

ความหมายขององค์ประกอบย่อยในตลาด (What is Market Microstructure?)

ดร. ธนโชติ บุญวรโชติ

โครงการจัดตั้งภาควิชาเทคโนโลยีอุตสาหกรรมเกษตร คณะอุตสาหกรรมเกษตร มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

ความหมายขององค์ประกอบย่อยในตลาด

องค์ประกอบย่อยในตลาด (Market Microstructure) หมายถึง ปฏิสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบต่างๆ ในตลาดทุนที่เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์หรือตราสารต่างๆ โดยในบทความนี้จะขอเรียกองค์ประกอบย่อยในตลาดทุน ในบางครั้งในชื่อย่อว่า MM แทนคำว่า Market microstructure เพื่อให้กระชับองค์ประกอบในตลาดทุน ได้แก่ นักลงทุนประเภทต่างๆ โบรกเกอร์หรือตัวกลางในการซื้อขายหลักทรัพย์หรือตราสาร และผู้กำกับดูแลกฎ กติกาการซื้อขายหลักทรัพย์หรือตราสาร องค์ประกอบที่กล่าวมาข้างต้นเป็นองค์ประกอบที่มีชีวิตคือบุคคล แต่ MM ก็ยังครอบคลุมถึงองค์ประกอบย่อยที่ไม่มีชีวิต เช่น ระเบียบ กฎเกณฑ์ การลงทุน แม้กระทั่งลักษณะของคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์หรือตราสาร จะเห็นได้ว่า MM มีขอบเขตในการศึกษาที่กว้างขวางครอบคลุมทั้งพฤติกรรมของบุคคลและสิ่งแวดล้อมในตลาดทุนที่จะมีผลต่อราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์หรือตราสารที่ซื้อขายในตลาดทุนนั้น

แนวคิดของ MM เกิดจากสมมติฐานที่ว่ากลไกต่างๆรวมทั้งผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายในตลาดล้วนมีผลต่อการตั้งราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์หรือตราสาร ข้อสมมติที่ว่าตลาดไม่มีต้นทุนในการซื้อขายและมีความกลมกลืนเป็นเนื้อเดียวหรือนักลงทุนมีความเหมือนกันหมดตามสมการการเงินดั้งเดิมจะถูกยกเลิกในการศึกษา MM

วัตถุประสงค์ของบทความ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์ให้ผู้อ่านมีความเข้าใจเบื้องต้นเกี่ยวกับขอบเขตในการศึกษาในสาขา MM ประโยชน์ของการเข้าใจ MM จะทำให้นักลงทุนเข้าใจกลไกการทำงานของตลาดทุน รู้จักประเภทของนักลงทุนต่างๆและเหตุผลใจที่นักลงทุนเหล่านั้นใช้ในการดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์หรือตราสาร ความเข้าใจนี้จะทำให้นักลงทุนสามารถวางกลยุทธ์การลงทุนที่ถูกต้อง นอกจากนั้น การเข้าใจ MM จะทำให้ผู้กำกับดูแลกฎ กติกาการซื้อขายหลักทรัพย์หรือตราสารสามารถออกแบบระเบียบและรูปแบบการซื้อขายที่เหมาะสมในตลาดทุนเพื่อส่งเสริมให้การซื้อขายหลักทรัพย์หรือตราสารมีสภาพคล่องสูงและโปร่งใสเป็นธรรม บทความนี้ยังมุ่งหวังให้วงการวิชาการทางการเงินในบ้านเราหันมาสนใจและทำงานวิจัยในหมวด MM มากขึ้น ซึ่งจะเกิดผลดีต่างๆข้างต้น โดยเฉพาะความฝันที่จะพัฒนาประเทศไทยให้เป็นศูนย์กลางทางการเงินจะขยับคืบหน้าไปอีกขั้น

ประเภทขององค์ประกอบย่อยในตลาด

การศึกษาองค์ประกอบย่อยในตลาดทุน (Market microstructure or MM) เริ่มต้นก่อกำเนิดจากการศึกษาความต้องการแฝง (Latent or hidden demand) ของนักลงทุนในตลาดทุนซึ่งสะท้อนออกมาในรูปราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ หลักทรัพย์ในที่นี้ครอบคลุมทั้งตราสารทุน ตราสารหนี้ และตราสารอนุพันธ์ จากการขยายผลการศึกษาในสาขาวิชา MM รวมทั้งการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีของโลกการเงิน กฎระเบียบการซื้อขาย และภาวะโลกาภิวัตน์ ทำให้ผู้ประยุกต์ใช้ MM ครอบคลุมทั้งนักลงทุน บุคลากรในวงการ

วิชาการ ตลอดจนผู้ดูแลภาวะเทียบในการซื้อ-ขายหลักทรัพย์ต่างๆ เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในกรณีของประเทศไทย

เราอาจกล่าวได้ว่าการศึกษาองค์ประกอบย่อยในตลาด (MM) เป็นสาขาหนึ่งของเศรษฐศาสตร์การเงิน ที่ศึกษาการซื้อ-ขายหลักทรัพย์หรือตราสารประเภทต่างๆผ่านองค์ประกอบย่อยในตลาดนั้น แม้ว่าการศึกษาในสาขานี้จะเริ่มต้นมานานหลายสิบปีแล้ว แต่ Market Microstructure เพิ่งได้รับการศึกษาอย่างกว้างขวางเป็นอย่างมากหลังจากเดือนตุลาคม ในปี ค.ศ. 1987 (พ.ศ. 2530) ซึ่งได้เกิดเหตุการณ์ราคาหลักทรัพย์ลดลงอย่างรุนแรงในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา

แม้จะไม่มีแยกประเภทสาขาย่อยในองค์ประกอบย่อยในตลาดทุนไว้อย่างชัดเจน แต่เราอาจแบ่งประเภทของ MM ออกเป็นกลุ่มต่างๆ ได้ ดังนี้

- 1) การเกิดขึ้นของราคาหลักทรัพย์และราคาที่ถูกระบุขึ้นของแต่ละหลักทรัพย์ (Price formation and price discovery)
- 2) โครงสร้างของตลาดและการออกแบบตลาด (Market structure and design issues)
- 3) ข้อมูลข่าวสารในการซื้อ-ขายหรือความโปร่งใสของตลาด (Information or market transparency)
- 4) สภาพคล่องและความผันผวนในการซื้อ-ขายหลักทรัพย์ (Liquidity and Volatility)
- 5) เหตุผลที่ทำให้เกิดการซื้อ-ขายหลักทรัพย์ (Why do people trade?)
- 6) ต้นทุนในการซื้อ-ขายหลักทรัพย์ (Transaction costs)
- 7) การประยุกต์ใช้ MM กับสาขาอื่นๆ ในงานด้านการเงิน (Applications to other areas in finance)

1) การเกิดขึ้นของราคาหลักทรัพย์และราคาที่ถูกระบุขึ้นของแต่ละหลักทรัพย์ (Price formation and price discovery)

เนื่องจาก Market Microstructure ก่อกำเนิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาซึ่งมีตลาดขนาดใหญ่ที่ก่อตั้งมานาน เช่น New York Stock Exchange (NYSE) และ Chicago Board of Trade ตลาดเหล่านี้เป็นตลาดที่ใช้ดีลเลอร์ (Dealers or Specialists) เป็นผู้จับคู่คำสั่งซื้อ-ขาย ในขณะที่การซื้อ-ขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ไม่มีดีลเลอร์ในการทำหน้าที่ดังกล่าว ตลท.ใช้ระบบจับคู่คำสั่งซื้อ-ขายอัตโนมัติด้วยคอมพิวเตอร์ (Order-driven markets) โดยราคาซื้อ-ขายที่ดีที่สุดจะถูกจับคู่ซื้อ-ขายก่อน หากราคาเท่ากันจะให้สิทธิผู้ส่งคำสั่งซื้อหรือขายก่อนในการจับคู่คำสั่งซื้อ-ขาย (Price and time priority)

การที่ดีลเลอร์เป็นผู้จับคู่คำสั่งซื้อและขายหลักทรัพย์ทำให้ดีลเลอร์จำเป็นต้องมีสต็อกหลักทรัพย์ที่ซื้อ-ขายนั้นอยู่ในมือให้มากพอต่อความต้องการซื้อ-ขายของนักลงทุน ดีลเลอร์มีรายได้จากส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและเสนอขาย (bid-ask spreads) วิชา Market Microstructure จึงเริ่มต้นจากการพยายามอธิบายการตั้งราคาและส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและเสนอขาย (bid-ask spreads) ของดีลเลอร์ด้วยปริมาณหลักทรัพย์ในสต็อกของดีลเลอร์ จึงถูกเรียกว่าทฤษฎีจำนวนสต็อกหลักทรัพย์ในมือของดีลเลอร์ (Inventory models) แบบจำลองในการอธิบายการตั้งราคาและส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและเสนอขาย (bid-ask spreads) ของดีลเลอร์ถูกพัฒนาต่อโดยการใช้ทฤษฎีอื่นที่มีสมมติฐานว่านักลงทุนมีหลายกลุ่มโดยแต่ละกลุ่มมีข้อมูลภายในของหลักทรัพย์ที่ไม่เท่ากัน (Asymmetric information) รวมทั้งทฤษฎีเกมในการซื้อ-ขายระหว่างนักลงทุนกลุ่มต่างๆ (Game theory)

2) โครงสร้างของตลาดและการออกแบบตลาด (Market structure and design issues)

โครงสร้างตลาดและการออกแบบตลาด หมายถึงการออกแบบรูปแบบวิธีการดำเนินการของตลาดในเรื่องของการออกกฎระเบียบการดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ การศึกษาในหมวดนี้พบว่าโครงสร้างของตลาด (Market structure) กระทบโดยตรงต่อความเร็วและคุณภาพของการเกิดขึ้นของราคาหลักทรัพย์และราคาที่ถูกกำหนดขึ้นของแต่ละหลักทรัพย์ ตลอดจนสภาพคล่องและต้นทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์

รูปแบบวิธีการดำเนินการของตลาดครอบคลุมถึงระดับของความต่อเนื่องในการซื้อขาย (Degree of continuity), การมีอยู่ของดีลเลอร์ (Dealer presence), ราคาที่ถูกกำหนดขึ้นของแต่ละหลักทรัพย์ (Price discovery), ระดับความอัตโนมัติของการซื้อขาย (Automation), ลักษณะของคำสั่งซื้อขาย (Order form), กติกาในการซื้อขาย (Protocols), ระดับการเปิดเผยข้อมูลก่อนและหลังการซื้อขาย (Pre-trade and post-trade transparency), การกระจายข้อมูลในตลาด (Information dissemination), การปกปิดชื่อของนักลงทุนที่ส่งคำสั่งซื้อขาย (Anonymity) และการซื้อขายหลังตลาดปิดทำการ (Off-market trading)

การพัฒนาแบบจำลองสำหรับตลาดที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยระบบอัตโนมัติ (Automated auctions) ทั้งแบบมีและไม่มีดีลเลอร์ (Dealers or specialists) ในการช่วยจับคู่หลักทรัพย์ที่ซื้อขาย

ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก เช่น ยุโรป เอเชีย รวมทั้งสหรัฐอเมริกาใช้คอมพิวเตอร์ในการควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบต่อเนื่อง (Continuous markets) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็เป็นหนึ่งในตลาดที่ใช้ระบบการซื้อขายแบบนี้โดยใช้คอมพิวเตอร์ควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ในตลาดที่ซื้อขายหลักทรัพย์แบบต่อเนื่องอาจมีดีลเลอร์คอยช่วยจับคู่การซื้อขาย (Quoted-driven dealer markets) หรือใช้เฉพาะตัวคำสั่งซื้อขายเองเป็นตัวผลักดันภาวะการณ์ซื้อขาย (Order-driven markets) โดยมีคอมพิวเตอร์เป็นเพียงผู้ช่วยในการจับคู่คำสั่งซื้อขาย ในกรณีหลัง คำสั่งซื้อขายจะเข้าไปรออยู่ในสมุดทะเบียนรอการซื้อขาย (Limit-order books) ซึ่งสร้างขึ้นโดยคอมพิวเตอร์ นักลงทุนจะส่งคำสั่งซื้อหรือขายที่ระบุราคาและจำนวนที่ต้องการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น (Limit orders) และคำสั่งซื้อหรือขายจะถูกนำเข้าไปเรียงเก็บไว้ในสมุดทะเบียนรอการซื้อขาย หลังจากนั้น คำสั่งซื้อหรือขายที่รอในสมุดทะเบียนรอการซื้อขายจะถูกจับคู่ด้วยราคาที่ระบุในคำสั่งหรือราคาที่ต่ำกว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นหนึ่งในตลาดที่ใช้ระบบการซื้อขายหลักทรัพย์แบบต่อเนื่องโดยใช้การจับคู่คำสั่งซื้อขายด้วยคอมพิวเตอร์จากสมุดทะเบียนรอการซื้อขายหลักทรัพย์ (Automated limit-order-book markets)

ด้วยความแตกต่างขององค์ประกอบในตลาดระหว่างตลาดที่มีดีลเลอร์เป็นตัวกลางในการจับคู่คำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ให้ผู้ซื้อและผู้ขายหลักทรัพย์ (Quoted-driven dealer markets) เช่น New York Stock Exchange (NYSE) และตลาดที่ใช้ตัวคำสั่งซื้อขายเองเป็นตัวผลักดันภาวะการณ์ซื้อขาย (Order-driven markets) ในตลาดประเภทหลังนี้ นักลงทุนหรือผู้ซื้อและผู้ขายหลักทรัพย์จะซื้อขายกันเอง โดยตลาดจะเป็นผู้สร้างกลไกการจับคู่คำสั่งซื้อขาย เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้การสร้างแบบจำลองของตลาดในสาขาวิชา market microstructure มีความแตกต่างกันด้วยองค์ประกอบย่อยภายในที่ไม่เหมือนกัน

แบบจำลองสำหรับตลาดที่มีดีลเลอร์เป็นตัวกลางในการจับคู่คำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ให้ผู้ซื้อและผู้ขายหลักทรัพย์ (Quoted-driven dealer markets) ได้แก่ ทฤษฎีจำนวนสต็อกหลักทรัพย์ในมือของดีลเลอร์ (Inventory models) ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมของข้อมูลภายในของหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย (Asymmetric information) รวมทั้งทฤษฎีเกมในการซื้อขายระหว่างนักลงทุนกลุ่มต่างๆ (Game theory)

แบบจำลองสำหรับตลาดที่ใช้คำสั่งซื้อ-ขายเป็นตัวขับเคลื่อน (Order-driven markets) โดยนักลงทุนหรือผู้ซื้อและผู้ขายหลักทรัพย์ซื้อ-ขายกันเองโดยตรง ตลาดทำหน้าที่เป็นเพียงผู้ดูแลกฎเกณฑ์ แบ่งเป็นสองกลุ่มใหญ่คือแบบจำลองที่พยายามอธิบายโดยใช้ความน่าจะเป็นที่คำสั่ง Limit order จะถูกจับคู่ (First passage time (FPT) models) ความน่าจะเป็นที่คำสั่ง Limit order จะถูกจับคู่นี้ขึ้นกับข้อสมมติทางคณิตศาสตร์ของการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์นั้น ข้อสมมติหนึ่งที่ได้รับคามนิยามคือการสมมติว่าราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวแบบเดินสุ่ม (Random walk) แบบจำลอง FPT มีความง่ายในการประยุกต์ใช้แต่มีปัญหาคำสั่งคือผลการทำนายไม่ค่อยสอดคล้องกับภาวะการซื้อ-ขายจริง

แบบจำลองที่สองที่ได้รับความนิยมมากกว่าในการศึกษาตลาดที่ใช้คำสั่งซื้อ-ขายเป็นตัวขับเคลื่อน (Order-driven markets) คือแบบจำลองที่ใช้สมการทางเศรษฐมิติ (Econometric models) ซึ่งสามารถนำตัวแปรที่ใช้อธิบายภาวะการซื้อ-ขายเข้ามาใช้ได้มากกว่าและมีความยืดหยุ่นของแบบจำลองดีกว่า อย่างไรก็ตาม แบบจำลองประเภทนี้ก็มีข้อจำกัดที่ไม่ครอบคลุมคำสั่งยกเลิกการซื้อ-ขาย (Cancelled orders) ที่มีผลกระทบต่อความน่าจะเป็นที่คำสั่ง Limit order จะถูกจับคู่

3) ข้อมูลข่าวสารในการซื้อ-ขายหรือความโปร่งใสของตลาด (Information or market transparency)

ความสนใจของ Market Microstructure ในประเด็นข้อมูลข่าวสารในการซื้อ-ขายคือความโปร่งใสหรือระดับการเปิดเผยข้อมูลของการซื้อ-ขายหลักทรัพย์ในตลาด ความโปร่งใสของข้อมูลในการซื้อ-ขายหลักทรัพย์ในตลาด หมายถึงความสามารถที่ผู้เกี่ยวข้องในตลาดนั้นจะสามารถสังเกตเห็นข้อมูลที่สำคัญที่เกี่ยวข้องกับการซื้อ-ขายหลักทรัพย์นั้นๆ ข้อมูลที่สำคัญในที่นี้คือข้อมูลเกี่ยวกับราคาซื้อ-ขาย, รายละเอียดคำสั่งเสนอซื้อ-ขาย, ปริมาณการซื้อ-ขาย, ที่มาของคำสั่งเสนอซื้อ-ขาย หรือ ใครเป็นผู้ส่งคำสั่งเสนอซื้อ-ขายนั้นๆ ทั้งนี้ความโปร่งใส อาจหมายถึงความโปร่งใสทั้งก่อนหรือหลังจากการเกิดการซื้อ-ขายแล้วก็ได้

4) สภาพคล่องและความผันผวนในการซื้อ-ขายหลักทรัพย์ (Liquidity and Volatility)

สภาพคล่องในการซื้อ-ขายหมายถึงความสามารถในการซื้อ-ขายปริมาณหลักทรัพย์จำนวนมากได้อย่างรวดเร็วและมีต้นทุนต่ำ ความสนใจต่อสภาพคล่องในการซื้อ-ขายครอบคลุมถึงการศึกษาว่าใครเป็นผู้ต้องการใช้สภาพคล่องและใครเป็นผู้เสนอสภาพคล่องให้แก่ตลาด ในขณะที่การศึกษาความผันผวนในการซื้อ-ขายจะมุ่งเน้นการเข้าใจการเปลี่ยนแปลงของราคาที่ไม่ได้คาดการณ์ไว้ การเปลี่ยนแปลงของราคาจะเกิดจากข้อมูลข่าวสารของหลักทรัพย์และการตอบสนองของนักลงทุนที่ต้องการสภาพคล่องในการซื้อ-ขาย ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่มากขึ้นไปสะท้อนถึงความไม่สมบูรณ์ของตลาด โดยปกติ สภาพคล่องของหลักทรัพย์และความผันผวนของราคาหลักทรัพย์จะมีความสัมพันธ์กันแม้ว่าจะไม่ใช่ความสัมพันธ์กันโดยตรง

5) เหตุผลที่ทำให้เกิดการซื้อ-ขายหลักทรัพย์ (Why do people trade?)

Market Microstructure พยายามอธิบายมูลเหตุของใจที่นักลงทุนแต่ละกลุ่มทำการซื้อ-ขายหลักทรัพย์หรือตราสาร การเข้าใจนักลงทุนแต่ละประเภทและเหตุผลที่นักลงทุนใช้ตัดสินใจในการซื้อ-ขายหลักทรัพย์หรือตราสารจะช่วยให้การกำหนดกลยุทธ์การลงทุนที่ดีขึ้น รวมทั้งช่วยผู้กำกับดูแลตลาด เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในการออกกฎระเบียบให้การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดให้เป็นไปด้วยความโปร่งใส

นักลงทุนกลุ่มต่างๆมีจุดมุ่งหมายในการซื้อ-ขายหลักทรัพย์ที่ไม่เหมือนกัน เช่น นักลงทุนที่มุ่งหวังการทำกำไรในการซื้อ-ขาย (Profit-motivated traders) นักเก็งกำไร (Speculators) จะถูกนับรวมในกลุ่มนี้ แม้จะดูเหมือนว่านักลงทุนในหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ซึ่งเป็นรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะถูกจัดเข้ากลุ่มนักเก็งกำไร แม้กระนั้น ตลาดซื้อ-ขายตราสารอื่น เช่น ตราสารอนุพันธ์ ก็ยังมีนักลงทุนที่ซื้อ-ขายตราสารอนุพันธ์ด้วยเหตุผลอื่นนอกเหนือจากการหวังผลกำไร (Utilitarian traders) เช่น การคุ้มครองความเสี่ยง (Hedgers) โดยการซื้อตราสารประเภทตราสารล่วงหน้า (Futures) นอกจากนี้ นักลงทุนอาจถูกแบ่งเป็นสองประเภทคือนักลงทุนที่ล่วงรู้หรือสามารถวิเคราะห์ราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์หรือตราสาร (Informed traders) และนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์หรือตราสาร (Uninformed traders) ดังนั้น การเข้าใจประเภทและเหตุผลการซื้อ-ขายของนักลงทุนแต่ละกลุ่มจึงช่วยในการวางกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมและรวมทั้งช่วยการกำกับดูแลการซื้อขายให้เป็นธรรม

6) ต้นทุนในการซื้อ-ขายหลักทรัพย์ (Transaction costs)

เนื่องจากตลาดอุดมคติที่ไม่มีต้นทุนในการซื้อ-ขายตามข้อสมมติในบางแบบจำลองทางการเงินไม่มีอยู่จริง งานวิจัยจำนวนมากในสาขา Market microstructure ได้ศึกษาและวัดส่วนประกอบของต้นทุนในการซื้อ-ขายตราสาร นักลงทุนที่ชาญฉลาดจะต้องบริหารต้นทุนในการซื้อ-ขายอย่างมีประสิทธิภาพเพราะต้นทุนในการซื้อ-ขายกระทบต่อผลการดำเนินงานของการลงทุนโดยตรง ความแตกต่างระหว่างราคาเสนอขายและเสนอซื้อ (Bid-ask spreads) เป็นตัวอย่างหนึ่งของต้นทุนในการซื้อ-ขายสำหรับนักลงทุนที่ไม่ต้องการรอซื้อหรือขายในราคาที่ตนเองคาดหวังแต่แรก

ส่วนประกอบของต้นทุนในการซื้อ-ขายประเภทความแตกต่างระหว่างราคาเสนอขายและเสนอซื้อ (Bid-ask spreads) มีหลายประการ เช่น ส่วนประกอบที่เป็นค่าใช้จ่ายในการดำเนินการ (The transaction cost component) ความเสี่ยงที่ต้องรับในการซื้อ-ขายกับนักลงทุนที่มีข้อมูลเหนือกว่า (The adverse selection spread component) นอกจากนี้ ความผันผวนของราคาซื้อ-ขาย (Volatility) ก็จัดเป็นส่วนประกอบหนึ่งที่สำคัญของต้นทุนในการซื้อ-ขาย วิชา MM ได้ประสบความสำเร็จด้วยดีในการวัดและทำนายต้นทุนในการซื้อ-ขายโดยใช้สมการเศรษฐมิติ (Econometric models) โดยเฉพาะสำหรับตลาดที่ใช้คำสั่งซื้อ-ขายเป็นตัวขับเคลื่อน (Order-driven markets) เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

7) การประยุกต์ใช้ MM กับสาขาอื่นๆ ในงานด้านการเงิน (Applications to other areas in finance)

เพราะว่า Market Microstructure เกี่ยวพันกับมูลค่าของตราสาร (Asset values) สภาพคล่อง (Liquidity) ต้นทุนในการซื้อ-ขาย (Trading costs) และประสิทธิภาพของกลไกราคา (Price efficiency) ดังนั้น market microstructure จึงถูกนำไปประยุกต์ใช้กับสาขาอื่นๆทางการเงิน ได้แก่ การประเมินราคาของสินทรัพย์ (Asset pricing), การเงินธุรกิจ (Corporate finance) และการเงินระหว่างประเทศ (International finance)

ก) การประเมินราคาของสินทรัพย์ (Asset pricing) สนใจการสร้างแบบจำลองเพื่ออธิบายอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ด้วยตัวแปรต่างๆรวมทั้งความเสี่ยงที่หลักทรัพย์นั้นจะไม่สามารถคืนเงินลงทุนแก่เจ้าของ (Default risk) งานวิจัยฉบับหนึ่งใน market microstructure แสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจะลดลงถ้าสินทรัพย์นั้นมีสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้น การศึกษานี้ชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของสภาพคล่อง ที่ผู้จัดการการลงทุนต้องคำนึงในการสร้างพอร์ตการลงทุน

ข) การเงินธุรกิจ (Corporate finance) แสดงความเกี่ยวพันระหว่างธุรกิจกับตลาดการเงินที่ธุรกิจจะต้องเข้าไปใช้ในการระดมทุน เช่น ตลาดหลักทรัพย์และตลาดตราสารหนี้ Market Microstructure ถูกนำมาประยุกต์ในการอธิบายอัตราผลตอบแทนในการนำหลักทรัพย์ใหม่เข้าสู่ซื้อขายในตลาดรองวันแรก (Post-IPO market) นักการเงินได้เข้าใจบทบาทขององค์ประกอบย่อยในตลาดทุน เช่น อิทธิพลผู้รับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นสามัญ (Underwriters) ของหุ้นบริษัทขนาดเล็กที่มีผลต่อสภาพคล่องและราคาของหลักทรัพย์นั้น อีกตัวอย่างหนึ่งที่น่าสนใจของการประยุกต์ใช้ MM คือการลดพาร์ของหุ้นสามัญ (Stock splits)

ในมุมมองเดิมของการเงินธุรกิจ การลดพาร์ของหุ้นสามัญเป็นการส่งสัญญาณ (Signaling) สู่นักลงทุนแต่ในมุมมองของ Market Microstructure นั้น ดังนั้นการลดพาร์ของหุ้นสามัญจึงอาจถือเป็นเครื่องมืออย่างหนึ่งขององค์กรในการใช้ปรับราคาหุ้นให้สอดคล้อง กับระดับช่วงราคาขั้นต่ำของการขึ้น-ลงของราคาหลักทรัพย์ (Tick sizes) เพื่อเป็นการจัดการต้นทุนการซื้อขายและสภาพคล่องของหลักทรัพย์บริษัทนั้น

ค) การเงินระหว่างประเทศ (International finance) เกี่ยวพันกับ Market Microstructure ในหลายบริบท เช่น การศึกษาขององค์ประกอบย่อยในตลาดอัตราแลกเปลี่ยน (The microstructure of foreign exchange markets) การแข่งขันของคำสั่งซื้อ-ขายข้ามพรมแดน (Cross-border competition for order flow) โอกาสการทำกำไรในความแตกต่างของราคาหุ้นเดียวกันในสองตลาดหรือมากกว่า (Arbitrage in cross-listed securities) การแบ่งแยกของตลาดทุน (Capital market segmentation) และการส่งผ่านความผันผวนระหว่างประเทศ (International transmission of volatility)

บทสรุป

แม้การศึกษาขององค์ประกอบย่อยในตลาด (Market Microstructure) จะเริ่มต้นก่อกำเนิดจากการศึกษาความต้องการแฝงของนักลงทุนซึ่งสะท้อนออกมาในรูปราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ แต่สาขาย่อยของการเงินแขนงนี้ก็ได้ขยายการศึกษาออกไปครอบคลุมถึง การเกิดขึ้นของราคาหลักทรัพย์และราคาที่ถูกกำหนดขึ้นของแต่ละหลักทรัพย์, โครงสร้างตลาดและการออกแบบตลาด, ข้อมูลข่าวสารในการซื้อขายหรือความโปร่งใสของตลาด, สภาพคล่องและความผันผวนในการซื้อขาย, เหตุผลที่เกิดการซื้อขาย, ต้นทุนในการซื้อขาย ตลอดจนการประยุกต์ใช้ Market Microstructure กับสาขาอื่นๆ ทางด้านการเงิน อาทิเช่น การประเมินราคาของสินทรัพย์การเงินธุรกิจ และการเงินระหว่างประเทศ ดังนั้น การกระตุ้นให้มีความตื่นตัวในการทำวิจัยในสาขาวิชานี้จะเป็นการช่วยพัฒนาและส่งเสริมศักยภาพของตลาดทุนของประเทศไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสถานการณ์ปัจจุบันที่ต้องแข่งขันในยุคโลกาภิวัตน์ เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถเป็นแหล่งออมเงินของประชาชนและแหล่งระดมทุนของหน่วยธุรกิจที่มีคุณภาพได้อย่างแท้จริง

บรรณานุกรม

Madhavan, A. 2002. "Market Microstructure: A Practitioner's Guide." *Financial Analysts Journal*, vol. 58, no. 5 (September/October): 28-42.

Harris, L. 2003. *Trading & Exchanges Market Microstructure for Practitioners*. Oxford University Press.

O'Hara, M. 1995. *Market Microstructure Theory*. Cambridge, MA: Blackwell.