

การตอบสนองมากเกินไปจริงในระยะสั้นของกลุ่มหลักทรัพย์
ที่มีการเพิ่มขึ้นของราคามากกว่า 10% ใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2557

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

วิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

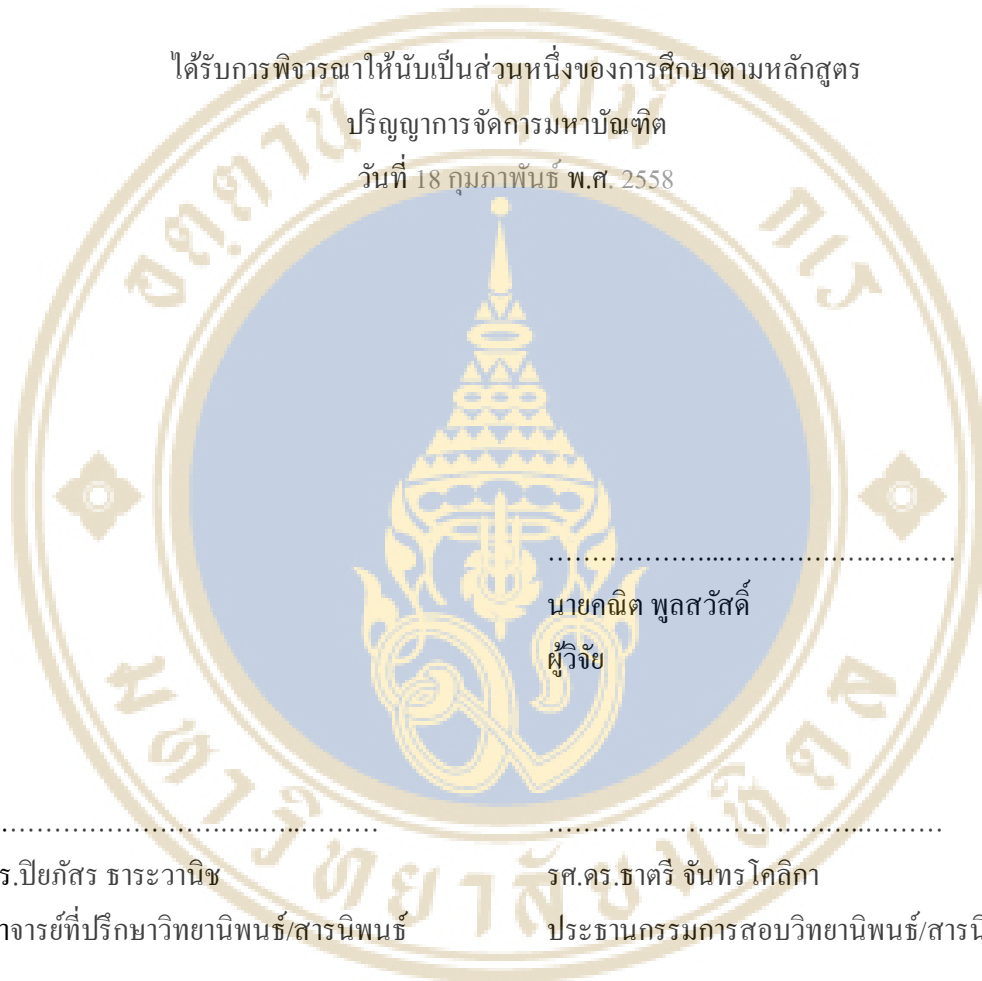
เรื่อง

การตอบสนองมากเกินไปจริงในระยะสั้นของกลุ่มหลักทรัพย์
ที่มีการเพิ่มขึ้นของราคามากกว่า 10% ใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 18 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558



นายคณิต พูลสวัสดิ์

ผู้วิจัย

.....
ดร.ปิยภัทร ชาระวานิช

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

.....
รศ.ดร.ชาติร์ จันทร์ โคลิกา

ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

.....
รองศาสตราจารย์อรรณพ ต้นละมัย, Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

.....
ดร.ไกรพิชิต เรืองศรีไชยะ

กรรมการสอบวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ฉบับนี้ จะไม่สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้หากไม่ได้รับการอนุเคราะห์จากดร. ปิยภัทร ธาระวานิช อาจารย์ที่ปรึกษา ที่ได้ให้คำปรึกษาและให้ความเอาใจใส่เป็นอย่างดีในการศึกษาค้นคว้ามาโดยตลอดทั้งทางด้านการวิชาการและให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไขเนื้อหา และรองศาสตราจารย์ ดร.ชาติร์ จันทร โคธิกา ที่ได้คำแนะนำ และแนวทางในการศึกษาค้นคว้า รวมทั้งตรวจแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ทำให้สารนิพนธ์ฉบับนี้มีความถูกต้องมากยิ่งขึ้น

ขอขอบพระคุณคณาจารย์วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่าน ที่เป็นผู้อบรมสั่งสอนและให้ความรู้ในหลักสูตรการจัดการ สาขาการเงินให้กับผู้วิจัยตลอดระยะเวลาในการศึกษา รวมถึงเจ้าหน้าที่โครงการจัดการมหัศจรรย์ที่ช่วยให้คำแนะนำและคอยประสานงานให้ความสะดวกแก่ผู้วิจัยตลอดมา

ขอขอบพระคุณบิดา มารดา ที่ทั้งสองท่านคอยให้การอบรมเลี้ยงดู ส่งเสริมการศึกษา และคอยให้กำลังใจแก่ผู้วิจัยเสมอมา ขอขอบคุณเพื่อนๆ ที่คอยให้ความช่วยเหลือและสนับสนุนทั้งด้านข้อมูลรวมถึงคำปรึกษาในการจัดทำสารนิพนธ์ฉบับนี้ จนสารนิพนธ์สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

สุดท้ายนี้ทางผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าสารนิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้สนใจในด้านนี้ และสามารถนำข้อมูลสารนิพนธ์ไปพัฒนาให้เกิดประโยชน์ต่อไป

คมิต พูลสวัสดิ์

การตอบสนองมากเกินไปจริงในระยะสั้นของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการเพิ่มขึ้นของราคามากกว่า 10% ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

SHORT-TERM MARKET OVERREACTIONS OF WINNER PORTFOLIO ON STOCK EXCHANGE OF THAILAND

คณิต พูลสวัสดิ์ 5650147

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ : ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., ไกรพิชิต เรืองศรีไชยะ, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคติกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาว่าการตอบสนองต่อข่าวสารเกินจริงในระยะสั้นของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนเกิน 10% หรือเรียกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ Winner ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษา คือ ข้อมูลหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกดัชนี SET100 ที่ประกาศโดยตลาดหลักทรัพย์ฯ เมื่อวันที่ 16 มิถุนายน 2014 ซึ่งมีการซื้อขายตั้งแต่ปี ค.ศ. 2005 จนถึงปี ค.ศ. 2014 โดยจะใช้ดัชนีผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์เพื่อมาใช้ในการกำหนดหาผลตอบแทน

ผลการศึกษาพบว่าในกรณีของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนเกิน 10% (Winner Portfolio) จะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย 1 วันและอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย 5 วันลดลงอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้เมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนปกติสะสมเฉลี่ยหลังหักต้นทุนธุรกรรมแล้วนั้น ส่งผลให้การลงทุนโดยกลยุทธ์แบบสวนตลาดนั้นสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ จึงทำให้สรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจริงในระยะสั้น

คำสำคัญ : การตอบสนองมากเกินไปจริง/กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	จ
สารบัญรูปภาพ	ฉ
บทที่ 1 บทนำ	1
วัตถุประสงค์ในการวิจัย	2
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
บทที่ 2 แนวคิดทางทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	4
การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	6
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	11
ขั้นตอนการศึกษาวิจัย	11
ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและกลุ่มตัวอย่าง	13
บทที่ 4 ผลการวิจัย	15
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	20
ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในครั้งต่อไป	20
บรรณานุกรม	22
ภาคผนวก	24
ภาคผนวก ก รายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทดสอบตั้งแต่ปีพ.ศ. 2548 -2557	24
ประวัติผู้วิจัย	31

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
4.1	ผลการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยด้วย one sample t-test	17
4.2	ผลการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยด้วย one sample t-test	18
4.3	อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมหลังหักต้นทุนธุรกรรมของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ ชนะ	18
ผ.1	รายชื่อหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกดัชนี SET100 ที่ประกาศโดยตลาดหลักทรัพย์ฯ เมื่อวันที่ 16 มิถุนายน 2557	25
ผ.2	แสดงจำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่มีการเปลี่ยนแปลงของอัตรา ผลตอบแทนเกินกว่า +10%.	29
ผ.3	แสดงจำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะแยกตามช่วงระยะเวลา	30

สารบัญรูปภาพ

ภาพ		หน้า
4.1	อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยหลังจากเกิดเหตุการณ์ของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ	16
4.2	อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย หลังจากเกิดเหตุการณ์ของกลุ่ม หลักทรัพย์ผู้ชนะ	16



บทที่ 1

บทนำ

มูลเหตุจูงใจในการศึกษา

ทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ เป็นสมมติฐานที่สำคัญข้อหนึ่งในทฤษฎีทางการเงิน โดยทฤษฎีได้กล่าวไว้ว่านักลงทุนทุกคนที่อยู่ในตลาดล้วนเป็นนักลงทุนที่มีเหตุผล ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์จึงเป็นราคาที่ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องอย่างเต็มที่แล้ว ส่งผลให้นักลงทุนไม่สามารถสร้างกำไรส่วนเกินภายใต้ตลาดที่มีประสิทธิภาพได้ตั้งแต่ปี 1980 เริ่มมีงานวิจัยที่มีผลการวิจัยที่ขัดแย้งกับทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Market Efficiency) ที่งานวิจัยของ Kahneman and Tversky (1979) ได้เสนอทฤษฎีความคาดหว้ง (Prospect Theory) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่มีการยอมรับกันอย่างแพร่หลาย เป็นการอธิบายถึงพฤติกรรมของผู้บริโภคที่จะให้คุณค่าของผลเสีย หรือ ขาดทุนมากกว่าคุณค่าของผลดีหรือกำไร ซึ่งสามารถนำมาประยุกต์ใช้กับนักลงทุนในตลาดได้ โดยนักลงทุนในตลาดจะให้ความสำคัญกับผลขาดทุนมากกว่าทั้งที่จำนวนเงินของทั้งสองทางมีจำนวนเท่ากัน ซึ่งชี้ให้เห็นว่านักลงทุนมีพฤติกรรมที่หลีกเลี่ยงการขาดทุน (Loss Aversion) แต่การศึกษาในพฤติกรรมนั้นยังคงเป็นเพียงการศึกษาในระดับบุคคล ทำให้มีคำถามเกิดขึ้นว่าตลาดมีประสิทธิภาพเพียงใด

ต่อมา De Bondt and Thaler (1985) ได้ทำการศึกษาว่าตลาดมีการเคลื่อนไหวไปตามทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพหรือไม่ และพบว่านักลงทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจนเกินความเป็นจริง (Market Overreaction) ส่งผลให้ตลาดโดยรวมมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจนเกินความเป็นจริงด้วยเช่นกัน ซึ่งทำให้กลุ่มหลักทรัพย์ที่เคยมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมน้อยที่สุด (Cumulative Average Abnormal Return, CAAR) หรือที่เรียกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal return) มากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่เคยมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมมากที่สุด หรือที่เรียกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะแสดงให้เห็นว่าถ้าตลาดมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจนเกินความเป็นจริง (Market Overreaction) แสดงให้เห็นว่าตลาดไม่มีประสิทธิภาพในระดับอ่อน (Weak-Form efficiency) ในระยะยาว การศึกษาดังกล่าวทำให้มีการศึกษาการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจนเกินความเป็นจริง (Market Overreaction)

ในระยะสั้น งานวิจัยของ Bremer and Sweeney (1991) พบว่ามีเปลี่ยนทิศทางการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีราคาตกลง (Reversal Price of Large Stock-Price Decrease) ใน 1 วันทำการอย่างมีนัยสำคัญ โดยตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ Fortune 500 และให้วันที่ราคาของหุ้นลดลง 10% เป็นวันที่ถือว่าเป็นวันเกิดเหตุการณ์ (Event day) นอกจากนี้ยังได้สรุปว่าการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารเกินความเป็นจริงนั้นจะหายไปถ้าตลาดมีสภาพคล่องที่สูงขึ้นจากการศึกษาในเรื่องดังกล่าวทำให้มีผู้สนใจศึกษาได้นำวิธีที่ได้จากการศึกษานำมาพัฒนาเป็นกลยุทธ์ในการซื้อขายเพื่อหากำไรจากการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินความเป็นจริง (Market Overreaction) โดยเรียกกลยุทธ์นี้ว่า กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy)

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยอีกหลายงานที่ศึกษาเกี่ยวกับเรื่องการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารทั้งในระยะยาวและระยะสั้น ซึ่งงานวิจัยดังกล่าวมีทั้งที่ศึกษาในกลุ่มประเทศสหรัฐอเมริกา ยุโรป และเอเชีย สำหรับงานวิจัยในประเทศไทยนั้นส่วนใหญ่มีการศึกษาการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารเกินความเป็นจริงในระยะยาว งานวิจัยของ Udomrungruang (2006) และ ศุภี (2553) ผลการวิจัยพบว่าการตอบสนองมากเกินจริงกับกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้แต่ไม่พบการตอบสนองมากเกินจริงในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ สำหรับการศึกษาการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารเกินจริงในระยะสั้นนั้นยังมีน้อยและส่วนมากจะศึกษาข้อมูลในระยะสั้นที่มีลักษณะข้อมูลเป็นรายสัปดาห์ ยังขาดงานที่ศึกษาการตอบสนองเกินจริงในระยะสั้นของอัตราผลตอบแทนแบบรายวันในตลาดหุ้นไทย และยังขาดการศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติดังกล่าว

วัตถุประสงค์ในการวิจัย

เพื่อศึกษาว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินจริงหรือไม่ และการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดนั้น สามารถให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติกับนักลงทุนได้หรือไม่ โดยคำนึงถึงผลของต้นทุนทางธุรกรรมแล้ว อีกทั้งยังศึกษาว่าปัจจัยใดที่มีอิทธิพลกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติอีกด้วย

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาใช้ข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเป็นสมาชิกดัชนี SET 100 ที่ประกาศโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อวันที่ 16 มิถุนายน 2557 โดยใช้ความถี่ของข้อมูลเป็นรายวัน ซึ่งใช้ข้อมูลตั้งแต่ปีพ.ศ. 2548 ถึงปีพ.ศ. 2557 ในการศึกษา

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

หากการศึกษาพบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากการที่ตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจริงแล้วนั้น แสดงให้เห็นว่าตลาดมีประสิทธิภาพแบบอ่อน นักลงทุนไม่สามารถที่จะทำอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้จากการลงทุนด้วยกลยุทธ์แบบสวนตลาด

ในทางตรงกันข้าม หากพบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากการที่ตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจริง แสดงให้เห็นว่าตลาดไม่มีประสิทธิภาพแบบอ่อน ซึ่งจะทำให้ให้นักลงทุนสามารถหาผลตอบแทนเกินปกติได้จากการลงทุนด้วยกลยุทธ์แบบสวนตลาดได้



บทที่ 2

แนวคิดทางทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด (Market Efficiency)

ทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด Fama (1970) ได้กล่าวถึงตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพไว้ว่า ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์เป็นราคาที่ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องอย่างเต็มที่แล้ว และราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ก็คือราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ Fama ได้จำแนกระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ออกเป็น 3 ระดับ คือ สมมติฐานแบบอ่อน สมมติฐานแบบกลาง และ สมมติฐานแบบเข้ม (Weak efficiency, Semi-strong efficiency และ Strong efficiency) โดยทั้งสามระดับมีเป้าหมายเพื่อสะท้อนให้เห็นถึงระดับที่สามารถนำไปประยุกต์ใช้ได้

1. ตลาดมีประสิทธิภาพระดับอ่อน (Weak Form Efficiency) หมายถึง ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารในอดีตที่เกิดขึ้นและ ทำให้ไม่มีความได้เปรียบ โดยการวิเคราะห์ข้อมูลในอดีต การใช้การวิเคราะห์เชิงเทคนิค (Technical analysis) เพื่อทำกำไรเกินส่วนเพิ่มไม่สามารถทำได้ ข้อมูลในอดีตไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอนาคต อดีตและอนาคตเป็นอิสระต่อกัน โดยสิ้นเชิง แต่การใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental analysis) และข้อมูลภายใน (Insider Information) เพื่อหาหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำกว่า หรือ เกินกว่าพื้นฐาน เพื่อที่จะหาผลตอบแทนเกินกว่าปกติยังคงสามารถทำได้

2. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi-Strong Form Efficiency) หมายถึงตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกิดในอดีต และ ข้อมูลทุกอย่างในตลาดที่เป็นข้อมูลสาธารณะ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลในงบการเงิน ข้อมูลปัจจัยเศรษฐกิจ โดยหมายรวมถึงข้อมูลที่เกิดขึ้นแล้ว ข้อมูลในปัจจุบัน รวมถึงการคาดการณ์ที่เกิดขึ้นด้วย ดังนั้นจึงไม่มีความได้เปรียบในการใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical analysis) และการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental analysis) ก็ไม่สามารถทำกำไรเกินกว่าปกติได้ แต่การใช้ข้อมูลภายใน (Insider

Information) เพื่อหาหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำกว่า หรือ เกินกว่าพื้นฐาน เพื่อที่จะหาผลตอบแทนเกินกว่าปกติยังคงสามารถทำได้

3. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong Form Efficiency) หมายถึง ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลทุกประเภทไว้หมดแล้ว ทั้งข้อมูลไม่ว่าจะเป็นสาธารณะหรือข้อมูลภายในที่ยังไม่มีการเผยแพร่ต่อสาธารณชน ดังนั้นจึงไม่มีความได้เปรียบในการใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical analysis) การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental analysis) และข้อมูลภายใน (Insider Information) ก็ไม่สามารถทำกำไรเกินกว่าปกติได้

ดังนั้นจากทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพได้อธิบายโดยสรุปว่านักลงทุนจะไม่สามารถคาดการณ์อัตราผลตอบแทนที่จะเกิดขึ้นในอนาคตโดยใช้ข้อมูลของอัตราผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ในอดีตได้ แต่สมมติฐานเรื่องการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไป (Market overreaction) มีแนวคิดว่านักลงทุนจะมีการตอบสนองมากเกินไปจากข้อมูลที่ได้รับทำให้เกิดการเคลื่อนไหวของราคาที่สูงกว่าที่ควรจะเป็น เมื่อมีการเคลื่อนไหวของราคาที่สูงกว่าที่ควรจะเป็น ราคาของหลักทรัพย์ก็จะเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามเพื่อกลับมาอยู่ในระดับราคาที่ควรจะเป็นทำให้นักลงทุนสามารถที่จะคาดการณ์ผลตอบแทนที่จะเกิดขึ้นในอนาคตโดยใช้ลักษณะการเคลื่อนไหวของราคาในอดีตได้ ซึ่งเป็นแนวคิดที่ขัดแย้งกับทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพระดับอ่อน (Weak Form Efficiency)

2.1.2 แนวคิดการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไป (Market Over-reaction)

จากงานวิจัยของ De Bondt and Thaler (1985) ที่ได้ทำการศึกษาการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไป (Market Overreaction) ซึ่งแนวคิดการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไป (Market Overreaction) นั้นเป็นแนวคิดที่ทำลายสมมติฐานเรื่องตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) เป็นอย่างมาก กล่าวคือนักลงทุนแต่ละคนมักมีการตอบสนองที่มากเกินไป หรือน้อยเกินไปต่อข่าวสารที่นักลงทุนได้รับ จึงส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ ณ ราคาใดๆ มีการปรับตัวเกินความจริงหรือน้อยกว่าความเป็นจริงจากข้อมูลข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง ในเวลานั้น นักลงทุนจะประเมินราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่าหรือสูงกว่าที่ควรจะเป็น แต่ท้ายที่สุดแล้วราคาของหลักทรัพย์นั้นๆ ก็จะปรับราคากลับมาอยู่ในระดับที่ควรจะเป็น หรือกล่าวได้ว่าหลักทรัพย์ที่ราคามีการปรับตัวลดลงในอดีตราคาจะปรับตัวสูงขึ้นในเวลาต่อมา ในทางตรงกันข้ามหลักทรัพย์ที่ราคามีการปรับตัวเพิ่มขึ้นในอดีตราคาจะปรับตัวลดลงในเวลาต่อมาเช่นกัน

2.1.3 กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy)

จากแนวคิดการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไป (Market Over-reaction) Chan (1988) ได้นำแนวคิดดังกล่าวมาประยุกต์เป็นกลยุทธ์การลงทุนเรียกว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy) เป็นแนวคิดที่มีพื้นฐานมาจากการพฤติกรรมการณ์การลงตัวของนักลงทุน เมื่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในขาขึ้น นักลงทุนจะซื้อหลักทรัพย์เนื่องจากเชื่อว่าจะสามารถทำกำไรจากตลาดขาขึ้นได้ ในทางตรงกันข้ามถ้าดัชนีตลาดหลักทรัพย์เป็นขาลง นักลงทุนจะขายหลักทรัพย์ออกเนื่องจากกลัวว่าถ้าถือต่อไปจะทำให้ขาดทุน สุดท้ายนักลงทุนมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจลงทุนในช่วงเวลาที่ผิดพลาด ส่งผลให้นักลงทุนที่มีพฤติกรรมดังกล่าวจะมีผลขาดทุนจากการลงทุน จึงเป็นที่มาของกลยุทธ์การลงทุนแบบ Contrarian โดยกลยุทธ์นี้จะหาหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นที่นิยมในการลงทุน ซึ่งนักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์นี้จะซื้อหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น และขายหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็นในช่วงที่ผ่านมา ทั้งนี้จะเห็นได้ว่านักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์นี้จะลงทุนสวนทางกับนักลงทุนโดยทั่วไปในตลาด

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาในเรื่องตลาดมีการตอบสนองมากเกินไป (Market Overreaction) เป็นการศึกษาอัตราผลตอบแทนปกติที่เกิดขึ้นจากการที่ตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปทั้งในระยะยาว คือ ทำการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงระยะเวลามากกว่า 1 เดือน และในระยะสั้น คือ ทำการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงระยะเวลาน้อยกว่า 1 เดือน ดังนั้นในหัวข้องานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวิจัยในครั้งนี้จึงได้ทำการแบ่งกลุ่มของงานวิจัยที่เกี่ยวข้องออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มงานวิจัยที่ศึกษาการตอบสนองมากเกินไปในระยะยาว (Long-term market overreaction) และกลุ่มงานวิจัยการตอบสนองมากเกินไปในระยะสั้น (Short-term market overreaction)

2.2.1 กลุ่มงานวิจัยการตอบสนองมากเกินไปในระยะยาว(Long-term market overreaction)

DeBondt and Thaler (1985) ได้ทำการศึกษาการตอบสนองมากเกินไปในระยะยาว โดยจัดลำดับหุ้นสามัญ ใดๆในตลาดจากอัตราผลตอบแทนปกติสะสม โดยใช้แบบจำลองอัตราผลตอบแทนที่มีการปรับค่าความเสี่ยง (Market Adjust Return Model) โดยเลือกหุ้นสามัญที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมมากที่สุด 35 อันดับให้เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ (Winner) และหุ้นสามัญที่มีอัตราผลตอบแทนปกติสะสมน้อยที่สุด 35 อันดับให้เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ (Loser)

หลังจากนั้นจึงคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงทดสอบ พบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของ กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ มากกว่า กลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ ถึง 25% และอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นส่วนใหญ่เกิดขึ้นในเดือนมกราคม อีกทั้งค่าเบต้า (Beta) ที่เป็นตัวแทนความเสี่ยงที่เป็นระบบซึ่งคำนวณได้จาก CAPM ในช่วงจัดอันดับของ กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ ยังมีค่าน้อยกว่า กลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ

ผลการศึกษาการใช้อัตราผลตอบแทนในอดีตมาสร้างอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้ ทำให้แนวคิดเรื่องตลาดมีประสิทธิภาพแบบอ่อนไม่เป็นจริง DeBondt and Thaler ได้สรุปว่าไม่เพียงแต่เฉพาะนักลงทุนทั่วไปมีการตัดสินใจอย่างไม่มีเหตุผล ตลาดเองก็มีพฤติกรรมที่มีตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจนเกินจริงเช่นเดียวกัน ทำให้กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้มีอัตราผลตอบแทนมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะนอกจากนี้ผลที่ได้ยังไปเป็นตามผลกระทบพิเศษของเดือนมกราคม (January Effect) อีกด้วย

ต่อมา Jegadeesh and Titman (1993) ได้เสนอกลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Momentum Strategy) โดยเชื่อว่าหุ้นที่ให้ผลตอบแทนสูงในอดีตจะเคลื่อนไหวอย่างมีแนวโน้มและจะให้ผลตอบแทนที่สูงต่อไปในอนาคต ในทางตรงกันข้ามหุ้นที่ให้ผลตอบแทนต่ำในอดีตจะเคลื่อนไหวอย่างมีแนวโน้มและจะให้ผลตอบแทนที่ต่ำต่อไปในอนาคต ดังนั้นกลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาดก็คือการซื้อหุ้นที่มีความแข็งแกร่งหรือให้ผลตอบแทนสูงในอดีตเข้ามาในกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนและขายหุ้นที่มีความอ่อนแอหรือให้ผลตอบแทนต่ำในอดีตออกไปจากกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน

การลงทุนแบบตามตลาดข้างต้นแตกต่างกับลักษณะของกลยุทธ์ที่ DeBondt and Thaler แนะนำไว้ว่า ถ้าตลาดไม่มีประสิทธิภาพ กลยุทธ์การลงทุนที่ควรใช้คือแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy) โดยเชื่อว่าตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจนเกินจริงส่งผลให้เมื่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในขาขึ้น นักลงทุนจะซื้อหลักทรัพย์เนื่องจากเชื่อว่าจะสามารถทำกำไรจากตลาดขาขึ้นได้ ในทางตรงกันข้ามถ้าดัชนีตลาดหลักทรัพย์เป็นขาลง นักลงทุนจะขายหลักทรัพย์ออกเนื่องจากกลัวว่าถ้าถือต่อไปจะทำให้ขาดทุน สุดท้ายนักลงทุนมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจลงทุนในช่วงเวลาที่ผิดพลาด สิ่งที่นักลงทุนควรทำคือขายในเมื่อราคาปรับตัวขึ้น และซื้อเมื่อราคาปรับตัวลง

มีความพยายามที่จะหาเหตุผลมาอธิบายปรากฏการณ์การตอบสนองมากเกินไปอย่าง Zarowin (1989) ซึ่งได้ทำการทดสอบวิธีการใหม่ โดยเรียงข้อมูลตามขนาดของบริษัทจากน้อยไปมากและแบ่งเป็นห้ากลุ่มหลักทรัพย์เท่ากัน อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมจะถูกแบ่งออกเป็นห้ากลุ่มย่อย แล้วย่นำกลุ่มย่อยที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเดียวกัน ที่มีผลอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมน้อยที่สุด (Loser) เทียบกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมมากที่สุด (Winner)

พบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ มีอัตราผลตอบแทนมากกว่า กลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ ของทุกกลุ่มหลักทรัพย์เพียงแค่เดือนมกราคม แต่ในเดือนอื่น ๆ นั้นผลตอบแทนของ กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ น้อยกว่า กลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ เมื่อพิจารณาทุกเดือนแล้วพบว่าอัตราผลตอบแทนของ กลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ ยังมีผลตอบแทนมากกว่า กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ เมื่อดูผลการเปรียบเทียบโดยแยกตามขนาดบริษัท พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่สุดเป็นเพียงกลุ่มเดียวที่มีผลตอบแทนของ กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ มากกว่า กลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ ต่อมา Zarowin ได้ทำการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยโดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross Sectional Regression) ระหว่างผลตอบแทนเกินปกติในช่วงทดสอบกับตัวแปรด้านขนาดบริษัท และอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงจัดอันดับ ทำให้สรุปได้ว่าผลกระทบที่เกิดขึ้นประกอบด้วย ผลกระทบจากผลกระทบพิเศษของเดือนมกราคม และผลกระทบที่เกิดจากขนาดบริษัท แต่ไม่ได้เกิดจากข้อมูลข่าวสารที่มากเกินไป

นอกจากนั้น Conrad and Kaul (1993) ได้แย้งวิธีของ DeBondt and Thaler (1985) เนื่องจากการใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนปกติสะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้นั้นมากเกินไป อีกทั้งยังทำให้อัตราผลตอบแทนปกติสะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะน้อยเกินไป ซึ่งเกิดจากการรวมอคติในการคำนวณอัตราผลตอบแทนในแต่ละเดือน ดังนั้น Conrad and Kaul จึงเสนอวิธีการทดสอบใหม่โดยใช้อัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาลงทุน ทำให้ลดอคติลงได้

งานวิจัยจากประเทศอื่นๆ เช่น Mun, Vasconcellos, and Kish (1999) และ Schiereck, DeBondt, and Weber (1999) ศึกษาในประเทศเยอรมัน พบว่ามีการตอบสนองมากเกินไปจริงเกิดขึ้น Baytas and Cakici (1999) ได้ทำการศึกษาในประเทศที่พัฒนาแล้ว 7 ประเทศซึ่งมีประเทศสหรัฐอเมริกา รวมอยู่ด้วย โดยใช้วิธีในการศึกษาตามวิธีของ Conrad and Kaul (1993) ผลการศึกษาพบว่าประเทศสหรัฐอเมริกาไม่มีการตอบสนองมากเกินไปจริง แต่กลับพบว่าในประเทศอื่น ๆ นั้นมีการตอบสนองมากเกินไปจริง ส่วน Ahmad and Hussain (2001) ได้ทำการศึกษาในประเทศมาเลเซีย พบว่ามีการเปลี่ยนแปลงการเคลื่อนไหวของผลตอบแทน (return reversal) ในช่วงระยะเวลา 3 ปีทำให้นักลงทุนสามารถที่จะทำกำไรเกินปกติจากกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy) ได้

สำหรับการศึกษาตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจริงในระยะยาวของตลาดหลักทรัพย์ฯ ของไทย นั้น Udomrungruang (2006) ได้ทำการทดสอบโดยใช้ข้อมูลรายเดือนพบว่าตลาดหลักทรัพย์ฯ มีการตอบสนองมากเกินไปจริงในระยะยาวในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ โดยเฉพาะในหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก แต่ไม่พบการตอบสนองมากเกินไปจริงในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะต่อมา สุธิ (2553) ได้ทำการศึกษาว่าตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจริงหรือไม่เมื่อมีการควบคุมความเสี่ยงโดยใช้แบบจำลอง CAPM แล้วพบว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ มีการตอบสนองมากเกินไปจริงกับ

กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้แต่ไม่พบการตอบสนองมากเกินไปจริงในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Udomrungruang อีกด้วย

นอกจากนี้ ยังมีการศึกษาการตอบสนองมากเกินไปในระยะยาวของ SiriAmornsook (2010) ที่นอกจากจะศึกษาเรื่องการตอบสนองมากเกินไปแล้วนั้นยังได้ศึกษาเพิ่มเติมว่าสภาพคล่องของหลักทรัพย์มีผลต่อระดับการตอบสนองมากเกินไปหรือไม่ โดยใช้สัดส่วนของจำนวนรายการธุรกรรมการซื้อขายของหลักทรัพย์นั้นๆ (Monthly Trading Volume) ต่อจำนวนหุ้นที่ซื้อขายในตลาด (Monthly Number of Shares Available for Trading) เป็นตัวแทนของสภาพคล่องของหลักทรัพย์นั้นๆ ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ตลาดหลักทรัพย์ฯ มีการตอบสนองมากเกินไปจริง และสภาพคล่องของหลักทรัพย์นั้นมีผลต่อระดับการตอบสนองมากเกินไปจริง สภาพคล่องสูงจะส่งผลให้ตลาดมีการตอบสนองมากเกินไปจริงมากยิ่งขึ้น แต่งานวิจัยของ SiriAmornsook (2010) นั้นมีข้อจำกัดทางด้านข้อมูลที่ใช้เป็นตัวแทนของสภาพคล่องส่งผลให้ผลวิจัยที่ออกมานี้อาจมีอคติจากลักษณะของบริษัทได้

2.2.2 กลุ่มงานวิจัยการตอบสนองมากเกินไปในระยะสั้น (Short-term market overreaction)

Atkins and Dyl (1990) ได้ศึกษาการตอบสนองมากเกินไปในระยะสั้น โดยศึกษาพฤติกรรมของราคาหลักทรัพย์ใน 1 วันหลังจากเกิดการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก อีกทั้งยังศึกษาว่า Bid-Ask Spread นั้นมีผลอย่างไรต่อการทำกำไรจากการตอบสนองมากเกินไป พบว่ามีหลักฐานยืนยันชัดเจนกับการเกิดการตอบสนองมากเกินไปในระยะสั้นกับข่าวร้ายในตลาด แต่มีหลักฐานไม่ชัดเจนนักกับการเกิดการตอบสนองมากเกินไปในระยะสั้นกับข่าวดี อีกทั้งยังพบว่าเมื่อราคาของหลักทรัพย์ลดลงเป็นอย่างมากมีผลทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญว่ามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติ แต่ในทางตรงกันข้ามถ้าราคาของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นเป็นอย่างมากจะทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติติดลบแต่ระดับนัยสำคัญของการตอบสนองเกินจริงในกรณีนี้มีน้อย แต่เมื่อศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของขนาดผลต่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (Bid-Ask Spread) เข้าไปในอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากการตอบสนองเกินจริงแล้วนั้นผลการศึกษาพบว่าผู้ค้า (Trader) ไม่สามารถที่จะทำกำไรจากการกลับตัวของราคาได้ แสดงให้เห็นว่าตลาดนั้นมีประสิทธิภาพเมื่อคำนึงถึงต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction Cost)

ต่อมา Bremer and Sweeney (1991) ได้ศึกษาการกลับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการลดลงของราคาหลักทรัพย์อย่างมากและได้วันที่ราคาของหลักทรัพย์มีราคาลดลง 10% ถือว่าเป็นวันเกิดเหตุการณ์ (Event day) พบว่ามีการเปลี่ยนแปลงการเคลื่อนไหวของผลตอบแทน (return

reversal) อย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยหลังจาก event day 1 วัน คือ 1.773% และ อัตราผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยหลังจากวันเกิดเหตุการณ์ 2 วัน คือ 2.20% อย่างไรก็ตามจากบทวิจัยได้ให้ข้อคิดเห็นว่าการกลับตัวของราคาที่เกิดขึ้นนั้นอาจจะไม่สามารถทำกำไรได้เนื่องจากการกลับตัวที่เกิดขึ้นนั้นมีระยะเวลาที่ช้าไม่สอดคล้องกับความคิดที่ว่าราคาลดลงจะสะท้อนข้อมูลที่เกี่ยวข้องได้ในระยะเวลาอันสั้น และ Cox and Peterson (1994) พบผลอย่างมีนัยสำคัญ ของการเปลี่ยนแปลงการเคลื่อนไหวของราคาหลังจากวันเกิดเหตุการณ์ 1 วัน แต่แค่ในช่วงเวลาก่อนปี 1987 เท่านั้น Cox and Peterson สรุปว่าการตอบสนองมากเกินไปจริงจะลดลงถ้าตลาดมีการเพิ่มขึ้นของสภาพคล่อง

ยังมีการศึกษาการตอบสนองมากเกินไปจริงในระยะสั้น ในตลาดนอกประเทศสหรัฐอเมริกา เช่น Otchere and Chan (2003) พบการตอบสนองมากเกินไปจริงในฮ่องกงระหว่างช่วงเวลาก่อนเกิดวิกฤตทางเศรษฐกิจของเอเชีย แต่การเปลี่ยนแปลงการเคลื่อนไหวของราคาไม่เพียงพอที่จะนำมาใช้ประโยชน์ Piromsopa (2007) ได้ทำการศึกษาการตอบสนองมากเกินไปจริงในระยะเวลา 1-2 สัปดาห์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ การตอบสนองมากเกินไปจริงแต่ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้เท่านั้น อีกทั้งได้ทำการแบ่งหุ้นย่อยลงไปอีกตามสาเหตุการปรับตัวลดลงของราคาหลักทรัพย์ออกเป็น 3 กรณี คือ ข่าวร้ายที่เกิดจากตลาดโดยรวม ข่าวร้ายที่เกิดจากกิจการของหลักทรัพย์เอง และ ไม่มีข่าวร้าย ผลการศึกษาพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้จะมีการปรับตัวกลับมาของราคาในกรณีที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลงเนื่องจากข่าวร้ายที่เกิดจากตลาดโดยรวมและไม่มีข่าวร้าย แต่จะไม่มีการปรับตัวกลับขึ้นมาหากการปรับตัวลงในตอนแรกเกิดจากข่าวร้ายของกิจการเอง จึงสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่มีประสิทธิภาพในระดับอ่อน

Lobe and Rieks (2011) ได้ศึกษาการอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากการตอบสนองมากเกินไปจริงในระยะสั้นในตลาดหุ้นเยอรมัน โดยใช้การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เกินกว่า +/- 10% ให้เป็นวันเกิดเหตุการณ์ นอกจากนั้นยังศึกษาว่าปัจจัยใดที่มีอิทธิพลกับการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติและยังได้ทำการศึกษาว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติจะสามารถทำกำไรได้หรือไม่อีกด้วย พบว่ามีการตอบสนองมากเกินไปจริงระยะสั้นในตลาดเยอรมัน และพบว่าการตอบสนองเกินจริงนั้นไม่ได้มีผลแก่เฉพาะหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก อีกทั้งปัจจัยที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้คือลักษณะเฉพาะของหลักทรัพย์นั่นเอง แต่ทั้งนี้การศึกษาในขั้นตอนนี้มีการควบคุมตัวแปรทางด้านขนาดของบริษัทเอาไว้ สุดท้ายผลการศึกษาพบว่าไม่สามารถที่จะนำกลยุทธ์การซื้อขายมาประยุกต์ใช้นั้นในการทำอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้ เมื่อรวมต้นทุนทางธุรกรรมเข้าไป

บทที่ 3

วิธีการวิจัย

3.1 ขั้นตอนการศึกษาวิจัย (Methodology)

การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนและอัตราผลตอบแทนเกินปกติ กำหนดให้วันที่เกิดเหตุการณ์ (Event day) เป็นวันที่หลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เกินกว่า + 10 % สามารถคำนวณอัตราผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์และดัชนีผลตอบแทนรวม SET100 ได้ดังต่อไปนี้

$$R_{i,t} = \ln\left(\frac{TRI_{i,t}}{TRI_{i,t-1}}\right) \quad \text{สมการที่ (1)}$$

โดย $R_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ i ใดๆ ในวันที่ t
 $TRI_{i,t}$ = ดัชนีผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ i ใดๆ ในวันที่ t
 $TRI_{i,t-1}$ = ดัชนีผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ i ใดๆ ในวันที่ $t-1$

$$R_{m,t} = \ln\left(\frac{TRI_{m,t}}{TRI_{m,t-1}}\right) \quad \text{สมการที่ (2)}$$

โดย $R_{m,t}$ = อัตราผลตอบแทนรายวันของดัชนีผลตอบแทนรวม SET100 ในวันที่ t
 $TRI_{m,t}$ = ดัชนีผลตอบแทนรวมของดัชนีผลตอบแทนรวม SET100 ในวันที่ t
 $TRI_{m,t-1}$ = ดัชนีผลตอบแทนรวมของดัชนีผลตอบแทนรวม SET100 ในวันที่ $t-1$

การใช้ดัชนีผลตอบแทนรวม (Total Return Index : TRI) มาคำนวณอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แทนการใช้ราคาปิดนั้น เนื่องจากดัชนีผลตอบแทนรวมได้รวมผลตอบแทนที่เกิดขึ้นนอกเหนือจากการเปลี่ยนแปลงทางด้านราคา (Capital gain) ของหลักทรัพย์ โดยดัชนีผลตอบแทนรวมนั้นคำนวณรวมผลตอบแทนจาก สิทธิในการจองซื้อหุ้น (Right) เงินปันผล (Dividend) และผลตอบแทนอื่นๆ ซึ่งจะทำให้อัตราผลตอบแทนที่คำนวณได้สะท้อนถึงอัตราผลตอบแทนทั้งหมดที่ได้รับจากหลักทรัพย์นั้นๆ ได้ดียิ่งขึ้น

เมื่อกำหนดอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้แล้ว ก็มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติ โดยนำอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หักออกด้วยอัตราผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมของดัชนี SET100 เพื่อให้ได้อัตราผลตอบแทนเกินปกติรายวัน ($AR_{i,t}$) โดยสามารถคำนวณได้จากสูตรดังต่อไปนี้

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad \text{สมการที่ (3)}$$

นำอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่คำนวณได้ในแต่ละวันมาหาค่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยโดยสามารถคำนวณได้ด้วยสูตรดังต่อไปนี้

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{N} \quad \text{สมการที่ (4)}$$

เมื่อหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติรายวันแล้วก็นำมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมโดยสามารถคำนวณได้ด้วยสูตรดังต่อไปนี้

$$CAR(t_1, t_n)_i = \sum_{t=t_1}^{t_n} AR_{i,t} \quad \text{สมการที่ (5)}$$

นำอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมมาคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย โดยสามารถคำนวณได้จากสูตรดังต่อไปนี้

$$CAAR(t_1, t_n) = \frac{\sum_{i=1}^N CAR(t_1, t_n)_i}{N} \quad \text{สมการที่ (6)}$$

หลังจากคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยได้แล้วนั้นก็นำมาทดสอบทางสถิติด้วย วิธี one sample T-test โดยหาค่า t-test ได้จากสมการดังต่อไปนี้

$$t\text{-test} = \frac{AAR_t}{\frac{s}{\sqrt{n}}} \quad \text{สมการที่ (7)}$$

$$\text{โดย Standard Error (SE) ของ } AAR_t = \sqrt{\frac{1}{N-1} \frac{(\sum_{i=1}^N AR_{i,t} - AAR_t)^2}{N}}$$

$$t\text{-test} = \frac{CAAR(t_1, t_n)}{\frac{s}{\sqrt{n}}} \quad \text{สมการที่ (8)}$$

โดย Standard Error (SE) ของ

$$CAAR(t_1, t_n) = \sqrt{\frac{\frac{1}{N-1} (\sum_{t=1}^n CAR(t, t_n)_t - CAAR(t_1, t_n))^2}{N}}$$

ดังนั้น เมื่อได้ค่า t ก็จะสามารถคำนวณหาความน่าจะเป็น เพื่อทดสอบสมมติฐาน $H_0 : AAR = 0$ และ $H_0 : CAAR = 0$ ซึ่งการทดสอบนี้เพื่อดูว่าถ้าตลาดมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจริงหรือไม่

3.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และกลุ่มตัวอย่าง (Data and Sample)

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลจาก Bloomberg และ SETSMART โดยได้เลือกใช้ข้อมูลของหุ้นที่เป็นสมาชิกดัชนี SET100 ซึ่งประกาศโดยตลาดหลักทรัพย์ฯ เมื่อวันที่ 16 มิถุนายน 2557 โดยรายชื่อหลักทรัพย์ที่นำมาใช้ในการคำนวณดัชนี SET100 สำหรับการคำนวณค่าดัชนีระหว่าง 1 ก.ค. 2548 - 31 ธ.ค. 2557 (ภาคผนวก ก ตาราง ผ.1)

งานวิจัยนี้ได้เลือกใช้หลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกดัชนี SET100 เนื่องจาก หลักทรัพย์ที่มีคุณสมบัติเป็นสมาชิกดัชนี SET 100 ได้นั้นต้องเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูง การซื้อขายมีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ และต้องเป็นหลักทรัพย์ที่มีการกระจายของผู้ถือหลักทรัพย์รายย่อยอย่างเหมาะสม เพื่อสะท้อนความสามารถในการเข้าถึงของนักลงทุน (Investability) ได้ จากคุณสมบัติดังกล่าวมานั้น ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกดัชนี SET 100 นั้นจะไม่มีปัญหาทางข้อมูลที่เกิดขึ้นจากหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ และหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กเกินไปที่จะทำให้มีการเคลื่อนไหวของราคาที่สูงกว่าหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ ซึ่งอาจส่งผลให้ข้อมูลที่ทำการศึกษามีอคติได้

ข้อมูลที่ใช้ในการทำวิจัยจะใช้ข้อมูลตั้งแต่วันที่ 29 เมษายน 2548 ซึ่งเป็นวันฐานในการคิดคำนวณดัชนีผลตอบแทนรวม SET 100 จนถึงวันที่ 31 ตุลาคม 2557 ความถี่ของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจะใช้ข้อมูลแบบรายวัน

ในการศึกษา กำหนดให้วันที่เกิดเหตุการณ์การตอบสนองของข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจริงคือวันที่กลุ่มหลักทรัพย์ในดัชนี SET100 ที่มีการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เกินกว่า + 10% โดยมีตัวอย่างทั้งหมด 547 ข้อมูล เมื่อพิจารณาข้อมูลในแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์เป็นรายอุตสาหกรรม

พบว่ากลุ่มตัวอย่างของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ จะมีการกระจายตัวของข้อมูลส่วนมากอยู่ที่กลุ่มอุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มากที่สุด (ดูภาคผนวก ก ตาราง ผ.2)

ทั้งนี้งานวิจัยนี้ยังทำการศึกษาโดยแบ่งข้อมูลออกเป็น 3 ช่วงเวลา คือ ปี ค.ศ. 2005 – 2008 ในช่วงระยะเวลานี้มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา 245 ข้อมูล โดยเป็นช่วงระยะเวลาที่มีข้อมูลกลุ่มตัวอย่างมากที่สุด ทั้งนี้เนื่องจากเป็นช่วงระยะเวลาที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในสหรัฐอเมริกาหรือที่เรียกกันว่าวิกฤติแฮมเบอร์เกอร์ ได้ก่อให้เกิดผลกระทบต่อตลาดหุ้นทั่วโลกรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงเป็นช่วงระยะเวลาที่ตลาดได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกประเทศ อีกทั้งปลายปี 2008 ก็ยังมีปัญหาทางการเมืองในประเทศส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ ทำให้ตลาดในช่วงระยะเวลานี้มีความผันผวนมาก

ปี ค.ศ. 2009 – 2011 มีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา 207 ข้อมูล ซึ่งจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีจำนวนข้อมูลอันดับสองรองจากช่วงระยะเวลาปีค.ศ. 2005 – 2008 โดยช่วงระยะเวลานี้มีเงินไหลจากต่างประเทศเข้ามาเพื่อลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นจำนวนมากซึ่งเกิดจากมาตรการผ่อนคลายในเชิงปริมาณทางการเงิน (Quantitative Easing) ซึ่งเป็นนโยบายการแก้ไขปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศสหรัฐอเมริกา อย่างไรก็ตามถึงแม้ว่าจะมีแรงซื้อจากต่างประเทศเข้ามามากแต่ช่วงระยะเวลานี้เป็นช่วงที่มีความวุ่นวายทางการเมืองในประเทศอย่างมาก ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ นั้นมีความผันผวนมาก จึงเป็นผลให้เกิดกลุ่มตัวอย่างอยู่ในอันดับที่สองแม้ว่าจะเป็นช่วงระยะเวลาหลังจากที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจไปแล้วก็ตาม

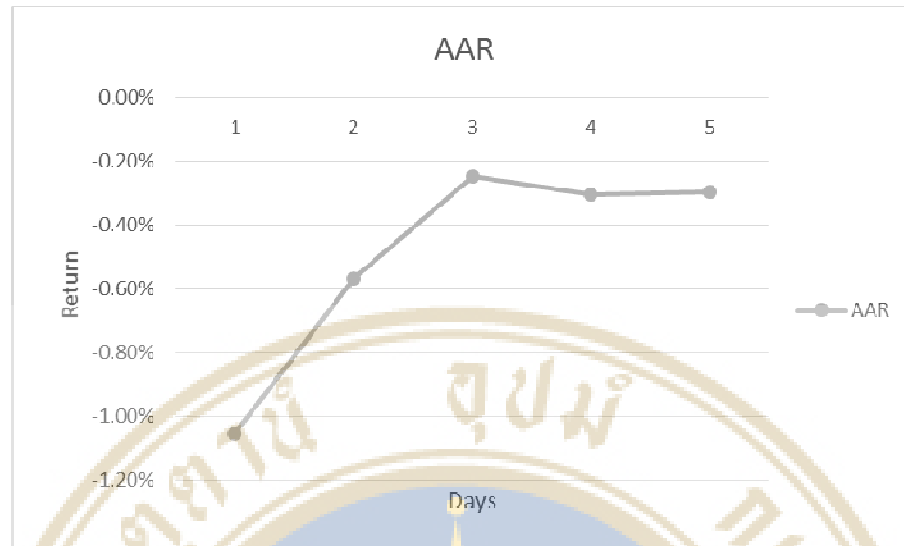
ปี ค.ศ. 2012 – 2014 มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นจำนวนที่น้อยที่สุดเพียง 95 ข้อมูล เนื่องจากในช่วงระยะเวลานี้เป็นช่วงที่เหตุการณ์บ้านเมืองในประเทศสงบลงในช่วงปี ค.ศ. 2012 – 2013 อีกทั้งเงินลงทุนของต่างชาติก็ยังไหลเข้าตลาดเอเชียรวมถึงตลาดหลักทรัพย์ฯ ด้วยทำให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ ในช่วงนี้มีความผันผวนที่น้อยเมื่อเทียบกับความผันผวนในอดีต และถึงแม้ว่าจะมีความวุ่นวายทางการเมืองตั้งแต่ปลายปี 2013 ถึง 2014 และมีการปฏิวัติเกิดขึ้นในช่วงเดือนพฤษภาคม 2014 แต่ความผันผวนของตลาดในช่วงระยะเวลานี้ก็ไม่ได้มีมากเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่จะมีอัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้นมากกว่า 10% มีจำนวนน้อยเมื่อเทียบกับช่วงระยะเวลาอื่นๆ (ดูภาคผนวก ก ตาราง ผ.3)

บทที่ 4

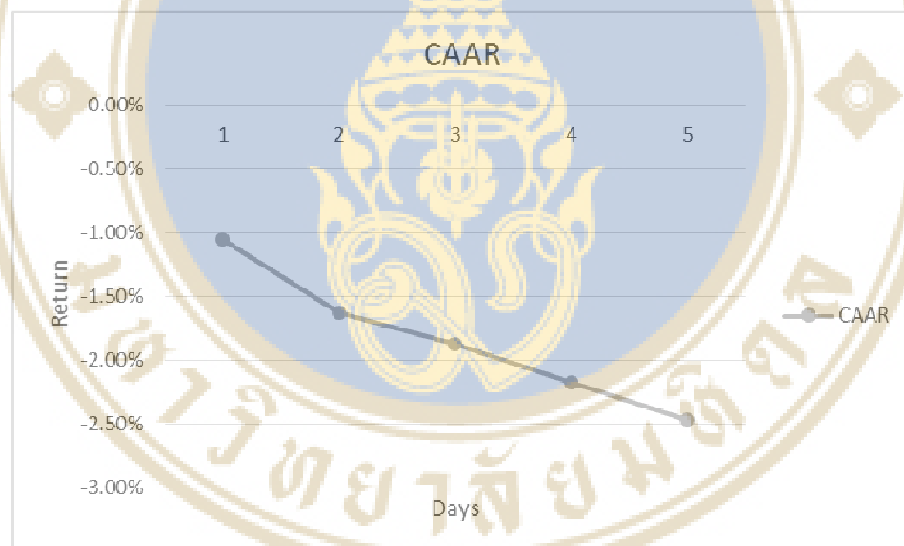
ผลการวิจัย

4.1 ผลการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากการตอบสนองเกินจริง

จากภาพที่ 4.1 และภาพที่ 4.2 แสดงการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในแต่ละวันตั้งแต่วันที่ 0 ถึงวันที่ 5 และการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยตั้งแต่วันที่ 0 ถึงวันที่ 5 ของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ โดยอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในวันที่ 1,2,3,4 และ 5 มีค่าเท่ากับ -1.05%, -0.57%, -0.25%, -0.30% และ -0.30% ตามลำดับ และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย 1 วัน 2 วัน 3 วัน 4 วัน และ 5 วันมีค่าเท่ากับ -1.05%, -1.62%, -1.87%, -2.17% และ -2.47% ตามลำดับ จะเห็นได้ว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยมีค่าเป็นลบและมีการลดลงมากที่สุดในวันที่ 1 โดยอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในวันต่อๆมาจะมีการลดลงที่น้อยลงเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันก่อนหน้า ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยถึงแม้ว่ามีขนาดการลดลงที่มากขึ้นแต่ก็มากขึ้นในอัตราที่ลดลง นอกจากนี้เมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยจะพบว่าการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้าม แสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะมีลักษณะการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนกลับไปยังราคาที่เหมาะสม (reversal)



ภาพที่ 4.1 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยหลังจากเกิดเหตุการณ์ของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ



ภาพที่ 4.2 อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยหลังจากเกิดเหตุการณ์ของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ

การทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติทั้งแบบรายวันและสะสมที่เกิดจากการตอบสนองต่อข่าวสารมากเกินไปจริง จะใช้วิธีการ one-sample t-test ในการทดสอบ ผลการทดสอบที่ได้เป็นดังนี้

จากตารางที่ 4.1 และตารางที่ 4.2 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (average abnormal return) มีอัตราผลตอบแทนเป็นลบทั้ง 5 วัน สำหรับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย (average cumulative abnormal return) หลังจากวันเหตุการณ์มีอัตราผลตอบแทนเป็นลบทั้ง 5 วัน

ผลการทดสอบทางสถิติของข้อมูลโดยรวมพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะนั้นได้รับผลกระทบจากการตอบสนองมากเกินไปจริงอย่างมีนัยสำคัญที่อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในวันที่ 1,2,3,4 และ 5 ที่ -1.05%, -0.57%, -0.25%, -0.30% และ -0.30% ในระดับความเชื่อมั่น 99%, 99%, 90%, 95% และ 95% ตามลำดับ และมีนัยสำคัญที่อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย 1 วัน 2 วัน 3 วัน 4 วัน และ 5 วันที่ -1.05%, -1.62%, -1.87%, -2.17% และ -2.47% ในระดับความเชื่อมั่น 99% ทั้ง 5 วัน

เมื่อพิจารณาข้อมูลตามช่วงเวลาจะเห็นได้ว่าในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในช่วงเวลาปี ค.ศ. 2005 -2008 และปี ค.ศ. 2009 – 2011 จะมีผลอย่างมีนัยสำคัญเหมือนกับการทดสอบโดยรวม แต่สำหรับปี ค.ศ. 2012 – 2014 ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย

จากผลการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในแต่ละช่วงเวลาจะเห็นได้ว่าในปี ค.ศ. 2012 -2014 นั้นจะเป็นช่วงเวลาที่ผลการทดสอบมีผลออกมาโดยไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้เมื่อทำการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของทั้งกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะในช่วงระยะเวลาดังกล่าว แม้จะมีผลอย่างมีนัยสำคัญเป็นบางวันแต่ก็ถือว่ามีผลน้อยกว่าในช่วงระยะเวลาอื่นๆ อย่างไรก็ตามเมื่อผลการทดสอบโดยรวมและแบ่งข้อมูลพิจารณาในแต่ละช่วงเวลาแล้วนั้น อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยก็ยังคงมีผลทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าตลาดมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไปจริงยกเว้นช่วงปี ค.ศ. 2012 -2014 เท่านั้น

ตารางที่ 4.1 ผลการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยด้วย one sample t-test

		AAR ₁		AAR ₂		AAR ₃		AAR ₄		AAR ₅						
		Mean	P-Value	Mean	P-Value	Mean	P-Value	Mean	P-Value	Mean	P-Value					
Winner																
2005-2014	n = 547	-1.05%	***	0.0000	-0.57%	***	0.0005	-0.25%	*	0.0761	-0.30%	**	0.0295	-0.30%	**	0.0425
2005-2008	n = 245	-1.02%	***	0.0004	-0.57%	**	0.0201	-0.26%		0.2005	-0.40%	*	0.0559	-0.05%		0.7851
2009-2011	n = 207	-1.23%	***	0.0000	-0.64%	**	0.0143	-0.20%		0.4133	-0.11%		0.6149	-0.56%	**	0.0416
2012-2014	n = 95	-0.75%		0.1512	-0.40%		0.3074	-0.32%		0.2921	-0.46%		0.1697	-0.36%		0.2954
Loser																
2005-2014	n = 425	0.83%	***	0.0003	1.17%	***	0.0000	0.28%		0.1411	0.13%		0.4238	0.23%		0.1797
2005-2008	n = 260	0.73%	**	0.0222	1.42%	***	0.0000	0.38%		0.1464	0.17%		0.3904	0.36%		0.1011
2009-2011	n = 105	1.00%	**	0.0155	1.06%	**	0.0376	0.20%		0.5838	0.12%		0.7300	0.03%		0.9252
2012-2014	n = 60	1.01%	**	0.0716	0.28%		0.4917	0.02%		0.9684	-0.05%		0.9041	-0.02%		0.9648

* means statistically significant at 0.1

** means statistically significant at 0.05

*** means statistically significant at 0.01

ตารางที่ 4.2 ผลการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยด้วย one sample t-test

		CAAR ₁		CAAR ₂		CAAR ₃		CAAR ₄		CAAR ₅						
		Mean	P-Value	Mean	P-Value	Mean	P-Value	Mean	P-Value	Mean	P-Value					
Winner																
2005-2014	n = 547	-1.05%	***	0.0000	-1.62%	***	0.0000	-1.87%	***	0.0000	-2.17%	***	0.0000	-2.47%	***	0.0000
2005-2008	n = 245	-1.02%	***	0.0004	-1.58%	***	0.0000	-1.84%	***	0.0000	-2.25%	***	0.0000	-2.30%	***	0.0000
2009-2011	n = 207	-1.23%	***	0.0000	-1.88%	***	0.0000	-2.08%	***	0.0000	-2.19%	***	0.0000	-2.75%	***	0.0000
2012-2014	n = 95	-0.75%		0.1512	-1.16%	**	0.0850	-1.47%	**	0.0393	-1.93%	**	0.0122	-2.29%	***	0.0068
Loser																
2005-2014	n = 425	0.83%	***	0.0003	2.00%	***	0.0000	2.29%	***	0.0000	2.41%	***	0.0000	2.64%	***	0.0000
2005-2008	n = 260	0.73%	**	0.0222	2.15%	***	0.0000	2.53%	***	0.0000	2.70%	***	0.0000	3.07%	***	0.0000
2009-2011	n = 105	1.00%	**	0.0155	2.05%	***	0.0023	2.25%	***	0.0028	2.37%	***	0.0039	2.40%	**	0.0126
2012-2014	n = 60	1.01%	*	0.0716	1.28%	**	0.0727	1.30%		0.1059	1.25%		0.1584	1.23%		0.1723

* means statistically significant at 0.1

** means statistically significant at 0.05

*** means statistically significant at 0.01

4.2 อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมหลังหักต้นทุนทางธุรกรรม

ตารางที่ 4.3 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยหลังหักต้นทุนธุรกรรมของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ โดยให้ต้นทุนธุรกรรมอยู่ที่ 0.50% ซึ่งถ้านักลงทุนต้องการที่จะลงทุนด้วยกลยุทธ์สวนตลาด (Contrarian Strategy) ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะนักลงทุนจะต้องทำการขายชอร์ต (Short sell) หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะในวันที่เกิดเหตุการณ์และซื้อกลับหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ จะเห็นได้ว่าเมื่อหักต้นทุนธุรกรรมออกไปแล้วโดยมีระยะเวลาในการถือครองหลักทรัพย์ตั้งแต่ 1 วัน ถึง 5 วัน การลงทุนแบบกลยุทธ์สวนตลาด (Contrarian Strategy) ก็ยังให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติหลังหักต้นทุนธุรกรรมอยู่ที่ 0.55%, 1.12%, 1.37%, 1.67% และ 1.97% ตามลำดับ

ตารางที่ 4.3 อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมหลังหักต้นทุนธุรกรรมของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ

จำนวนวันที่ลงทุน (วัน)	อัตราผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยต่อวัน (%)	ต้นทุนธุรกรรม (%)	อัตราผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยหลังหักต้นทุนธุรกรรม (%)
1	1.05	0.50	0.55
2	1.62	0.50	1.12
3	1.87	0.50	1.37
4	2.17	0.50	1.67
5	2.47	0.50	1.97

จากผลการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติหลังหักต้นทุนธุรกรรมในกลุ่ม
หลักทรัพย์ผู้ชนะดังกล่าวข้างต้น จะเห็นได้ว่าการลงทุนแบบกลยุทธ์สวนทางตลาด (Contrarian
Strategy) สามารถทำให้นักลงทุนสามารถที่จะได้รับอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้ จึงสามารถสรุป
ได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพในระดับอ่อน (Weak Form
Efficiency)



บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินจริงของราคาหลักทรัพย์ระยะสั้นในตลาดหลักทรัพย์ฯ

จากผลการทดสอบที่ได้ ทำให้ทางกลุ่มวิจัยสามารถสรุปผลได้ว่าผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ มีการตอบสนองมากเกินจริงในระยะสั้นทั้งกลุ่มหลักทรัพย์ที่เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ (Winner) และ กลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ (Loser) ซึ่งผลการทดสอบดังกล่าวมีผลทดสอบที่สอดคล้องกับบทวิจัยของ Lobe and Rieks (2011) ที่การตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินจริงในระยะสั้นที่ใช้ข้อมูลรายวันในการทดสอบจะพบได้ทั้งในกรณีของกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะและกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้ โดยกลุ่มหลักทรัพย์ผู้แพ้จะให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะแสดงให้เห็นว่านักลงทุนจะมีการตอบสนองมากเกินจริงเมื่อตลาดมีแนวโน้มที่เป็นขาลงมากกว่าตลาดที่มีแนวโน้มจะเป็นขาขึ้นเนื่องจากนักลงทุนนั้นให้ความสำคัญกับผลขาดทุนถ้าราคาหลักทรัพย์ลดลงมากกว่าผลกำไรถ้าราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยหลังหักต้นทุนทางธุรกรรมในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะแล้วนั้น พบว่านักลงทุนสามารถที่จะทำกำไรเกินปกติจากการลงทุนตามกลยุทธ์สวนทางตลาด (Contrarian Strategy) โดยถ้าลงทุนและถือสถานะทางการลงทุน 5 วันจะได้อัตราผลตอบแทนเกินปกติหลังหักต้นทุนทางธุรกรรมเท่ากับ 1.97% ในกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะ จึงทำให้สรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการตอบสนองมากเกินจริง

ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในครั้งต่อไป

เนื่องจากงานศึกษานี้ใช้ข้อมูลหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกในดัชนี SET100 ทำให้การหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่คำนวณจากดัชนีผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์หักด้วยดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาด สามารถใช้ข้อมูลย้อนหลังได้ถึงแค่ปี 2005 ซึ่งเป็นปีที่มีการตั้งดัชนี SET100 ทำให้การทดสอบมีช่วงระยะเวลาที่น้อยลงจากข้อจำกัดของค่าดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาด

สำหรับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมหลังหักต้นทุนธุรกรรมที่นักลงทุนสามารถจะทำกำไรจากกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy) นั้น ทางกลุ่มวิจัยได้ทำการแสดงค่าเฉลี่ยเท่านั้น ซึ่งถ้านักลงทุนต้องการลงทุนในกลยุทธ์ดังกล่าวควรที่จะทำการ Back Test กับข้อมูลในอดีตให้เห็นอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นอย่างชัดเจนต่อไป



บรรณานุกรม

- Ahmad, Z., & Hussain, S. (2001). KLSE Long Run Overreaction and the Chinese New Year Effect. *Journal of Business and Accounting*, 28(1), 63-105.
- Atkins, A. B., & Dyl, E. A. (1990). Price Reversals, Bid-Ask Spreads, and Market Efficiency. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 25(4), 535-547.
- BANZ, R. W. (1981). The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks *Journal of Financial Economics*, 9, 3-18.
- Baytas, A., & Cakici, N. (1999). Do markets overreact: International evidence *Journal of Banking & Finance*, 23, 1121-1144.
- Bremer, M., & Sweeney, R. J. (1991). The Reversal of Large Stock-Price Decreases. *Journal of Finance*, 46(2), 747-754.
- Chan, K. C. (1988). On the Contrarian Investment Strategy. *Journal of Business*, 61(2), 147-1643.
- Conrad, J., & Kaul, G. (1993). Long-Term Market Overreaction or Biases in Computed Returns? *Journal of Finance*, 48(1), 39-63.
- Cox, D. R., & Peterson, D. R. (1994). Stock Returns following Large One-Day Declines: Evidence on Short-Term Reversals and Longer-Term Performance. *Journal of Finance*, 49(1), 255-267.
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance*, 40(3), 793-805.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Return. *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. [Article]. *Journal of Finance*, 48(1), 65-91.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292.

- Lobe, S., & Rieks, J. (2011). Short-term market overreaction on the Frankfurt stock exchange. *Economic and Finance*, 51, 113-123.
- Mun, J. C., Vasconcellos, G. M., & Kish, R. (1999). Tests of the Contrarian Investment Strategy Evidence from the French and German stock markets *International Review of Financial Analysis* 8(3), 215-234.
- Otchere, I., & Chan, J. (2003). Short-Term Overreaction in the Hong Kong Stock Market: Can a Contrarian Trading Strategy Beat the Market? *Journal of Behavioral Finance* 4(3), 157-171.
- Piromsopa, V. (2007). The Test of Trend Reversal Under Short-term Perspective: Evidence over Thailand Stock Market. MIF Independent Study, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University, Bangkok.
- Schiereck, D., DeBondt, W., & Weber, M. (1999). Contrarian and Momentum Strategies in Germany. *Financial Analysts Journal*, 55, 104-116.
- SiriAmornsook, V. (2010). Market overreaction and liquidity. MIF Independent Study, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammsat University, Bangkok.
- Udomrungruang, S. (2006). Firm Size, Stock Return Seasonality and Stock Market Overreaction (Evidence From Thailand) MIF Independent Study, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammsat University, Bangkok.
- Zarowin, P. (1989). Does the Stock Market Overreact to Corporate Earnings Information. *Journal of Finance*, 44(5), 1385 - 1399.
- ศุติ พิเชฐสกุล (2553). ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการตอบสนองมากเกินไปจริงหรือไม่เมื่อวัดอัตราผลตอบแทนเกินปกติโดยใช้ CAPM. สารนิพนธ์ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.



ภาคผนวก ก
รายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทดสอบตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 -2557

ตาราง ผ.1 รายชื่อหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกดัชนี SET100 ที่ประกาศโดยตลาดหลักทรัพย์ฯ เมื่อวันที่ 16 มิถุนายน 2557

ชื่อย่อ หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม
PTT	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
PTTEP	บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
SCB	ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
KBANK	ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
SCC	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด(มหาชน)	วัสดุก่อสร้าง
CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
BBL	ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
KTB	ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
BAY	ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
PTTGC	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)	ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์
BGH	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด(มหาชน)	การแพทย์
TRUE	บริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)	อาหารและเครื่องดื่ม

ชื่อย่อ หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม
INTUCH	บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยีสารสนเทศและ การสื่อสาร
CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
BIGC	บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	อาหารและเครื่องดื่ม
TMB	ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
GLOW	บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
IVL	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)	ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์
LH	บริษัท แลนด์แอนด์เฮาส์ จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
TOP	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
BLA	บริษัท กรุงเทพประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)	ประกันภัยและประกันชีวิต
BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)	การแพทย์
SCCC	บริษัท ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน)	วัสดุก่อสร้าง
BEC	บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)	สื่อและสิ่งพิมพ์
EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
BANPU	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
TUF	บริษัท ไทยยูเนี่ยน โฟรเซ่น โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)	อาหารและเครื่องดื่ม
PS	บริษัท พุกกะยา เรียดเอสเตท จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
DELTA	บริษัท เดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
BJC	บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
ROBINS	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
M	บริษัท เอ็มเค เรสโตรองต์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	อาหารและเครื่องดื่ม

ชื่อย่อ หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม
CENTEL	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซ่า จำกัด (มหาชน)	การท่องเที่ยวและสินค้า การ
TTW	บริษัท น้ำประปาไทย จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
JAS	บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยีสารสนเทศและ การสื่อสาร
BCP	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
CK	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
BLAND	บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
SPALI	บริษัท สุภาลัย จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
VGI	บริษัท วีจี ไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)	สื่อและสิ่งพิมพ์
GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
THCOM	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยีสารสนเทศและ การสื่อสาร
TCAP	บริษัท ทูชนชาติ จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
HEMRAJ	บริษัท เหมราชพัฒนาที่ดิน จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
QH	บริษัท ควอลิตี้เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
STEC	บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด(มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
WHA	บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
KKP	ธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
THAI	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
BMCL	บริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
TISCO	บริษัท ทีสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร
LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
TPIPL	บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)	วัสดุก่อสร้าง
STPI	บริษัท เอสทีพี แอนด์ ไอ จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
BECL	บริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
TTA	บริษัท โทรีเซนไทย เอเยนต์ชีส์ จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์

ชื่อย่อ หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม
PSL	บริษัท พีริเชียส ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
SAMART	บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยีสารสนเทศและ การสื่อสาร
ITD	บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวลล็อปเมนต์ จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
SPCG	บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
DCC	บริษัท ไดนาสตีเซรามิก จำกัด (มหาชน)	วัสดุก่อสร้าง
BCH	บริษัท บางกอก เซน ฮอสปิทอล จำกัด (มหาชน)	การแพทย์
AAV	บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
KCE	บริษัท เคซีอี อีเลคโทรนิคส์ จำกัด (มหาชน)	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
AP	บริษัท เอพี (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
GFPT	บริษัท จีเอฟพีที จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเกษตร
ESSO	บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
UV	บริษัท ยูนิ เวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
SIRI	บริษัท แสตนลิริ จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
MAJOR	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	สื่อและสิ่งพิมพ์
TICON	บริษัท ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
AMATA	บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
TTCL	บริษัท โตโย-ไทย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
STA	บริษัท ศรีตรังแอโกรอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจการเกษตร
MCOT	บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน)	สื่อและสิ่งพิมพ์
EARTH	บริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
MEGA	บริษัท เมก้า ไลฟ์ไชนเอนซ์ จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
KTC	บริษัท บัตรกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	เงินทุนและหลักทรัพย์
GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค
MC	บริษัท แม็คกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
THRE	บริษัท ไทยรับประกันภัยต่อ จำกัด (มหาชน)	ประกันภัยและประกันชีวิต
BJCHI	บริษัท บีเจซี เฮฟวี อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	บริการรับเหมาก่อสร้าง

ชื่อย่อ หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม
ERW	บริษัท ดี เอร่าวิ้น กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	การท่องเที่ยวและสันทนาการ
SRICHA	บริษัท ศรีราชาคอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
THREL	บริษัท ไทยรีประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)	ประกันภัยและประกันชีวิต
NOK	บริษัท สายการบินบินนกแอร์ จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
NYT	บริษัท นามยง เทอร์มินัล จำกัด (มหาชน)	ขนส่งและโลจิสติกส์
SVI	บริษัท เอสวีไอ จำกัด (มหาชน)	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
LOXLEY	บริษัท ล็อกซ์เลย์ จำกัด (มหาชน)	พาณิชย์
TASCO	บริษัท ทีปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)	วัสดุก่อสร้าง
RS	บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน)	สื่อและสิ่งพิมพ์

ตาราง ผ.2 แสดงจำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่มีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนเกินกว่า +10%

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวน ข้อมูล	สัดส่วนข้อมูลตัวอย่าง (%)
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	169	30.90%
พลังงานและสาธารณูปโภค	69	12.61%
เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	62	11.33%
พาณิชย์	53	9.69%
ขนส่งและโลจิสติกส์	52	9.51%
วัสดุก่อสร้าง	25	4.57%
ธนาคาร	23	4.20%
สื่อและสิ่งพิมพ์	23	4.20%
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	19	3.47%
อาหารและเครื่องดื่ม	11	2.01%
การท่องเที่ยวและสันทนาการ	11	2.01%
ธุรกิจการเกษตร	9	1.65%
เงินทุนและหลักทรัพย์	7	1.28%

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวน ข้อมูล	สัดส่วนข้อมูลตัวอย่าง (%)
ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	6	1.10%
ประกันภัยและประกันชีวิต	4	0.73%
การแพทย์	3	0.55%
บริการรับเหมาก่อสร้าง	1	0.18%
รวม	547	100.00%

ตาราง ผ.3 ตารางแสดงจำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มหลักทรัพย์ผู้ชนะแยกตามช่วงระยะเวลา

ช่วงเวลา (ค.ศ.)	จำนวน บริษัท	สัดส่วนข้อมูลตัวอย่าง (%)
2005-2008	245	44.79%
2009-2011	207	37.84%
2012-2014	95	17.37%
รวม	547	100.00%