อยกว่า 1 หรือแม้แต่การเปรียบเทียบค่าของ x ที่มีค่าน้อยกว่า 1 ทั้งคู่ยังก่อให้เกิดปัญหาได้ ด้วยวิธีของ Chordia and Swaminathan (2000) ในสมการที่ (2) ทำให้ง่ายต่อการเปรียบเทียบ โดยที่ DELAY จะมีค่าอยู่ระหว่าง 0 ถึง 1 เมื่อ $x > 0$ ค่า DELAY จะมีค่ามากกว่า 0.5 และเมื่อค่า $x < 0$ จะมีค่าน้อยกว่า 0.5

จากการศึกษาของ Chiang, Nelling, and Tan (2008) พบว่า วิธีการของ Chordia and Swaminathan (2000) ในสมการที่ (3) เป็นการถือกลุ่มหลักทรัพย์ในระยะยาวซึ่งได้ขจัดความเสี่ยงที่เป็นระบบออกไป จึงได้ปรับปรุงวิธีการใหม่ให้อยู่ในรูปแบบระยะสั้นเพื่อสะท้อนความเสี่ยงที่เป็นระบบกลับเข้ามา และค่าของ DELAY มีค่าระหว่าง 0.5 ถึง 1 ดังสมการ

$$x^1 = \frac{\sum_i^k |\lambda_{i,k}|}{|V_i|} \qquad (4)$$

และ

$$x^2 = \frac{\sum_i^k |\lambda_{i,k}|}{|V_i|} \qquad (5)$$

การศึกษาในครั้งนี้จึงให้ความสำคัญกับวิธีการของ Chiang, Nelling, and Tan (2008) ในสมการที่ (4) และ (5) เป็นสำคัญ เนื่องจากวัตถุประสงค์ในการศึกษาคือการหาความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารเศรษฐกิจมหภาค ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบ

วิธีการดำเนินการวิจัย

ข้อมูลที่ใช้ประกอบด้วย ราคาหลักทรัพย์จากฐานข้อมูล Bloomberg ฐานข้อมูล THOMSON REUTERS Data Stream และฐานข้อมูล SETSMART ข้อมูลสถิติเศรษฐกิจมหภาค จากธนาคารแห่งประเทศไทย และข้อมูลราคาหลักทรัพย์รายวัน ตั้งแต่เดือนมกราคม ปี พ.ศ. 2548 จนถึงเดือนธันวาคม ปี พ.ศ. 2557 และข้อมูลเศรษฐกิจมหภาค ตั้งแต่เดือนมกราคม ปี พ.ศ. 2553 จนถึงเดือนธันวาคม ปี พ.ศ. 2557 ทั้งหมด 3 ดัชนี ได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภค ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ และอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

โดยดัชนีราคาผู้บริโภค และอัตราดอกเบี้ยนโยบายเก็บข้อมูลรายเดือน และผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศเป็นรายไตรมาส

กลุ่มตัวอย่างในการศึกษานี้ใช้กลุ่มตัวอย่างจากหลักทรัพย์ในดัชนีเซ็ต 50 จำนวน 39 หลักทรัพย์ ที่ไม่ถูกปรับเข้าหรือออกจากการคำนวณดัชนีเซ็ต 50 และมีข้อมูลราคาต่อเนื่องกันครบถ้วน กลุ่มตัวอย่างตามวันที่มีการเผยแพร่ข้อมูลเศรษฐกิจมหภาคของแต่ละข้อมูลชนิดนั้น จะถูกนำมาวิเคราะห์ด้วย สถิติเชิงพรรณนา และค่าสัมประสิทธิ์ความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ โดยสมมติฐานมีทั้งหมด 3 สมมติฐาน คือ

1) ความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในดัชนีเซ็ต 50 ไม่สามารถปรับตัวต่อข้อมูลข่าวสารเศรษฐกิจมหภาคได้ทันที

2) ความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์แต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมปรับตัวแตกต่างกัน

3) ความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวดีช้ากว่าข่าวร้าย

โดยการทดสอบสมมติฐานประกอบด้วย สถิติทดสอบ t-test สำหรับการทดสอบสมมติฐานที่ 1) และ 3) โดยมีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 เพื่อทดสอบความเร็วในการปรับตัวของหลักทรัพย์ในดัชนีเซ็ต 50 ใช้เวลาในการปรับตัวเมื่อมีข้อมูลข่าวสารเศรษฐกิจมหภาคมากระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ และการวิเคราะห์ความแปรปรวน (Analysis of Variance: ANOVA) โดยมีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 เพื่อทดสอบความแตกต่างของความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่

การวิเคราะห์ความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ การหาค่าสัมประสิทธิ์เพื่อใช้หาค่าความเร็วของการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ สมการในการวิเคราะห์ข้อมูลทั้งหมด มีดังนี้

$$r_t^s=\alpha_i+\gamma_i r_{i,t}^m+\sum_i^k \lambda_{i,k}\, r_{i,t-k}^m+\varepsilon_{i,t} \qquad (1)$$

โดยที่ r_t^s คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ณ เวลา t

$r_{i,t-k}^m$ คือ อัตราผลตอบแทนตลาด ณ วันที่มีการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารออกสู่สาธารณะ

$\sum_i^k \lambda_{i,k}$ คือ ผลรวมค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

$\varepsilon_{i,t}$ คือ ค่าความคลาดเคลื่อน (error term)

นำค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้ไปวิเคราะห์หาค่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ด้วยสมการ

$$DELAY_i = \frac{1}{1+e^{-x_i}} \quad (2)$$

และ $$x_i = \frac{\sum_i^k \lambda_{i,k}}{\gamma_i} \quad (3)$$

โดยที่ DELAY คือความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ และ x_i คืออัตราส่วนความเร็วในการปรับตัว ในสมการ (2) และ (3) เป็นการหาค่าความเร็วในการปรับของราคาหลักทรัพย์ในระยะยาว มีค่าระหว่าง 0 ถึง 1 ซึ่งวิธีการดังกล่าวตัดปัญหาในเรื่องของความเสี่ยงที่เป็นระบบออกไป (Chordia and Swaminathan, 2000) การศึกษานี้หาค่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวสารเศรษฐกิจมหภาค ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบ ผู้ศึกษาจึงให้ความสำคัญกับวิธีการของ Chiang, Nelling, and Tan (2008) ที่ได้ปรับปรุงแนวคิดและวิธีการใหม่ เพื่อให้ค่า DELAY สะท้อนออกมาในระยะสั้นซึ่งมีความเสี่ยงที่เป็นระบบสะท้อนอยู่ด้วย มีค่าระหว่าง 0.5 ถึง 1 ดังสมการ

$$DELAY^1, x^1 = \frac{\sum_i^k |\lambda_{i,k}|}{|\gamma_i|} \quad (4)$$

และ $$DELAY^2, x^2 = \frac{\sum_i^k |\lambda_{i,k}|}{|\gamma_i|} \quad (5)$$

ในการทดสอบความเร็วในการปรับตัวของหลักทรัพย์ต่อข่าวดีและข่าวร้าย นำค่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์มาแบ่งเป็นรายปีและแยกตามวันที่เผยแพร่ข้อมูลเศรษฐกิจครั้งนั้นๆ จากนั้นหาค่าความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพื่อแบ่งกลุ่มข่าวดีและข่าวร้าย ดังสมการ

$$R_{i,2014} > R_{m,2014} = \alpha_i + \gamma_i r_{i,t} + \sum_i^k \lambda_{i,k} r_{i,t-k} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

และ $$R_{i,2014} < R_{m,2014} = \alpha_i + \gamma_i r_{i,t} + \sum_i^k \lambda_{i,k} r_{i,t-k} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

โดยที่อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใดในช่วงระยะเวลาที่มีการเผยแพร่ข้อมูลออกสู่สาธารณะมากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ($R_{i,2014} > R_{m,2014}$) ถือว่าหลักทรัพย์นั้นอยู่ในกลุ่มของข่าวดี และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใดในช่วงระยะเวลาที่มีการเผยแพร่ข้อมูลออกสู่สาธารณะน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ($R_{i,2014} < R_{m,2014}$) ถือว่าหลักทรัพย์นั้นอยู่ในกลุ่มของข่าวร้าย (Chiang, Nelling, and Tan, 2008)

เพื่อเป็นการทดสอบย้อนกลับ ผู้ศึกษาจึงนำค่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์มาแบ่งกลุ่มเป็น 2 กลุ่ม คือ 1) กลุ่มที่มีค่าความเร็วในการปรับตัวมากกว่าค่าเฉลี่ย (ปรับตัวได้ช้า) และ 2) กลุ่มที่มีค่าความเร็วในการปรับตัวน้อยกว่าค่าเฉลี่ย (ปรับตัวได้เร็ว) โดยกลุ่มที่ปรับตัวได้ช้าจะมีอัตราผลตอบแทนที่มากกว่ากลุ่มที่ปรับตัวได้เร็ว

ผลการศึกษา

1) ความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีข่าวเศรษฐกิจมหภาคมากระทบ เช่น ดัชนีราคาผู้บริโภค ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ และ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ดังตารางที่ 1 จากการวัดค่าความเร็วในการปรับตัวของราคาด้วย $DELAY^1$ และ $DELAY^2$ นั้นพบว่า ทั้งค่า $DELAY^1$ และ $DELAY^2$ แสดงให้เห็นว่าการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศดัชนีราคาผู้บริโภคสามารถปรับตัวได้เร็วที่สุด รองลงมาคือผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศและอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ตามลำดับ โดยค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้ทุกตัวมีค่าแตกต่างจาก 0.5 มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01

นอกจากนั้นผลการศึกษาในภาพที่ 1 ยังพบอีกว่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์จะใช้เวลามากขึ้นเรื่อยๆ นับตั้งแต่วันเริ่มเผยแพร่ข้อมูลออกสู่สาธารณะ กล่าวคือความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์สามารถปรับตัวได้เร็วที่สุดในวันแรกและช้าลงในวันถัดไป และหลักทรัพย์แต่ละตัวจะมีรูปแบบในการปรับตัวราคาหลักทรัพย์ในลักษณะเฉพาะตัว และยังพบอีกว่าในปัจจุบันความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์สามารถปรับตัวได้เร็วมากกว่าในอดีต ซึ่งหมายความว่านักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลได้มากขึ้น ง่ายขึ้น รับรู้ข้อมูลได้อย่างรวดเร็ว และมีประสิทธิภาพมากขึ้น

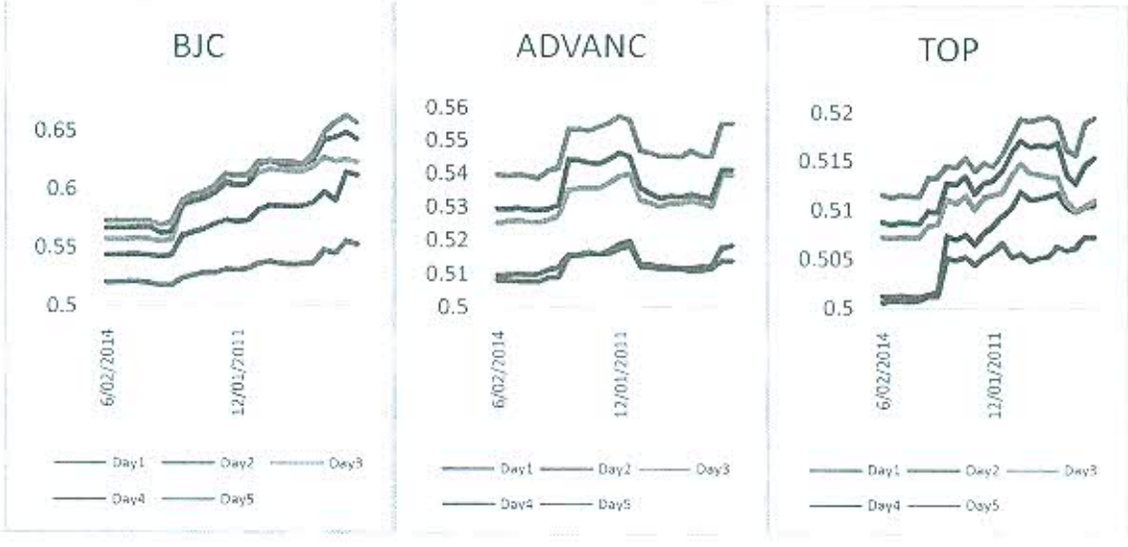
2) ความเร็วในการปรับตัวแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม จากตารางที่ 2 จะเห็นถึงความแตกต่างต่อการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารเศรษฐกิจมหภาคของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน แต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีรูปแบบการปรับตัวในลักษณะเฉพาะตัวโดยภาพรวมแล้วแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมจะปรับตัวได้เร็วที่สุดในวันแรกนับจากมีการเผยแพร่ข้อมูลออกสู่สาธารณะหลังจากนั้นจะปรับตัวได้ช้าลงในวันถัดไป เมื่อมีการเผยแพร่ดัชนีราคาผู้บริโภคออกสู่สาธารณะ กลุ่มทรัพยากรปรับตัวได้เร็วที่สุดและกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างปรับตัวได้ช้าที่สุด มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 เมื่อมีการเผยแพร่ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศออกสู่สาธารณะ กลุ่มทรัพยากรปรับตัวเร็วที่สุดและกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ปรับ

ตัวช้าที่สุด มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01เมื่อมีการเผยแพร่อัตราดอกเบี้ยโนบายออกสู่สาธารณะ กลุ่มทรัพยากรปรับตัวได้เร็วที่สุดและกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างปรับตัวได้ช้าที่สุด มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01

ตารางที่ 1 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการเผยแพร่ข้อมูลเศรษฐกิจออกสู่สาธารณะ ในช่วงระเวลา 5 วัน นับตั้งแต่เริ่มเผยแพร่ข้อมูลออกสู่สาธารณะ

	$DELAY^1$	$DELAY^2$
CPI	0.5412***	0.5173***
	(11.2366)	(7.9111)
GDP	0.5416***	0.5174***
	(11.6235)	(8.1149)
IR	0.5422***	0.5181***
	(11.5847)	(7.7247)

หมายเหตุ: CPI คือ เมื่อมีการเผยแพร่ดัชนีราคาผู้บริโภคออกสู่สาธารณะ GDP คือ เมื่อมีการเผยแพร่ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศออกสู่สาธารณะ IR คือ เมื่อมีการเผยแพร่อัตราดอกเบี้ยนโยบายออกสู่สาธารณะ DELAY คือ ค่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ สถิติทดสอบคือ t-stat โดยที่ $DELAY^1$ และ $DELAY^2$ มีค่าความเร็วในการปรับตัวอยู่ที่ระหว่าง 0.5 ถึง 1 มี H_0 คือ $DELAY^1$ และ $DELAY^2$ แตกต่างจาก 0.5 และ *** คือระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01



ภาพที่ 1 แสดงความเร็วในการปรับตัวของราคา หลักทรัพย์ BJC หลักทรัพย์ ADVANC และหลักทรัพย์ TOP ช่วงระยะเวลาระหว่างวันที่ 1 เมษายน 2553 จนถึงวันที่ 6 กุมภาพันธ์ 2557

ตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม เมื่อมีการเผยแพร่ข้อมูลดัชนีราคาผู้บริโภค ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ และอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ออกสู่สาธารณะ

	DELAY		
	CPI	GDP	IR
บริการ	0.5218	0.5216	0.5243
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.5138	0.5136	0.5134
ทรัพยากร	0.5104	0.5113	0.5109
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.5280	0.5279	0.5280
เทคโนโลยี	0.5136	0.5130	0.5136
ธุรกิจการเงิน	0.5172	0.5177	0.5177
F-test	3.7712***	3.7251***	3.6285***
	(0.00)	(0.00)	(0.00)

หมายเหตุ: CPI คือ เมื่อมีการเผยแพร่ดัชนีราคาผู้บริโภคออกสู่สาธารณะ GDP คือ เมื่อมีการเผยแพร่ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศออกสู่สาธารณะ IR คือ เมื่อมีการเผยแพร่อัตราดอกเบี้ยนโยบายออกสู่สาธารณะ DELAY คือ ค่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ สถิติทดสอบคือ F-test โดยที่ DELAY มีค่าความเร็วในการปรับตัวอยู่ที่ระหว่าง 0.5 ถึง 1 มี H_0 คือ DELAY แตกต่างจาก 0.5 และ *** คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากผลการศึกษาที่กล่าวมาในข้อที่ 1) และ 2) สรุปได้ว่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีข่าวสารเศรษฐกิจมหภาคมากระทบไม่สามารถปรับตัวได้ทันที สอดคล้องกับผลการศึกษาของ McQueen, Pinegar, and Thorley (1996) และ Frimpong (2011) ซึ่งพบว่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวสารเศรษฐกิจมหภาคนั้นปรับตัวได้ช้า

3) ความเร็วในปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีข่าวดีและข่าวร้ายมากระทบ จากการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็นสองกลุ่ม กลุ่มที่หนึ่งเป็นตัวแทนของกลุ่มข่าวดี ซึ่งหลักทรัพย์ในกลุ่มนี้มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าตลาดในช่วงวันประกาศข้อมูลข่าวสาร และกลุ่มที่สองเป็นตัวแทนของข่าวร้าย ซึ่งหลักทรัพย์ในกลุ่มที่สองมีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดในช่วงวันประกาศข้อมูลข่าวสาร

จากตารางที่ 3 พบว่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มข่าวร้าย สามารถปรับตัวได้เร็วกว่ากลุ่มข่าวดีเมื่อมีการประกาศข้อมูลผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศและอัตราดอกเบี้ยนโยบาย มีระดับนัยสำคัญที่ 0.1 แต่เกิดการขัดแย้งกันเมื่อมีการเผยแพร่ข้อมูลดัชนีราคาผู้บริโภคโดยที่กลุ่มข่าวดี

ปรับตัวได้เร็วกว่ากลุ่มข่าวร้าย มีระดับนัยสำคัญที่ 0.1 ผลการศึกษาที่ได้รับสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Chiang, Nelling, and Tan (2008) ที่พบว่าการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวร้ายปรับตัวได้เร็วกว่าข่าวดีอย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้งยังพบอีกว่าหลักทรัพย์ที่ปรับตัวได้ช้ามีอัตราผลตอบแทนที่มากกว่าหลักทรัพย์ที่ปรับตัวได้เร็ว

ตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์แยกตามกลุ่มข่าวดีและข่าวร้าย

		DELAY
CPI	$R_{i,2014} > R_{m,2014}$	0.5133
	$R_{i,2014} < R_{m,2014}$	0.5195
	ผลต่าง	-0.0062*
		(-1.376)
GDP	$R_{i,2014} > R_{m,2014}$	0.5203
	$R_{i,2014} < R_{m,2014}$	0.5143
	ผลต่าง	0.0060*
		(1.4135)
IR	$R_{i,2014} > R_{m,2014}$	0.5221
	$R_{i,2014} < R_{m,2014}$	0.5150
	ผลต่าง	0.0071*
		(1.5377)

หมายเหตุ: CPI คือ เมื่อมีการเผยแพร่ดัชนีราคาผู้บริโภคออกสู่สาธารณะ GDP คือ เมื่อมีการเผยแพร่ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศออกสู่สาธารณะ IR คือ เมื่อมีการเผยแพร่อัตราดอกเบี้ยนโยบายออกสู่สาธารณะ $R_{i,2014} > R_{m,2014}$ คือ กลุ่มหลักทรัพย์ที่เป็นตัวแทนข่าวดี $R_{i,2014} < R_{m,2014}$ คือ กลุ่มหลักทรัพย์ที่เป็นตัวแทนข่าวร้าย DELAY คือ ค่าความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ สถิติทดสอบคือ t-stat โดยที่ DELAY มีค่าความเร็วในการปรับตัวอยู่ที่ระหว่าง 0.5 ถึง 1 มี H_0 คือ DELAY ของข่าวดีและข่าวร้ายแตกต่างกัน และ * คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.1

4) จากการศึกษาความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวสาร ทำให้ทราบว่าหลักทรัพย์ปรับตัวต่อข่าวดีช้ากว่าข่าวร้ายอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์โดยใช้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้น จึงต้องมีการทดสอบเพื่อยืนยันผลการศึกษา (Robustness Check) ด้วยการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 2 กลุ่ม คือกลุ่มที่มีความเร็วในการปรับตัวเร็วกว่าค่าเฉลี่ย และกลุ่มที่

มีความเร็วในการปรับตัวช้ากว่าค่าเฉลี่ย เพื่อหาผลตอบแทนที่แตกต่างกัน จากตารางที่ 4 พบว่าเมื่อมีการเผยแพร่ ดัชนีราคาผู้บริโภค ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ และอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ออกสู่สาธารณะ กลุ่มที่ปรับตัวช้ากว่าค่าเฉลี่ยให้อัตราผลตอบแทนที่ดีกว่ากลุ่มที่ปรับตัวได้เร็วกว่าค่าเฉลี่ย แต่ไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แยกตามกลุ่มราคาหลักทรัพย์ปรับตัวได้เร็วกว่าค่าเฉลี่ยและกลุ่มราคาหลักทรัพย์ปรับตัวได้ช้ากว่าค่าเฉลี่ย

		Return on DELAY
CPI	High Speed	0.0841
	Low Speed	0.1128
	ผลต่าง	-0.0287
		(-0.8949)
GDP	High Speed	0.0841
	Low Speed	0.1128
	ผลต่าง	-0.0287
		(-0.8949)
IR	High Speed	0.0841
	Low Speed	0.1128
	ผลต่าง	-0.0287
		(-0.8949)

หมายเหตุ: CPI คือ เมื่อมีการเผยแพร่ดัชนีราคาผู้บริโภคออกสู่สาธารณะ GDP คือ เมื่อมีการเผยแพร่ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศออกสู่สาธารณะ IR คือ เมื่อมีการเผยแพร่อัตราดอกเบี้ยนโยบายออกสู่สาธารณะ High Speed คือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเร็วในการปรับตัวเร็วกว่าค่าเฉลี่ย Low Speed คือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเร็วในการปรับตัวช้ากว่าค่าเฉลี่ย Return on DELAY คือ อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ สถิติทดสอบคือ t-stat โดยที่ DELAY มีค่าความเร็วในการปรับตัวอยู่ที่ระหว่าง 0.5 ถึง 1 มี H_0 คือ อัตราผลตอบแทนของ High Speed และ Low Speed แตกต่างกัน

ข้อเสนอแนะ

สำหรับผู้นำผลการศึกษาไปใช้ นักลงทุนมีโอกาสในการทำกำไรได้เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ไม่สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารทางเศรษฐกิจมหภาคทั้งหมดได้ทันที ถึงแม้ในวันแรกที่มีการประกาศข้อมูลข่าวสารจะปรับตัวได้เร็วที่สุดก็ตาม อีกทั้งในแต่ละอุตสาหกรรมยังมีรูปแบบการปรับตัวในลักษณะ

เฉพาะตัวที่แตกต่างกัน นักลงทุนจึงควรพิจารณาความเหมาะสมด้านอื่นด้วย เช่น ปัจจัยพื้นฐานของแต่ละหลักทรัพย์ ข้อมูลในงบการเงิน หรือโครงการในอนาคต เป็นต้น

สำหรับข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

1) ควรทดสอบค่า DELAY ด้วยการกำหนดปัจจัยที่ส่งผลให้ค่า DELAY ของแต่ละหลักทรัพย์เกิดความแตกต่างกัน อาจนำข้อมูลข่าวลือมาใช้ในการวิเคราะห์ด้วย และอาจนำข้อมูลข่าวสารมาวิเคราะห์แยกเป็นข่าวดี และข่าวร้าย ให้ชัดเจน

2) การศึกษาครั้งต่อไปอาจมุ่งประเด็นการศึกษาไปที่สาเหตุที่ทำให้ความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์บางหลักทรัพย์ในบางช่วงเวลามีค่าสูงและต่ำมากจนผิดปกติ

บรรณานุกรม

นครินทร์ ปาร์มวงศ์. (2550). *ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่กำหนดดัชนีราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.* สารนิพนธ์ เศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

Brahmasrene, T. and Jiranyakul, K. (2007). Cointegration and Causality Between Stock Index and Macroeconomic Variables in An Emerging Market. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 11(3),* 17-30.

Chiang, T.C., Nelling, E., and Tan, L. (2008). The Speed of Adjustment to Information: Evidence from the Chinese Stock Market. *International Review of Economics and Finance, 17,* 216–229.

Chordia, T. and Swaminathan, B. (2000). Trading Volume and Cross-Autocorrelations in Stock Returns. *The Journal of Finance, 55(2),* 913-935.

Dimson, E. (1979). Risk Measurement When Shares Are Subject to Infrequent Trading. *Journal of Financial Economics, 7(2),* 197-226.

Fama, E.F. (1965). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business, 38(1),* 34-105.

_____. (1970). Efficient Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance, 25(2),* 383-417.

Forson, J.A. and Janrattanagul, J. (2014). Selected Macroeconomic Variables and Stock Market Movements: Empirical Evidence from Thailand. *Contemporary Economics, 8(2),* 154-174.

Frimpong, S. (2011). Speed of Adjustment to Macroeconomic Information: Evidence from Ghanaian Stock Market (GSE). *International Business and Management, 2(1),* 151-156.

McQueen, G., Pinegar, M., and Thorley, S. (1996). Delayed Reaction to Good News and the Cross-Autocorrelation of Portfolio Returns. *The Journal of Finance, 51(3),* 889–919.