

ความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์ที่เข้าออกจากดัชนีราคา SET50
และ SET100 กับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบัน



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์ที่เข้าออกจาดัชนีราคา SET50 และ SET100
กับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบัน

ได้รับการพิจารณาให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน

วันที่ 3 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558



นาย ไท้ม พัฒนภูมิไท
ผู้วิจัย

ปิยภัทร ชาระวานิช

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทโรลิกา

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

รองศาสตราจารย์อรรณพ ต้นละมัย, Ph.D.,

Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

เอกภัทร มานิตขจรกิจ

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์ที่เข้าออกจากดัชนีราคา SET50 และ SET100 กับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบันสำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จากรองศาสตราจารย์ ดร.ชาติรี จันทร โคลิกา, ดร.ปิยภัทร ธาระวานิช และดร.เอกภัทร มานิตขจรกิจ ซึ่งได้สละเวลาให้คำปรึกษา คำแนะนำ ตลอดจนข้อคิดเห็นต่างๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อสารนิพนธ์ฉบับนี้

ผู้จัดทำขอกราบขอบพระคุณเจ้าหน้าที่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ช่วยให้คำแนะนำ และชี้แจงการค้นคว้าข้อมูลเพิ่มเติม รวมทั้งสละเวลาให้คำปรึกษาและช่วยเหลือเรื่องการจัดเตรียมข้อมูลสำหรับผลการศึกษา

สุดท้ายนี้ทางผู้วิจัยขอขอบพระคุณคุณพ่อ คุณแม่ และครอบครัวที่ให้กำลังใจและให้การสนับสนุนมาโดยตลอด รวมทั้งพี่และเพื่อนในรุ่นทุกท่าน ที่ได้ให้ความช่วยเหลือซึ่งกันและกันจนงานศึกษาชิ้นนี้สำเร็จไปได้ด้วยดี หากงานศึกษาฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใดต้องขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

ไพรัช พัฒนภูมิไท

ความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์ที่เข้าออกจากดัชนีราคา SET50 และ SET100 กับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบัน

RELATIONSHIP BETWEEN STOCK INCLUSION OR EXCLUSION FROM THE SET50 AND SET100 INDEX WITH TRADE IMBALANCE OF LOCAL INSTITUTION INVESTORS

ไพรัช พัฒนภูมิไทย 5550417

กจ.ม. (การเงิน)

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: รศ.ดร. ชาศรี จันทระโคติกา, Ph.D., ดร.ปิยภัทร ชาระวานิช, Ph.D., ดร.เอกภัทร มานิตขจรกิจ, Ph.D.

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์ที่เข้าออกจากดัชนีราคา SET50 และ SET100 กับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ รวมทั้งวิเคราะห์รูปแบบพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบัน เพื่อเป็นแนวทางในการสร้างสัญญาณการซื้อขาย ช่วยในการตัดสินใจด้านการลงทุน เพื่อเพิ่มผลกำไรจากการลงทุนและได้รับผลตอบแทนสูงสุดในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งประกอบด้วย ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ วันที่ประกาศให้สาธารณะรับทราบ ต่อนักลงทุนสถาบัน โดยใช้ข้อมูลจากดัชนี SET50 ระหว่างปี ค.ศ.2000-2012 เป็นระยะเวลา 12 ปีและใช้ข้อมูลจากดัชนี SET100 ระหว่างปี ค.ศ.2005-2012 เป็นระยะเวลา 7 ปี แบ่งเป็นรายชื่อหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET50 จำนวน 107 หลักทรัพย์ และรายชื่อหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET100 จำนวน 141 หลักทรัพย์

จากผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ของกระแสการลงทุนสุทธิของของนักลงทุนสถาบัน มีความสัมพันธ์กับหลักทรัพย์ที่เข้าดัชนีราคา SET50 โดยพฤติกรรมนักลงทุนสถาบันมีกระแสการลงทุนสุทธิในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 สามารถพยากรณ์ได้สูงถึงร้อยละ 14.32 และมีความสัมพันธ์กับหลักทรัพย์ที่ออกจากดัชนีราคา SET100 โดยพฤติกรรมนักลงทุนสถาบันมีกระแสการลงทุนสุทธิในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 สามารถพยากรณ์ได้สูงถึงร้อยละ 16.96

คำสำคัญ: กระแสการลงทุนสุทธิ/ การเข้าออกจากดัชนี/ นักลงทุนสถาบัน

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ณ
สารบัญรูปภาพ	ช
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	5
1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	5
บทที่ 2 ทฤษฎี แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
2.1 ดัชนีราคา SET50 และSET100	6
2.2 นักลงทุนแต่ละประเภท	10
2.3 ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ	10
2.4 Information Signaling	11
2.5 Price Pressure	12
2.6 Imperfect Substitute หรือ Long-Run Downward-Sloping Demand Curve	12
2.7 Momentum Strategy	12
2.8 Contrarian Strategy	13
2.9 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	13
2.10 ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษา	16
บทที่ 3 วิธีดำเนินงานวิจัย	27
3.1 ช่วงระยะเวลาการศึกษา	27
3.2 การทดสอบข้อสมมติฐาน	27
3.3 แบบจำลองทดสอบข้อสมมติฐาน	28

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 4 ผลการศึกษา	31
4.1 การศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์	31
4.2 การศึกษา Volume Turnover	37
4.3 การศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน	39
4.4 การศึกษาความสัมพันธ์แบบถดถอยพหุคูณ	43
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	46
5.1 สรุปผลการศึกษา	46
5.2 ข้อจำกัดของการศึกษา	47
5.3 ข้อเสนอแนะของการศึกษาในอนาคต	48
บรรณานุกรม	49
ประวัติผู้วิจัย	51

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
2.1	การศึกษาในอดีตของประเทศต่างๆ	15
2.2	จำนวนตัวอย่างของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ที่นำมาใช้ในการศึกษา	17
2.3	จำนวนตัวอย่างของหลักทรัพย์ในดัชนี SET100 ที่นำมาใช้ในการศึกษา	21
4.1	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติกรณีถูกถอดออกจากดัชนี SET50	32
4.2	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ กรณีถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50	32
4.3	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ กรณีถูกถอดออกจากดัชนี SET100	35
4.4	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ กรณีถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET100	36
4.5	Trade Imbalance ของนักลงทุนสถาบัน กรณีถูกถอดออกจากดัชนี SET50	39
4.6	Trade Imbalance ของนักลงทุนสถาบัน กรณีถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50	40
4.7	Trade Imbalance ของนักลงทุนสถาบัน กรณีถูกถอดออกจากดัชนี SET100	41
4.8	Trade Imbalance ของนักลงทุนสถาบัน กรณีถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET100	42
4.9	ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ	43

สารบัญรูปภาพ

ภาพ	หน้า
1.1 มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET), SET50 และ SET100 ในเดือนมกราคม 2558	2
1.2 สัดส่วนมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET), SET50 และ SET100 ในเดือนมกราคม 2558	2
1.3 สัดส่วนปริมาณมูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละกลุ่ม	3
1.4 สัดส่วนปริมาณการซื้อขายตามช่วงเวลาของนักลงทุนแต่ละกลุ่ม	3
2.1 หลักเกณฑ์การคัดเลือกหลักทรัพย์ใน SET 50 และ SET 100	9
4.1 ช่วงวันประกาศ กรณีถูกถอดออกจากดัชนี SET50	33
4.2 ช่วงวันประกาศ กรณีถูกนำมาคำนวณดัชนี SET50	33
4.3 ช่วงวันที่มีผลจริง กรณีถูกถอดออกจากดัชนี SET50	34
4.4 ช่วงวันที่มีผลจริง กรณีถูกนำมาคำนวณดัชนี SET50	35
4.5 กรณีหลักทรัพย์ถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50	37
4.6 กรณีหลักทรัพย์ถูกถอดออกจากดัชนี SET50	37
4.7 กรณีหลักทรัพย์ถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET100	38
4.8 กรณีหลักทรัพย์ถูกถอดออกจากดัชนี SET100	38
4.9 Trade Imbalance ของนักลงทุนสถาบันในดัชนี SET50	40
4.10 Trade Imbalance ของนักลงทุนสถาบันในดัชนี SET100	42

บทที่ 1

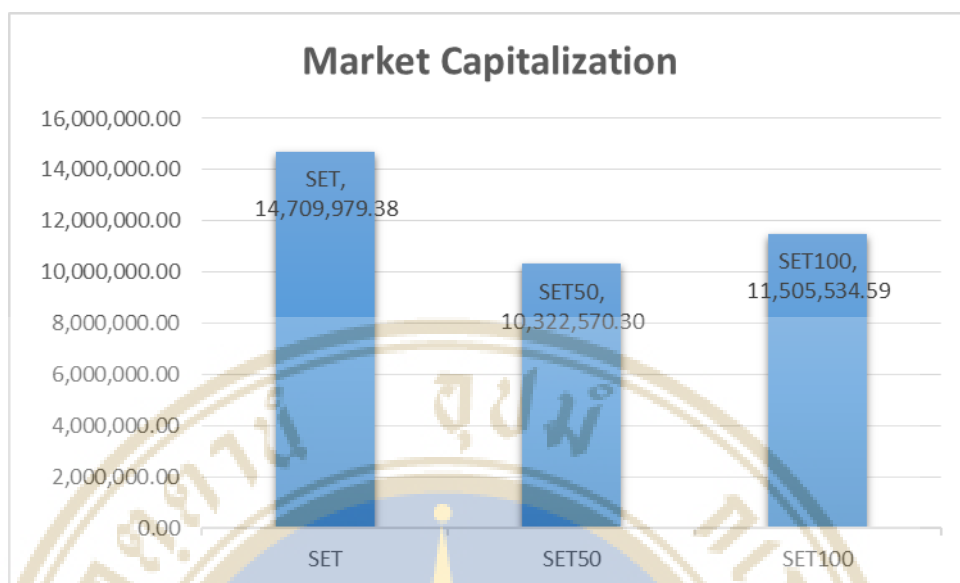
บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand – SET) เป็นตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย จัดตั้งขึ้นโดยพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 อยู่ภายใต้การกำกับดูแลโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เปิดทำการซื้อขายขึ้นอย่างเป็นทางการครั้งแรกในวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 มีบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนทั้งหมด 16 บริษัท ตลาดทำหน้าที่เป็นตลาดรองเพื่อแลกเปลี่ยนซื้อขายตราสารทุน ของบริษัทต่างๆ ที่ขึ้นทะเบียนไว้ และเพื่อให้สามารถระดมเงินทุนเพิ่มเติมจากสาธารณะได้โดยสะดวก ปัจจุบันการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งปัจจุบันมีบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนทั้งหมดมากกว่า 300 บริษัท

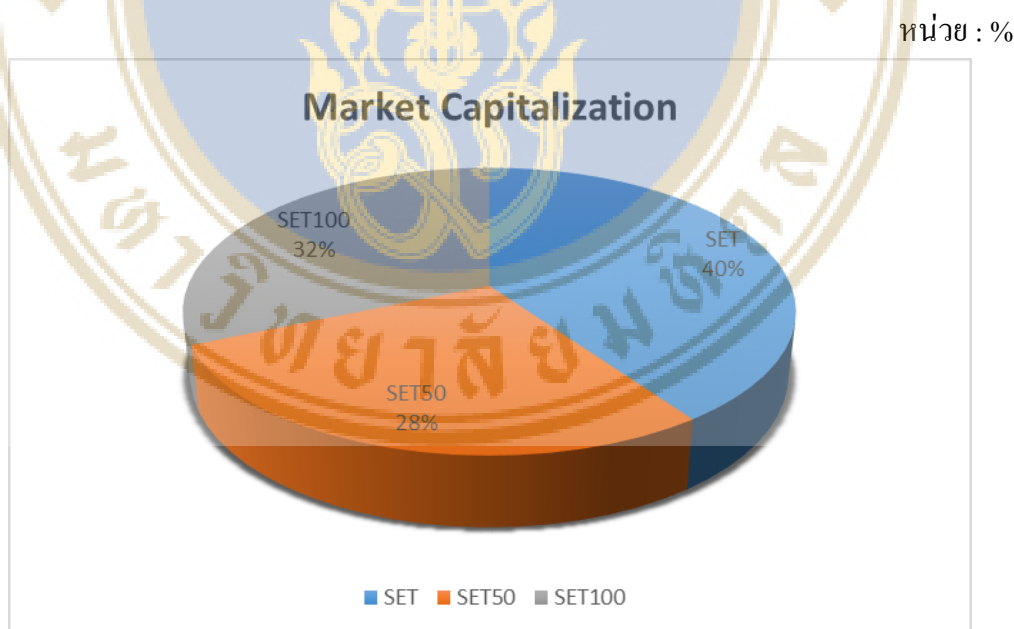
เพื่อส่งเสริมการออกตราสารอนุพันธ์และเป็นเครื่องมือวัดสถานะตลาดสำหรับกองทุนรวมต่างๆ ตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงได้มีการจัดลำดับหุ้นสามัญที่มีมูลค่าทางการตลาดและมีการซื้อขายที่มีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ โดยเรียกว่า “ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET 50” โดยมีการประกาศใช้เมื่อวันที่ 16 สิงหาคม พ.ศ. 2538 โดยจะมีการเปลี่ยนแปลงรายชื่อทุกๆ 6 เดือน ต่อมาเมื่อปี พ.ศ. 2548 ได้มีการเพิ่มดัชนีตัวใหม่อีกหนึ่งตัวชื่อว่า “ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET100” เพื่อเป็นดัชนีราคาหุ้นที่ใช้แสดงระดับและความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญ 100 ตัวที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูง การซื้อขายมีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ และมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยผ่านเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด ซึ่งจากข้อมูล มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) พบว่า SET50 มีมูลค่ารวม 10,322,570.30 ล้านบาท หรือคิดเป็น 28% ของมูลค่าตามราคาตลาดและ SET100 มีมูลค่ารวมสูงถึง 11,505,534.59 ล้านบาท หรือคิดเป็น 32% ของมูลค่าตามราคาตลาด (ภาพที่ 1-2) โดย SET 50 และ SET 100 ต่างเป็นดัชนีที่ให้ประโยชน์ในการเป็นบรรทัดฐานเพื่อวัดผลตอบแทนและความเสี่ยงในการลงทุน คือนักลงทุนจะใช้เป็นตัวอ้างอิงในการตัดสินใจลงทุนประเภทต่างๆ ด้วย โดยที่รายชื่อบริษัทที่มีจำนวนมากเพื่อให้เอื้อต่อการกระจายการลงทุนไปยังบริษัทขนาดกลาง

หน่วย : ล้านบาท



รูปภาพ 1.1 มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET), SET50 และ SET100 ในเดือนมกราคม 2558

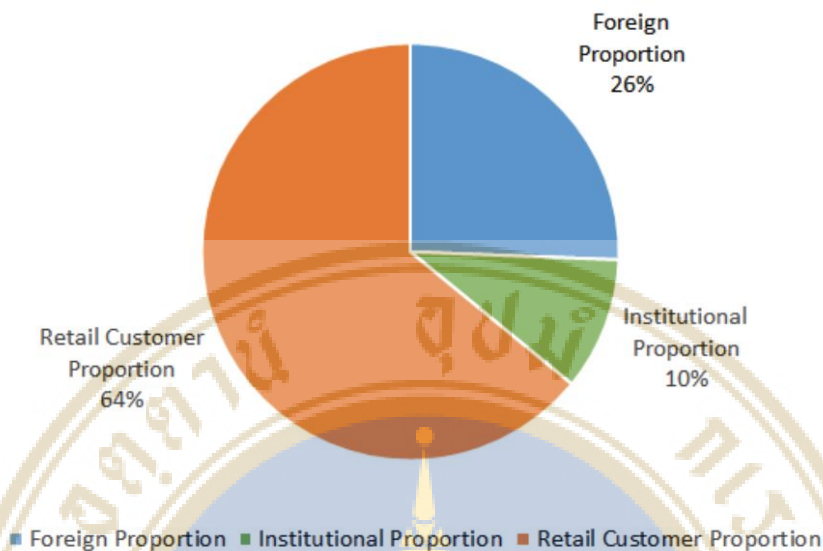
ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



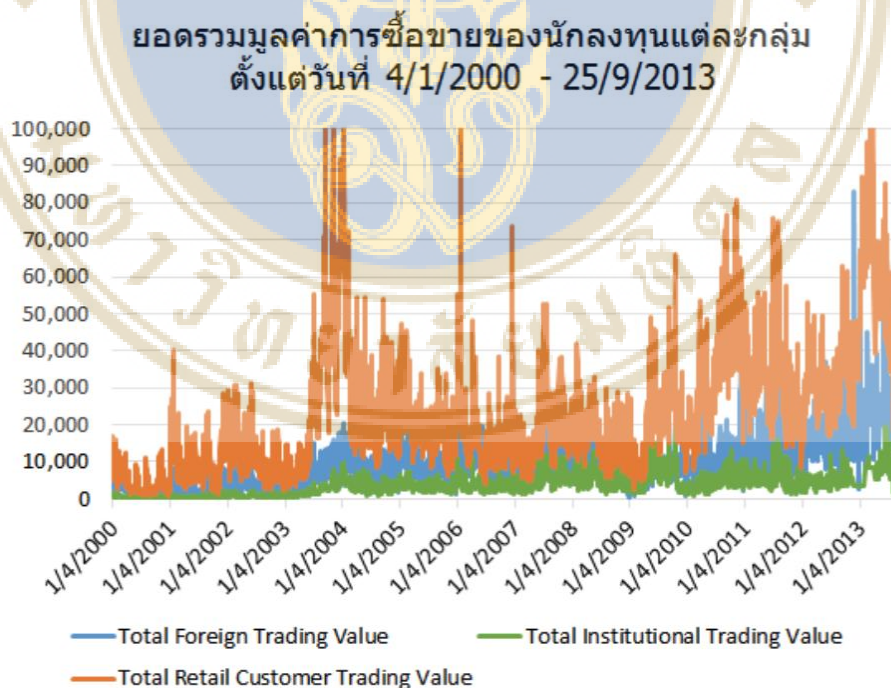
รูปภาพ 1.2 สัดส่วนมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET), SET50 และ SET100 ในเดือนมกราคม 2558

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สัดส่วนปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละกลุ่ม
ยอดสะสมตั้งแต่วันที่ 4/1/2000 - 25/9/2013



รูปภาพ 1.3 สัดส่วนปริมาณมูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละกลุ่ม
ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



รูปภาพ 1.4 สัดส่วนปริมาณการซื้อขายตามช่วงเวลาของนักลงทุนแต่ละกลุ่ม
ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในขณะที่ฝั่งของนักลงทุน ซึ่งเดิมแนวคิดของการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์นั้น มีจุดประสงค์เพื่อเป็นการซื้อขายแลกเปลี่ยนตราสารทุนของบริษัทต่างๆ และสามารถระดมทุนจากสาธารณะได้อย่างสะดวกยิ่งขึ้น โดยผู้ที่สนใจลงทุนนั้นจะทำการเข้าซื้อหุ้นจากบริษัทที่มีแนวโน้มจะประสบความสำเร็จเพื่อผลตอบแทนเป็นมูลค่าหุ้นที่สูงขึ้น หรือการปันผลจากกำไรของบริษัทนั้นๆ ประเภทของนักลงทุนนั้นมีหลากหลายประเภท โดยกลุ่มของนักลงทุนที่ถือเป็นคนส่วนใหญ่ของตลาดหรือมีเม็ดเงินมากที่สุดในตลาดนั้น คือนักลงทุนรายย่อยในประเทศ กลุ่มที่เป็นนักลงทุนที่มีปริมาณการซื้อขายรองลงมา ก็คือกลุ่มนักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนสถาบันรวมถึงกองทุนต่างๆ ในประเทศตามลำดับ รวมทั้งบริษัทขนาดใหญ่ต่างๆ ที่ต้องการซื้อเพื่อเก็งกำไรหรือเพื่อรวบรวมกิจการ และเมื่อมีการพัฒนาการทางการเงินมากขึ้น รวมทั้งยุคโลกาภิวัตน์ที่การติดต่อสื่อสารทั่วโลกสามารถทำได้อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ จึงทำให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถดึงดูดนักลงทุนจากต่างประเทศเข้ามาลงทุน กลายเป็นตลาดที่มีการลงทุนอย่างเสรีและมีประสิทธิภาพขึ้น

เหตุการณ์ที่หุ้นแต่ละตัวที่ถูกปรับเข้าหรือปรับออกจาก SET 50 และ SET 100 นั้นเป็นเหตุการณ์ที่นักลงทุนต้องตระหนัก และใช้ข้อมูลในการตัดสินใจซื้อหรือขายมากกว่าปกติ โดยเฉพาะในวันประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่จะถูกใช้ในการคำนวณดัชนีนั้น กรณีหลักทรัพย์ที่ถูกปรับเข้าในดัชนีจะมีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าปกติ ในขณะที่หลักทรัพย์ที่ถูกปรับออกจากดัชนีจะมีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าปกติและพบว่า ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ถูกปรับเข้าและออกจะเพิ่มสูงขึ้น โดยสมมติฐานที่ใช้อธิบายอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ที่ถูกปรับเข้าหรือออกจากดัชนีก็แตกต่างกันไปในแต่ละงานวิจัย ดังนั้นงานวิจัยนี้ จัดทำขึ้นเพื่อศึกษาเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์ที่เข้าออกจากดัชนีของดัชนีราคา SET50 และ SET100 กับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละประเภท เนื่องจากหลักทรัพย์ทั้งหมดในดัชนี SET50 และ SET100 ต่างเป็นหลักทรัพย์ที่มีความต้องการในการซื้อขายที่สูง การปรับเข้าหรือปรับออกจากดัชนี SET50 และ SET100 จึงมีความสำคัญต่อหลักทรัพย์เหล่านั้น

คำถามในการวิจัยนี้ นอกจากจะมีการศึกษาผลกระทบต่อราคาและปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่มีการปรับเข้า-ออกจากรายชื่อของหลักทรัพย์ที่ใช้คำนวณดัชนี SET50 และ SET100 แล้ว งานวิจัยนี้ยังได้ศึกษาปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อหลักทรัพย์ที่ถูกปรับเข้าหรือออกจากดัชนี SET50 และ SET100 ด้วย โดยศึกษาผ่านผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดจากผลกระทบดังกล่าวงานวิจัยนี้จะมีประโยชน์ต่อวรรณกรรมในการทดสอบว่าสมมติฐานใดที่มีในปัจจุบันสามารถใช้ในการอธิบายพฤติกรรมของนักลงทุนสถาบันที่มีการปรับเข้า-ออกจากรายชื่อ (สมมติฐาน Information Signaling, Momentum Strategy และ Contrarian

Strategy) ได้อย่างสอดคล้องกับผลการศึกษาในระดับภูมิภาค และงานวิจัยนี้ยังศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดทุน (Market Efficiency) จากการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ที่มีการปรับเข้า-ออกจาดัชนีตั้งแต่ช่วงวันประกาศหลักทรัพย์ที่มีการปรับเข้า-ออกไปจนถึงหลังวันที่มีผลจริง ซึ่งทำให้งานวิจัยนี้สามารถศึกษาการทำกำไรแบบไม่มีความเสี่ยง (Arbitrage Profit) จากความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดทุน (Market Inefficiency) งานวิจัยนี้ยังมีประโยชน์ในทางปฏิบัติ โดยทำให้มีความเข้าใจในพฤติกรรมของนักลงทุนสถาบัน

1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์ที่เข้าออกจากดัชนีของดัชนีราคา SET50 Index และ SET100 Index กับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบัน รวมทั้งวิเคราะห์รูปแบบพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบัน เพื่อทราบทิศทางความเคลื่อนไหวและการเปลี่ยนแปลงปริมาณการซื้อขายมาเป็นข้อมูลเบื้องต้นในการพยากรณ์และเป็นแนวทางในการลงทุนต่อไป

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

นักลงทุนสถาบันสามารถทราบทิศทางความเคลื่อนไหวการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขาย และนำรูปแบบที่ได้จากการศึกษาไปเป็นข้อมูลเบื้องต้นในการพยากรณ์ วางแผนกลยุทธ์ และประกอบในการตัดสินใจด้านการลงทุนได้อย่างเหมาะสม

บทที่ 2

ทฤษฎี แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ดัชนีราคา SET50 Index และ SET100 Index

“ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ SET50” (SET50 Index) หมายถึง ดัชนีราคาหุ้นที่ใช้แสดงระดับความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญ 50 ตัวที่มีมูลค่าตลาดสูงและการซื้อขายมีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ โดยสูตรและวิธีการคำนวณเช่นเดียวกับการคำนวณดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้วันที่ 16 สิงหาคม พ.ศ. 2538 เป็นวันฐาน ทั้งนี้จะมีการปรับรายซื้อหุ้นหรือหลักทรัพย์ที่นำมาใช้คำนวณทุก 6 เดือน

อย่างไรก็ตามในปี พ.ศ. 2548 ตลาดหลักทรัพย์ได้มีการเพิ่มดัชนีใหม่อีกหนึ่งดัชนี คือ “ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ SET100” (SET100 Index) หมายถึง หลักทรัพย์ที่มีคุณสมบัติดังนี้ (1) มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเฉลี่ยต่อวันย้อนหลัง 12 เดือนสูงสุด 200 อันดับแรก (2) เป็นหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่น้อยกว่า 6 เดือน (3) มีสัดส่วนมูลค่าการซื้อขายบนกระดานหลักสูงกว่าเมื่อเทียบกับมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อหุ้นของหุ้นสามัญทั้งตลาดในเดือนเดียวกัน นอกจากนี้ยังพิจารณาคุณสมบัติตามเกณฑ์อื่นๆ ประกอบได้แก่ การมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่น้อยกว่าร้อยละ 20 และต้องไม่เป็นที่เข้าข่ายถูกเพิกถอนตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ฯ ในเวลาอันใกล้รวมทั้งไม่อยู่ในระหว่างการห้ามซื้อขายเป็นเวลานานหรือไม่เป็นหลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มที่จะถูกพักการซื้อขายเป็นเวลานานอีกด้วย

2.1.1 ประโยชน์ของ SET50 Index และ SET100 Index

SET50 Index และ SET100 Index ต่างเป็นดัชนีที่ให้ประโยชน์ในการเป็นบรรทัดฐานเพื่อวัดผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุน หรือที่เรียกว่าเป็น Performance Benchmark สำหรับการจัดพอร์ตลงทุนดังเช่นของกองทุนรวม โดยในส่วนของ SET50 Index นั้น ยังมีประโยชน์สำหรับใช้เป็นดัชนีอ้างอิง (Underlying Index) สำหรับตราสารอนุพันธ์ได้อีกด้วย

สำหรับ SET100 Index นั้น เมื่อเทียบกับบริษัทใน SET50 Index แล้ว ยังประกอบด้วยบริษัทที่มีขนาดรองลงมา คือ บริษัทขนาดกลาง ดังนั้น SET100 Index จึงมีประโยชน์เพิ่มเติมในการ

ส่งเสริมการกระจายการลงทุนสู่บริษัทเหล่านี้ ซึ่งจะช่วยลดการกระจุกตัวของการลงทุนในบริษัทขนาดใหญ่ใน SET50 Index และช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับบริษัทขนาดกลางได้ด้วยอีกทางหนึ่ง

2.1.2 การปรับรายการหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์ฯ จะปรับรายชื่อหลักทรัพย์ใน SET50 Index และ SET100 Index ทุก 6 เดือน คือ เดือนมกราคมและเดือนกรกฎาคมของทุกปี โดยจะประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ชุดใหม่ 10 วันทำการก่อนที่จะสิ้นสุดวันที่ใช้รายชื่อชุดเดิม และในรายชื่อที่ประกาศจะประกอบด้วยรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการคำนวณ SET50 Index และ SET100 Index และรายชื่อสำรอง ซึ่งจะถูกนำมาใช้คำนวณในดัชนีก็ต่อเมื่อมีหุ้นสามัญใน SET50 Index และ SET100 Index เฟิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์

2.1.3 วิธีการคำนวณดัชนี (Calculation Methodology)

SET50 Index และ SET100 Index ใช้วิธีการคำนวณดัชนีและการปรับฐานการคำนวณดัชนี เช่นเดียวกับการคำนวณ SET Index กล่าวคือ ใช้การคำนวณแบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization Weight) และมีปรับฐานการคำนวณดัชนีทุกครั้งที่มีการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการคำนวณ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงจำนวนหลักทรัพย์ของหลักทรัพย์ที่เป็นผลมาจากเหตุการณ์ต่างๆ เช่น การเพิ่มทุน การแปลงสภาพหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้เป็นหุ้นสามัญ และใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิเพื่อซื้อหุ้นสามัญของบริษัท เป็นต้น

$$\text{SET50/SET100 Index} = \text{มูลค่าตลาดรวม ณ วันปัจจุบัน (CMV) / มูลค่าตลาดรวม ณ วันฐาน (BMV)} \times 1,000$$

	SET50 Index	SET100 Index
วันฐาน	16 สิงหาคม 2538	30 เมษายน 2548
ค่าดัชนี ณ วันฐาน	1,000 จุด	1,000 จุด

2.1.4 หลักเกณฑ์การคัดเลือกหลักทรัพย์ใน SET50 Index และ SET100 Index

หลักเกณฑ์การคัดเลือกหลักทรัพย์ใน SET50 Index และ SET100 Index นั้น ประกอบด้วย 2 ส่วนด้วยกัน คือ หลักเกณฑ์การคัดเลือกหลักทรัพย์ตามรอบการทบทวนรายชื่อ ซึ่งใช้คัดเลือกหลักทรัพย์ตามรอบการทบทวนรายชื่อหลักทรัพย์ (Periodic Review of Constituent

Companies) ซึ่งดำเนินการทุกครึ่งปี และหลักเกณฑ์การพิจารณาการเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ (Changes to Constituent Companies) ซึ่งใช้ในการพิจารณาเปลี่ยนแปลงรายชื่อระหว่างรอบเท่านั้น

2.1.5 หลักเกณฑ์การคัดเลือกหลักทรัพย์ใน SET50 Index และ SET100 Index ตามรอบทบทวนรายชื่อ (Periodic Review of Constituent Companies)

1) เป็นหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไม่น้อยกว่า 6 เดือน ยกเว้นกรณีของหลักทรัพย์ที่ได้รับการคัดเลือกเข้ามาในการคำนวณดัชนีระหว่างรอบก่อนรอบการพิจารณาทบทวนรายชื่อ

2) อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์มีขนาดใหญ่สูงสุด 200 อันดับแรกจากตลาดหลัก (SET's main market) โดยพิจารณาจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเฉลี่ยต่อวันย้อนหลัง 3 เดือน สูงสุด 200 อันดับแรก ทั้งนี้ ในกรณีของหลักทรัพย์ที่ได้รับการคัดเลือกเข้ามาในการคำนวณดัชนีระหว่างรอบก่อนรอบการทบทวนรายชื่อนั้น หากมีข้อมูลดังกล่าวไม่ถึง 3 เดือน ให้พิจารณามูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเฉลี่ยต่อวันย้อนหลังตั้งแต่วันที่หลักทรัพย์นั้นเข้าจดทะเบียนซื้อขาย

3) เป็นหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนผู้ถือหลักทรัพย์รายย่อย (Free-float) ไม่น้อยกว่า 20%

4) เป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าการซื้อขายสม่ำเสมอ

(1) มีมูลค่าการซื้อขายจากตลาดหลัก (SET's main market) สูงกว่า 50% ของมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อหลักทรัพย์ของหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญทั้งตลาดในเดือนเดียวกัน

(2) มูลค่าการซื้อขายตามข้อ 4.1 ต้องต่อเนื่องเป็นเวลาไม่ต่ำกว่า 9 ใน 12 เดือน (หรือไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 สำหรับหุ้นสามัญที่เข้าซื้อขายน้อยกว่า 12 เดือน แต่ทั้งนี้ต้องไม่น้อยกว่า 6 เดือน) ทั้งนี้ ในกรณีของหลักทรัพย์ที่ได้รับการคัดเลือกเข้ามาในการคำนวณดัชนีระหว่างรอบก่อนรอบการทบทวนรายชื่อนั้น ให้พิจารณามูลค่าการซื้อขายของหลักทรัพย์นั้นเป็นเวลาไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของระยะเวลาที่หลักทรัพย์นั้นเข้าซื้อขาย

5) หากมีหลักทรัพย์ที่ผ่านเกณฑ์การคัดเลือกข้างต้นน้อยกว่า 105 หลักทรัพย์ ให้ดำเนินการตามขั้นตอนตามลำดับต่อไปนี้

(1) ลดอัตราส่วนของมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อหลักทรัพย์จากเดิม 50% ลงครึ่งละ 5% ทั้งนี้ต้องไม่ต่ำกว่า 20%

(2) ลดจำนวนเดือนที่หลักทรัพย์นั้น ต้องผ่านเกณฑ์ด้านมูลค่าการซื้อขาย ลงครึ่งละ 1 เดือน ทั้งนี้ต้องไม่ต่ำกว่า 6 เดือน ยกเว้นกรณีของหลักทรัพย์ที่ได้รับการคัดเลือกเข้ามาในการคำนวณดัชนีระหว่างรอบก่อนรอบการทบทวนรายชื่อ

(3) อนึ่ง เพื่อให้ได้หลักทรัพย์ครบตามจำนวนที่กำหนด ตลาดหลักทรัพย์ฯ อาจพิจารณาปรับลดอัตราส่วนของมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อหลักทรัพย์ลงได้อีกตามสมควร

6) หลักทรัพย์นั้นๆ จะต้องไม่มีเหตุใดเหตุหนึ่งดังต่อไปนี้

(1) เป็นหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์

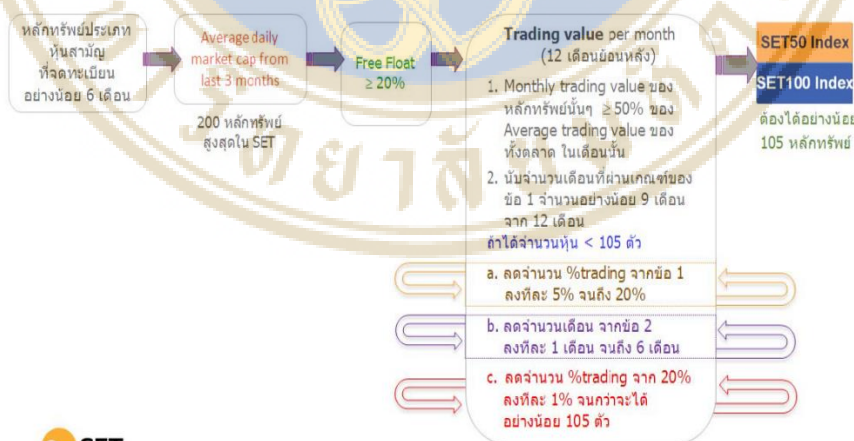
(2) เป็นหลักทรัพย์ที่จะเพิกถอนตัวเองออกในระยะเวลาอันใกล้

(3) อยู่ในระหว่างถูกสั่งพักการซื้อขาย (SP) เป็นระยะเวลานาน

(4) มีแนวโน้มที่จะถูกพักการซื้อขายเป็นระยะเวลานาน (เช่น 3 เดือน เนื่องจากไม่สามารถนำส่งงบการเงินได้ เป็นต้น)

7) นำหลักทรัพย์ที่ผ่านการคัดเลือกมาจัดลำดับตามมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเฉลี่ยโดยหลักทรัพย์ในอันดับที่ 1 - 50 จะใช้ในการคำนวณ SET50 Index (โดยมีอันดับที่ 51 - 55 เป็นรายชื่อสำรอง) และหลักทรัพย์ในอันดับที่ 1 - 100 จะใช้ในการคำนวณ SET100 Index (โดยมีอันดับที่ 101 - 105 เป็นรายชื่อสำรอง)

8) การทบทวนหลักทรัพย์จะกระทำทุก 6 เดือน ในช่วงเดือนมิถุนายน (สำหรับรายชื่อในครั้งหลังของปี) โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ 1 มิถุนายนปีก่อนหน้า ถึง 31 พฤษภาคมของปีที่ทำการคัดเลือก และช่วงเดือนธันวาคม (สำหรับรายชื่อในครั้งแรกของปีถัดไป) โดยจะใช้ข้อมูลตั้งแต่ 1 ธันวาคมปีก่อนหน้า ถึง 30 พฤศจิกายนของปีที่ทำการคัดเลือกดังที่แสดงในภาพที่ 2.1



รูปภาพ 2.1 หลักเกณฑ์การคัดเลือกหลักทรัพย์ใน SET 50 และ SET 100

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.2 นักลงทุนแต่ละประเภท

สำหรับประเภทของนักลงทุนนั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบ่งนักลงทุนออกเป็น 4 ประเภท ได้แก่ นักลงทุนสถาบัน (Local Institutions) หมายถึง ผู้ลงทุนซึ่งเป็นบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ธนาคาร บริษัทเงินทุน บริษัทประกันวินาศภัย บริษัทประกันชีวิต นิติบุคคลประเภทบรรษัท กองทุนส่วนบุคคล กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ ตลอดจนกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ นักลงทุนบัญชีหลักทรัพย์ (Proprietary Trading) หมายถึง ผู้ลงทุนเพื่อบัญชีสมาชิกของบริษัทหลักทรัพย์เพื่อค้าหลักทรัพย์ฯ นักลงทุนต่างประเทศ (Foreign Investors) หมายถึง ผู้ลงทุนซึ่งเป็นคนต่างด้าว และนักลงทุนรายย่อยในประเทศ (Retail Investor/ Local Investors) หมายถึง ผู้ลงทุนอื่นนอกจาก 3 ประเภทข้างต้น

2.3 ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ

ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) หรือ EHM เป็นตลาดแข่งขันสมบูรณ์ ซึ่งเชื่อว่ามูลค่าที่ควรเป็นของหุ้นเท่ากับราคาตลาดเสมอ แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ณ เวลาใดเวลาหนึ่งจะเป็นข้อมูลสะท้อนข่าวสารอย่างสมบูรณ์ หากการตัดสินใจซื้อขายหุ้นของนักลงทุนตั้งอยู่บนพื้นฐานของการคาดคะเนด้วยเหตุผล (Rational Expectations) ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นหรือลดลงอย่างรวดเร็วเมื่อมีข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ เข้ามา ดังนั้นจึงไม่มีใครสามารถทำกำไรเกินปกติได้ ผลกำไรที่นักลงทุนได้รับจะเป็นกำไรในระดับปกติ (Normal Profit) เมื่อตลาดที่มีประสิทธิภาพตามสมมติฐานที่กล่าวก็ตาม แต่ในทางปฏิบัติตลาดเท่านั้น ก็ไม่ได้มีประสิทธิภาพเท่าเทียมกันในทุกตลาด ซึ่งสามารถจำแนกความมีประสิทธิภาพของตลาด จากพฤติกรรมข่าวสารข้อมูลได้เป็น 3 ระดับดังนี้

1) ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพต่ำ (The Weakly Efficient Market) เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ราคามีการเคลื่อนไหวอย่างสุ่ม และมีความยืดหยุ่นต่ำ เนื่องจากลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลด้านราคาได้อย่างเท่าเทียมกัน และข้อมูลด้านราคามีน้อยจึงไม่มีใครเอาเปรียบใคร ได้จากข้อมูลด้านราคา ทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตเป็นไปโดยไม่อาจคาดคะเนได้ราคาหุ้นในปัจจุบันจึงมีการเคลื่อนไหวแบบเชิงสุ่ม

2) ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (Semi-Strong Efficient Market) เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ราคาเป็นตัวสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ต่อสาธารณะชนทั่วไป ราคาคลยภาพเปลี่ยนแปลงไป เมื่ออุปสงค์และอุปทานของหุ้นเปลี่ยนแปลงไปเมื่อได้รับข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ จนกระทั่งเกิดคลยภาพใหม่ เช่น ถ้าบริษัทใดประกาศแตกหุ้น (Splits Par) ข่าวสารเหล่านี้จะมีการ

เผยแพร่ต่อสาธารณชนทั่วไปอย่างรวดเร็ว โดยนักลงทุนจะประเมินมูลค่าของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและราคาหุ้นก็จะปรับตัวทันทีในระหว่างที่มีข้อมูลข่าวสารใหม่นี้ นักวิเคราะห์การลงทุนจะมีการประเมินมูลค่าหุ้นใหม่อยู่ตลอดเวลา ซึ่งการประเมินนี้ถือว่าการประเมินมูลค่าขึ้นพื้นฐาน

3) ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพสูง (The Strongly Efficient Market) จะมีความยืดหยุ่นมากซึ่งตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพในระดับนี้ราคาเป็นตัวแทนข้อมูลข่าวสารใหม่ทุกชนิด ไม่เพียงแต่เป็นข้อมูลที่เผยแพร่ต่อสาธารณชนเท่านั้น แต่ยังรวมถึงข้อมูลที่ไม่เปิดเผยอีกด้วย (Inside Information) หมายความว่า ไม่มีใครมีอำนาจผูกขาดในการใช้ข้อมูลภายใน (Inside) เพื่อสร้างกำไรที่ปกติได้ ถึงแม้ว่าจะมีข้อมูลภายในก็ไม่สามารถนำมาใช้สร้างราคาได้ เพราะทุกคนรู้ข้อมูลภายในอย่างรวดเร็วเหมือนกัน

2.4 Information Signaling

ทฤษฎีนี้สอดคล้องกับทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพโดยในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้น นักลงทุนสามารถหาข้อมูลข่าวสารต่างๆ ได้อย่างสะดวก และไม่มีต้นทุนทางธุรกรรม ดังนั้น ข่าวสารใหม่ เกี่ยวกับบริษัทจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดสามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ แม้ธุรกรรมการซื้อขายขนาดใหญ่ก็ไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น เส้นโค้งอุปสงค์ (Demand Curve) ของหลักทรัพย์มีลักษณะยืดหยุ่นสมบูรณ์และมีรูปร่างเป็นแนวนอน (Horizontal) ดังนั้นภายใต้สมมติฐานนี้ ถ้าการเพิ่มหลักทรัพย์เข้าไปในดัชนีเปรียบเสมือนการส่งสัญญาณที่ดีเกี่ยวกับผลประกอบการของบริษัทในอนาคต เช่นหลักทรัพย์ที่ถูกปรับเข้าอาจถูกมองว่า บริษัทมีรูปแบบการดำเนินงานที่มีคุณภาพสูง ก็กิจการมีความสามารถในการทำกำไรในอนาคต เนื่องจากบริษัทที่ถูกปรับเข้าในดัชนี มักจะต้องมีลักษณะมั่นคงและฐานะการเงินดีนำไปสู่การรับรู้ความเสี่ยงที่น้อยลงของบริษัท และการเพิ่มความมั่นใจในโอกาสทางธุรกิจของบริษัทในอนาคตเป็นต้น หรือการนำหลักทรัพย์ออกจากดัชนีเปรียบเสมือนการส่งสัญญาณที่ไม่ดีเกี่ยวกับผลประกอบการของบริษัทในอนาคต ผลของการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาและปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ถูกปรับเข้าหรือออกจากดัชนีจะเกิดขึ้นในวันที่ประกาศการปรับเข้าออกทันทีเท่านั้นและผลของการเปลี่ยนแปลงจะคงอยู่ถาวร

2.5 Price Pressure

ทฤษฎีนี้กล่าวว่า การเปลี่ยนแปลงรายชื่อของหลักทรัพย์ในดัชนี ไม่ได้เป็นผลมาจากข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ ที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต แต่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์และอุปทานของหลักทรัพย์นั้นๆ การเปลี่ยนแปลงนี้เกิดขึ้นอย่างชั่วคราว จากการเพิ่มการซื้อขายของนักลงทุนที่ลงทุนเลียนแบบดัชนี (Index Tracking Investor) เช่น การเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่ถูกปรับเข้าออกของกองทุนดัชนี (Index Fund) เป็นต้น เนื่องจากกองทุนจะต้องปรับการลงทุนใหม่ ให้ล้อตามหลักทรัพย์ในดัชนีอ้างอิง ก่อให้เกิด Price Pressure ในระยะสั้น โดยหลังจากการประกาศปรับหลักทรัพย์เข้า (ออก) แล้ว ราคาหลักทรัพย์ถูกคาดการณ์ว่าจะสูงขึ้น (ลดลง) ในช่วงที่มีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ระดับของปริมาณการซื้อขายจะเพิ่มสูงขึ้นทั้งการถูกปรับเข้าและการถูกปรับออกของหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามเนื่องจากเป็นอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงเพียงชั่วคราว การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จึงไม่ดำรงอยู่ถาวร ดังนั้นในระยะยาวราคา ณ จุดดุลยภาพ (Equilibrium Price) ของหลักทรัพย์นั้นไม่มีการเปลี่ยนแปลง เพราะจะมีการคืนกลับของราคา (Price Reversion) สู่ระดับเดิมของหลักทรัพย์นั้นๆ

2.6 Imperfect Substitute หรือ Long-Run Downward-Sloping Demand Curve

ทฤษฎีนี้กล่าวว่า เส้นโค้งอุปสงค์ในระยะยาว (Long-Run Demand Curve) สำหรับหลักทรัพย์มีลักษณะไม่ยืดหยุ่น (Inelastic) และมีลักษณะโค้งลง (Downward Sloping) และเชื่อว่าไม่มีหลักทรัพย์ใด สามารถทดแทนหลักทรัพย์อื่นได้อย่างสมบูรณ์ โดยเฉพาะหลักทรัพย์ที่ถูกเพิ่มเข้าไปในดัชนีจะไม่สามารถถูกทดแทนได้ ดังนั้นจะมีอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess Supply) ต่อหลักทรัพย์ที่ถูกปรับเพิ่มเข้าไปในดัชนีของนักลงทุนที่สนใจในดัชนี (Index-Oriented Investors) ทำให้ราคาของหลักทรัพย์นั้นปรับสูงขึ้น ดังนั้นภายใต้สมมติฐาน Imperfect Substitute หลักทรัพย์ที่ถูกปรับเข้าใน (ออกจาก) ดัชนีมีราคาเพิ่มขึ้น (ลดลง) อย่างถาวร

2.7 Momentum Strategy

กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม (Momentum Strategy) เชื่อว่า กลยุทธ์การลงทุนดังกล่าวเป็นการซื้อหลักทรัพย์ที่มีความแข็งแกร่งหรือให้ผลตอบแทนที่สูงในอดีตและขายหลักทรัพย์ที่มีความอ่อนแอหรือให้ผลตอบแทนที่ต่ำในอดีต ตามแนวคิดที่ว่านักลงทุนในตลาดมีพฤติกรรมตอบสนองต่อข้อมูลที่น้อยเกินไป (Underreact to Information) ทำให้เมื่อราคา

หลักทรัพย์มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น นักลงทุนจะตอบสนองต่อข้อมูลที่น้อยเกินไปและทยอยซื้อ
 หลักทรัพย์ทำให้หลักทรัพย์มีระดับราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ในทางตรงกันข้ามเมื่อราคา
 หลักทรัพย์มีแนวโน้มปรับตัวลดลง นักลงทุนจะตอบสนองต่อข้อมูลที่น้อยเกินไปและทยอยขาย
 หลักทรัพย์ทำให้หลักทรัพย์มีระดับราคาที่สูงกว่าที่ควรจะเป็น

2.8 Contrarian Strategy

เป็นกลยุทธ์การลงทุนในลักษณะตรงกันข้ามกับกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม ซึ่ง
 เรียกว่า กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนทาง (Contrarian Strategy) โดยกลยุทธ์ดังกล่าวเป็นการซื้อขาย
 หลักทรัพย์ที่มีความอ่อนแอหรือให้ผลตอบแทนที่ต่ำในอดีตและขายหลักทรัพย์ที่มีความแข็งแกร่ง
 หรือให้ผลตอบแทนที่สูงในอดีต ตามแนวคิดที่ว่า เมื่อราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มปรับตัวลดลง นัก
 ลงทุนจะตอบสนองต่อข้อมูลที่มากเกินไปและขายหลักทรัพย์จนทำให้หลักทรัพย์มีระดับราคาต่ำ
 กว่าที่ควรจะเป็น ในทางตรงกันข้ามเมื่อราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น นักลงทุนจะ
 ตอบสนองต่อข้อมูลที่มากเกินไปและซื้อหลักทรัพย์จนทำให้หลักทรัพย์มีระดับราคาที่สูงกว่าที่ควร
 จะเป็น

2.9 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Kerathithankul (2005) ได้ทำการศึกษาผลกระทบต่อราคาหุ้นจากการเข้าออกจากดัชนี
 SET50 พบว่า อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (AR) ในวันประกาศเข้าดัชนีเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ
 ทางสถิติที่ 0.33% แต่สำหรับการออกจากดัชนี ก็เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นกันที่ 0.37%
 ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Downward Sloping โดยเชื่อว่าไม่มีหลักทรัพย์ใด สามารถทดแทน
 หลักทรัพย์อื่น ได้อย่างสมบูรณ์ โดยเฉพาะหลักทรัพย์ที่ถูกเพิ่มเข้าไปในดัชนีจะไม่สามารถถูก
 ทดแทนได้ นอกจากนี้เมื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการไหลของเงินสุทธิจากต่างประเทศ (Foreign
 Net-Fund-Flow) กับดัชนีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Jumniandumrongkarn (2013) พบว่า
 การไหลของเงินทุนสุทธิจากต่างประเทศกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์
 กันในเชิงบวกและความเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นไปในทิศทาง
 เดียวกันในระยะยาว แม้ว่าอาจเป็นไปในทิศทางที่แตกต่างในเวลาระยะสั้น

Chen, Naronha&Singal (2004) ได้ศึกษาผลกระทบของราคาจากการถูกนำเข้าและตัด
 ออกจากดัชนี S&P 500 พบว่า วันประกาศผล (Announcement Date) ในช่วงระยะเวลาปี 1962-1976

อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Excess Return) ไม่แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญปี 1976-1989 กลับเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ 3.2% ต่อมาในปี 1989-2000 อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (AR) เพิ่มขึ้นมากกว่า 5% ในกรณีการเปลี่ยนแปลงของราคาจากวันประกาศผล (Announcement Date) จนถึงวันเริ่มใช้ข้อมูลจริง (Effective Date) พบว่า ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 1962 ถึงเดือนกันยายน 1989 ไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ จนกระทั่งในเดือนตุลาคม 1989 ถึงเดือนธันวาคม 2000 มีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (AR) เพิ่มขึ้น 5.4-8.9% และในกรณีความยั่งยืนของผลกระทบ พบว่า ปี 1962-1976 อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Excess Return) จากวันประกาศผล (Announcement Date) จนถึง 20 วัน และ 60 วันหลังวันเริ่มใช้ข้อมูลจริง (Effective Date) ต่อจากนี้จะเรียกว่า CAR20 และ CAR60 ไม่มีผลในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ แต่หลังจากปี 1976 CAR60 เพิ่มขึ้น 3.6% และ 6.2% ในปี 1989-2000 จะเห็นได้ว่าผลกระทบของราคาจากการถูกนำเข้าดัชนีไม่มีความสอดคล้องกับสมมติฐาน Price Pressure ซึ่งขัดแย้งกับการศึกษาของ Malahhov and Jager (2012) ได้ทำการศึกษาราคาและผลกระทบปริมาณที่เกี่ยวข้องกับการเข้าออกของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ Euronext N100, AEX, BEL20, CAC40 และ PSI20 พบว่าในช่วงสัปดาห์การซื้อขายล่วงหน้าก่อนที่จะมีการเข้าดัชนีราคาและปริมาณมีแตกต่างกันอย่างมากกับการออกจากดัชนีอย่างไม่มีนัยสำคัญ กรณีการเข้าหรือออกจากดัชนี CAC40 พบว่ามีพฤติกรรมในทางที่ตรงข้ามทั้งวันที่ประกาศและวันที่มีการใช้จริง และดัชนี N100 เป็นดัชนีเดียวที่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญสำหรับหุ้นที่เข้าดัชนี ทำให้การศึกษานี้สนับสนุนสมมติฐาน Price Pressure และสมมติฐาน the Information Signaling และหากดูความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนจากต่างประเทศ, ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหุ้น, อัตราเงินเฟ้อและกำหนดทิศทางของความเป็นเหตุเป็นผลระหว่างการลงทุนต่างประเทศและผลตอบแทนการลงทุนในตลาดหุ้น Anayochukwu (2012) ได้ศึกษาผลกระทบของผลตอบแทนการลงทุนในตลาดหุ้นในการลงทุนต่างประเทศในไนจีเรีย พบว่า การลงทุนจากต่างประเทศมีผลกระทบในเชิงบวกและมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนการลงทุนในตลาดหุ้น ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อมีผลกระทบในเชิงบวกแต่ไม่มีนัยสำคัญเกี่ยวกับผลตอบแทนการลงทุนในตลาดหุ้น ในขณะที่การทดสอบความเป็นเหตุเป็นผล ผลการศึกษาพบว่า มีความเป็นเหตุเป็นผลเป็นไปในทิศทางเดียวกันจากผลตอบแทนการลงทุนในตลาดหุ้นกับการลงทุนจากต่างประเทศ

รูปแบบการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภทที่ได้มีการทำการศึกษาไว้ ได้นำไปสู่ความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนจากดัชนีหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสมพร กิตติโสภาค (2553) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภทกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ พบว่าในระยะสั้นและระยะกลาง มูลค่าการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยประเภทเดียวเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับตัวแปรดัชนีหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย ส่วนในระยะยาวนั้นนักลงทุนประเภทสถาบันและนักลงทุนรายย่อยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ โดยความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละประเภท Jeoplerkyen & Boonvorachote (2013) พบว่า ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนทั้ง 4 ประเภท มีผลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ จึงสะท้อนให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังมีประสิทธิภาพต่ำ (The Weakly Efficient Market) และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในวันก่อนหน้านี้ของนักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อย ยังส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์จึงเกิดความสัมพันธ์ข้ามช่วงเวลาซึ่งสนับสนุนสมมติฐานที่ว่านักลงทุนแต่ละกลุ่มรับรู้ข้อมูลไม่พร้อมกัน (Sequential Arrival of Information Hypothesis) หรือกล่าวได้ว่าอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความอ่อนไหวจากปริมาณข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์จากนักลงทุนแต่ละประเภท (Noise Trading Risks)

ตาราง 2.1 การศึกษาในอดีตของประเทศต่างๆ

งานวิจัย	ปีที่ศึกษา	ผลตอบแทนที่ผิดปกติ (%)	ระยะเวลาที่ศึกษา	ดัชนี/ประเทศ	สมมติฐานที่สนับสนุน
1. Yakov Amihud, Haim Mendelson & Beni Louterbach	1997	5.5 %	1987-1994	Tel Aviv/Israel	-Liquidity
2. Anthony W. Lynch & Richard R. Mendenhall	1997	3.8 %	1990-1995	S&P 500/USA	-Long term downward sloping demand curve -Liquidity
3. Honghui Chen, Gregory Noronha & Vijay Singal	2004	1.17 %	1976-1989	S&P 500/USA	-Price pressure -Long term downward sloping demand curve
4. William B. Elliott & Richard S. Warr	2006	2.5 %	1989-2000	S&P 500/USA	-Price pressure

2.10 ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาทั้งหมด ได้แก่ หลักทรัพย์ที่ถูกปรับเข้าหรือปรับออกจากดัชนี SET 50 และ SET 100 ซึ่งประกอบด้วย ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ วันที่ประกาศให้สาธารณะรับทราบและข้อมูล Intraday การซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละประเภท การศึกษานี้ใช้ข้อมูลจากดัชนี SET50 ระหว่างปีค.ศ.2000-2012 เป็นระยะเวลา 12 ปีและใช้ข้อมูลจากดัชนี SET100 ระหว่างปีค.ศ.2005-2012 เป็นระยะเวลา 7 ปี โดยมีการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่นำมาใช้ในการคำนวณดัชนีทั้งหมด 24 ครั้ง ดังแสดงในตารางที่ 1 และ 2 ทั้งนี้ข้อมูลหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงจะมีการประกาศอย่างเป็นทางการทุกๆ 6 เดือน ได้แก่ เดือนมกราคมและเดือนกรกฎาคมของทุกปี โดยจะประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ชุดใหม่ 10 วันทำการก่อนที่จะสิ้นสุดวันที่ใช้รายชื่อชุดเดิม แหล่งข้อมูลในการศึกษารั้งนี้ ผู้วิจัยใช้ข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งได้มาจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ประกอบด้วย

1) การเข้าออกของดัชนี SET50 และ SET100 ของหลักทรัพย์

ข้อมูลที่ใช้คือ ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ วันที่ประกาศให้สาธารณะรับทราบและข้อมูล intraday ย้อนหลังของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ในช่วงเวลาตั้งแต่ปีค.ศ.2000-2012 เป็นระยะเวลา 12 ปีและของดัชนี SET100 ในช่วงเวลาตั้งแต่ปี ค.ศ.2005-2012 เป็นระยะเวลา 7 ปี

2) ปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน

ข้อมูลที่ใช้คือ ข้อมูลระหว่างวันที่กำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่นักลงทุนสถาบัน (Local Institutions) ซึ่งหมายถึง ผู้ลงทุนซึ่งเป็นบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ธนาคาร บริษัทเงินทุน บริษัทประกันวินาศภัย บริษัทประกันชีวิต นิติบุคคลประเภทบรรษัท กองทุนส่วนบุคคล กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ ตลอดจนกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และข้อมูลซื้อขายรายสัปดาห์ของดัชนี SET 50 ในช่วงเวลาตั้งแต่ปีค.ศ. 2000-2012 และของดัชนี SET100 ในช่วงเวลาตั้งแต่ปีค.ศ. 2005-2012 ดังแสดงในตารางที่ 2.2

ตาราง 2.2 จำนวนตัวอย่างของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ที่นำมาใช้ในการศึกษา

SET50	Additions	Deletions
1H00	BIGC ASL KK B-LAND TYONG	VNT MAKRO LANNA EASTW AA
2H00	CPF SSI VNT MAKRO SPL MBK-PD	NSM ATC CAPE SAFARI SGACL TYONG
1H01	NFC GRAMMY	TPIPL BCP
2H01	TPIPL RATCH EFS KGI TUF PPPC	SSI TASCO TPI NFC S-ONE MBK-PD
1H02	CCET TPI	COCO ITD
2H02	PTT AEONTS GOLD QH	CCET PPPC BLAND EFS
1H03	BT	SUC

ตาราง 2.2 จำนวนตัวอย่างของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ที่นำมาใช้ในการศึกษา (ต่อ)

SET50	Additions	Deletions
1H03	CCET MAJOR TISCO ITD	BIGC MAKRO NPC AEONTS
2H03	SSI MS ATC ITV AP LALIN SIRI AMATA	IFCT TPI TT&T UCOM JASMIN CCET AST CNS
1H04	VNG TT&T	LALIN ASL
2H04	TPC TOC UCOM KEST CK STECON PSL TTA	DTDB UVNT GRAMMY MAJOR TUF SPL GOLD SIRI
1H05	ASP SCIB NPC NSM AOT	CFP BOA AMATA QH DELTA
2H05	CPF	KGI

ตาราง 2.2 จำนวนตัวอย่างของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ที่นำมาใช้ในการศึกษา (ต่อ)

SET50	Additions	Deletions
2H05	TUF TOP CP7-11 MCOT RCL DELTA TPI	VNT MS VNG AP STEC NPC TOC
1H06	PTTCH CPN GLOW MAKRO BGH BH	ASP CK NSM UBC TT&T TPI
2H06	MINT TCAP AMATA CCET	NFS ITV SHIN UCOM
1H07	KSL SSI IRPC	KEST SSI SATTEL
2H07	RRC	TISCO
1H08	PS PTTAR MAJOR	SSI ATC RRC
2H08	DTAC	KK
1H09	TSTH QH	TPIPL AMATA

ตาราง 2.2 จำนวนตัวอย่างของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ที่นำมาใช้ในการศึกษา (ต่อ)

SET50	Additions	Deletions
1H09	ESSO TTW BIGC	MAJOR BECL RCL
2H09	MBK BECL	QH TRUE
1H10	QH BCP TRUE	ITD MBK CCET
2H10	TISCO BLA IVL TPIPL HMPRO	SCIB TPC TSTH MCOT BECL
1H11	STA KK SSI DCC BTS ROBINS	KSL QH BCP PSL TTA HANA
2H11	PTTGC BCP	PTTCH PTTAR
1H12	TPC SPALI BJC	KK SSI TTW
2H12	HEMRAJ INTUCH	TPC STA
รวมจำนวนตัวอย่างที่ใช้ ในการศึกษา	107	107

ตาราง 2.3 จำนวนตัวอย่างของหลักทรัพย์ในดัชนี SET100 ที่นำมาใช้ในการศึกษา

SET100	Additions	Deletions	
2H05	STA	TK	
	OSIHI	NPC	
	SCIB	TOC	
	ACL	TFI	
	ASL	TCP	
	BFIT	Q-CON	
	AREEYA	GOLD	
	AI	KMC	
	LANNA	NOBEL	
	RPC	SCIB	
	TOP	PICNI	
	MCOT	MAJOR	
	1H06	KSL	ASL
		MINT	FNS
SAT		SPL	
YNP		TNITY	
PTL		TRU	
PTTCH		TASCO	
SINGHA		TYCN	
TNX		AREEYA	
CPN		ESTAR	
ROJANA		LALIN	
GLOW		SIRI	
HMPRO		SYNTEC	
MAKRO		RPC	
ROBINS		UBC	
BGH		KEC	

ตาราง 2.3 จำนวนตัวอย่างของหลักทรัพย์ในดัชนี SET100 ที่นำมาใช้ในการศึกษา (ต่อ)

SET100	Additions	Deletions
1H06	CCET	TPI
2H06	GBX PHATRA TCAP IRP INOX METRO SIRI SOLAR PDL MAJOR SAMTEL	OISHI CNS NFS SICCO VNT DCC TNX CSL SHIN UCOM MIDA
1H07	ASL STANLY GSTEEL SSI DDC GOLD PS SCIB BAFS IRPC KH ERAWAN	STA BFIT GBX ZMICO SAT YNP PTL INOX MS SINGHA SSI SOLAR
2H07	STA ZMICO TASCO RRC	BT IRP METRO AI

ตาราง 2.3 จำนวนตัวอย่างของหลักทรัพย์ในดัชนี SET100 ที่นำมาใช้ในการศึกษา (ต่อ)

SET100	Additions	Deletions
2H07	RS FORTH IEC TWZ SUC	LANNA ITV SAMTEL SIM BCP
1H08	TIPCO BLS SAT TSTH MBK METRO NCH	STA SUC ATC VNG GOLD N-PARK SCIB
1H08	NNCL TYONG LANNA PTTAR	BAFS RRC IEC TWZ
2H08	TVO BSEC GJS PTL RICH SAMTEL MJD SCIB BCP BWG DTAC THCOM	TIPCO KTC AH NSM DCC TASCO MBK NCH NNCL PDI KH RS

ตาราง 2.3 จำนวนตัวอย่างของหลักทรัพย์ในดัชนี SET100 ที่นำมาใช้ในการศึกษา (ต่อ)

SET100	Additions	Deletions
1H09	UVAN MILL TYM EMC PF ESSO TTW BIGC KH IEC	BSEC ZMICO TUCC SAMTEL METRO MJD PLE BWG FORTH TT&T
2H09	GFPT SABINA DCC MBK SGP CENTEL TWZ	ASL BLS KGI RICH TYM EMC ERAWAN
1H10	CGS KTC INOX IVL STPI PDI BMCL BTS SVI	GFPT UVAN SABINA PTL SAT MBK TYONG CENTEL IEC
2H10	GFPT STA	ACL SCIB

ตาราง 2.3 จำนวนตัวอย่างของหลักทรัพย์ในดัชนี SET100 ที่นำมาใช้ในการศึกษา (ต่อ)

SET100	Additions	Deletions
2H10	KYE BLA SAT TASCO VNG CENTEL SAMTEL	CGS KTC STANLY INOX TPC PF TWZ
1H11	KKC GLOBAL SMT	SCIB MILL BMCL
2H11	KGI AJ PTL PTTGC MCS SF TTCL	KYE PTTCH ROJNA TICON TSTH PTTAR CCET
1H12	KBS LHBANK TPC SC TICON GUNKUL BJC	KEST KGI KKC GJS VNG PDI RCL

ตาราง 2.3 จำนวนตัวอย่างของหลักสูตรฯในดัชนี SET100 ที่นำมาใช้ในการศึกษา (ต่อ)

SET100	Additions	Deletions
2H12	MALEE KGI KTC PF RML INTUCH	PHATRA TPC MCS SSI PSL SMT
รวมจำนวนตัวอย่าง ที่ใช้ในการศึกษา	141	141

บทที่ 3

วิธีดำเนินงานวิจัย

3.1 การทดสอบสมมติฐาน

เพื่อให้การศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์ที่เข้าออกจากดัชนีราคา SET50 และ SET100 กับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบัน นำไปสู่การบรรลุวัตถุประสงค์ของการศึกษา จึงได้กำหนดสมมติฐานของงานวิจัย ดังนี้

สมมติฐานที่ใช้คือ การทดสอบว่านักลงทุนสถาบัน มีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์กับการเข้าออกจากดัชนีราคา SET50 และ SET100 หรือไม่ โดยทำการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยที่เกิดขึ้นในช่วงระหว่างเกิดเหตุการณ์แล้วจึงทดสอบว่าดังกล่าวแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่

สมมติฐาน คือ นักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับการเข้าออกจากดัชนีราคา SET50 และ SET100

3.2 ช่วงระยะเวลาการศึกษา

การศึกษานี้ใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) การศึกษาดังกล่าวถูกนำเสนอเป็นครั้งแรกโดย Fama (1970) ศึกษาเกี่ยวกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้น โดยการศึกษานี้มีพื้นฐานมาจากทฤษฎีตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (Semi-Strong Efficient Market) ซึ่งต่อมาในงานวิจัยจำนวนมากได้นำเทคนิคนี้มาใช้ โดยมีการศึกษาจำนวนมากที่มุ่งเน้นการศึกษาผลกระทบของข้อมูลข่าวสารใหม่ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนในระยะสั้นในช่วงที่เกิดเหตุการณ์สำหรับในการตรวจสอบการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่ถูกปรับเข้าหรือออกจากดัชนีเหตุการณ์หลักที่เราสนใจคือ วันที่ประกาศว่าหลักทรัพย์ใดจะถูกปรับเข้าหรือออกจากดัชนี (Announcement Date หรือ AD) กับวันที่หลักทรัพย์นั้นถูกปรับเข้าหรือออกจากดัชนีจริง (Effective Date หรือ ED) เพื่อที่จะอธิบายผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนและปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ และเพื่อตรวจสอบสมมติฐานที่เกี่ยวข้องที่ได้กล่าวถึงข้างต้น เราจะศึกษาการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่ถูกปรับเข้าหรือออกจากดัชนีตามช่วงเวลาต่างๆ

- 1) ก่อนประกาศเข้า/ออก 40 วัน ถึง 31 วัน
- 2) ก่อนประกาศเข้า/ออก 30 วัน ถึง 21 วัน
- 3) ก่อนประกาศเข้า/ออก 20 วัน ถึง 11 วัน
- 4) ก่อนประกาศเข้า/ออก 10 วัน ถึง 2 วัน
- 5) ก่อนประกาศเข้า/ออก 1 วัน ถึง หลังวันที่ประกาศ 1 วัน
- 6) หลังประกาศเข้า/ออก 2 วัน ถึง 10 วัน
- 7) ก่อนวันที่มีผลบังคับใช้ 1 วันถึง หลังวันที่มีผลบังคับใช้ 1 วัน
- 8) หลังวันที่มีผลบังคับใช้ 2 วันถึง 10 วัน
- 9) หลังวันที่มีผลบังคับใช้ 11 วันถึง 20 วัน
- 10) หลังวันที่มีผลบังคับใช้ 21 วันถึง 30 วัน

3.3 แบบจำลองทดสอบข้อสมมติฐาน

3.3.1 การคำนวณแบบ ABNORMAL RETURN(AR)

คำนวณหาค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่เกินปกติของแต่ละหลักทรัพย์โดยใช้วิธีการคำนวณหาผลตอบแทนที่เกินปกติแบบ Market Adjusted Return ซึ่งวิธีนี้จะเชื่อว่าผลตอบแทนแบบปกติของหลักทรัพย์จะเท่ากับผลตอบแทนของตลาด ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์จึงเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง หักด้วยผลตอบแทนของตลาด (อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์) และเนื่องจากการศึกษาตามแนวทาง Event Study นี้ ถือว่าเหตุการณ์อื่นที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ได้รวมอยู่ในอัตราผลตอบแทนของตลาดแล้ว ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (AR) ที่เกิดขึ้นจึงเป็นผลกระทบจากเหตุการณ์ที่ศึกษาเท่านั้น ดังนี้

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

โดยกำหนดให้

$AR_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ i , ณ วันที่ t

$R_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ i , ณ วันที่ t

$R_{m,t}$ = อัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ (ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์) i , ณ วันที่ t

3.3.2 การคำนวณแบบ CUMULATIVE ABNORMAL RETURN (CAR)

เนื่องจากเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่งเป็นช่วงเวลา ไม่ใช่วันใดวันหนึ่ง ดังนั้นตัววัดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ควรใช้คือ อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (Cumulative Abnormal Return, CAR) กล่าวคือ ผลรวมของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในแต่ละช่วงเวลา โดยการหาผลรวมของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลาดังสมการต่อไปนี้

$$CAR_{i,t} = \sum AR_{i,t}$$

โดยกำหนดให้

$CAR_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ i ณ ช่วงเวลาที่ t

$AR_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ ช่วงเวลาที่ t

3.3.3 การคำนวณปริมาณการซื้อขายหมุนเวียน (Volume Turnover)

การศึกษานี้ใช้การคำนวณปริมาณการซื้อขายหมุนเวียน (Volume Turnover) ของ Cambell, Grossman และ Wang (1993) ในการหาปริมาณการซื้อขายหมุนเวียน หมายถึง การหาจำนวนหลักทรัพย์ที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูง หรือเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายเปลี่ยนมือมากที่สุด ซึ่งเราสามารถคำนวณปริมาณการซื้อขายหมุนเวียน ได้ดังนี้

$$VT_{i,t} = \text{The total number of shares traded} / \text{The total number of share outstanding}$$

โดยกำหนดให้

$VT_{i,t}$ = ปริมาณการซื้อขายหมุนเวียนของหลักทรัพย์ i ณ สัปดาห์ที่ t

3.3.4 การตรวจสอบพฤติกรรมนักลงทุนสถาบัน

การตรวจสอบพฤติกรรมการซื้อขายและประสิทธิภาพการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน รูปแบบการซื้อขายของกลุ่มนักลงทุนสถาบัน สามารถทดสอบโดยใช้ข้อมูลซื้อขายรายสัปดาห์เพื่อตรวจสอบกระแสเงินลงทุนสุทธิ ซึ่งบ่งบอกถึงกลุ่มนักลงทุนสถาบัน ที่มีการซื้อขายมีผล

ตอบรับเชิงบวกหรือเชิงลบต่อการไหลเวียนของเงินลงทุนสุทธิสำหรับนักลงทุนสถาบัน ณ สัปดาห์ที่ t ขึ้นอยู่กับนักลงทุนสถาบัน เป็นผู้ซื้อหรือผู้ขายสุทธิ ณ สัปดาห์ที่ t โดยสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\text{Trade Imbalance}_t = (\text{Buying Value}_t - \text{Selling Value}_t) / (\text{Buying Value}_t + \text{Selling Value}_t)$$

โดยกำหนดให้

$$\text{Trade Imbalance}_t = \text{กระแสการลงทุนสุทธิของนักลงทุนสถาบัน ณ สัปดาห์ที่ } t$$

3.3.5 การศึกษาความสัมพันธ์แบบจำลองสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression)

การทดสอบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return, CAR) จากการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีการปรับเข้าออกจากดัชนี SET50 และ SET100 ในแต่ละช่วงเวลาระหว่างเกิดเหตุการณ์กับนักลงทุนสถาบัน ในรูปแบบสมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression) ดังนี้

$$\text{CAR}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Trade_imbalancM}_i + \beta_2 \text{Volume_turnover}_i + \varepsilon_i$$

โดยกำหนดให้

$$\text{CAR}_{i,t} = \text{อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ } i \text{ ณ ช่วงเวลาที่ } t$$

$$\text{Trade_imbalancM}_i = \text{กระแสการลงทุนสุทธิของนักลงทุนสถาบัน (Local Institutions)}$$

ต่อหลักทรัพย์ i

$$\text{Volume_turnover}_i = \text{ปริมาณการซื้อขายหมุนเวียนของหลักทรัพย์ } i$$

บทที่ 4

ผลการศึกษา

จากความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์ที่เข้าออกจากดัชนีราคา SET50 และ SET100 กับ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของ นักลงทุนสถาบัน โดยใช้ข้อมูลจากดัชนี SET50 ระหว่างปีค.ศ. 2000-2012 เป็นระยะเวลา 12 ปี และใช้ข้อมูลจากดัชนี SET100 ระหว่างปีค.ศ.2005-2012 เป็น ระยะเวลา 7 ปี แบ่งเป็นรายชื่อหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET50 จำนวน 107 หลักทรัพย์ และรายชื่อ หลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET100 จำนวน 141 หลักทรัพย์ดังนี้

4.1 การศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

การศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในกรณีที่ถูกลดออกจากการคำนวณและ ถูกนำเข้ามาคำนวณของ SET50 และ SET100 ในช่วงก่อน และช่วงหลังที่มีการประกาศรายชื่อ หลักทรัพย์และวันที่มีผลบังคับใช้ โดยทำการทดสอบทางสถิติว่า นักลงทุนสถาบันจะมีพฤติกรรม การซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์กับการเข้าออกจากดัชนีราคา SET50 และ SET100 ในแต่ละ ช่วงเวลาระหว่างเกิดเหตุการณ์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่และในทิศทางใด โดยใช้วิธีการหาอัตรา ผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) ตามขั้นตอนดังนี้

ตาราง 4.1 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติกรณีถูกถอดออกจากดัชนี SET50

	Eventday	signal	N Obs	Mean	t Value	Pr> t
Announcement	-40 to -31	1	51	-1.47%	-1.05	0.297
	-30 to -21	2	51	-1.71%	-1.05	0.3008
	-20 to -11	3	51	-1.77%	-1.36	0.1791
	-10 to -2	4	51	0.41%	0.36	0.7226
	-1 to 1	5	51	-0.04%	-0.05	0.9583
	2 to 10	6	51	-2.86%	-2.9	0.0055**
Effective	-1 to 1	7	51	-0.62%	-0.79	0.4356
	2 to 10	8	51	1.31%	1.17	0.2469
	11 to 20	9	51	-0.84%	-0.94	0.3525
	21 to 30	10	51	-0.81%	-0.85	0.4008

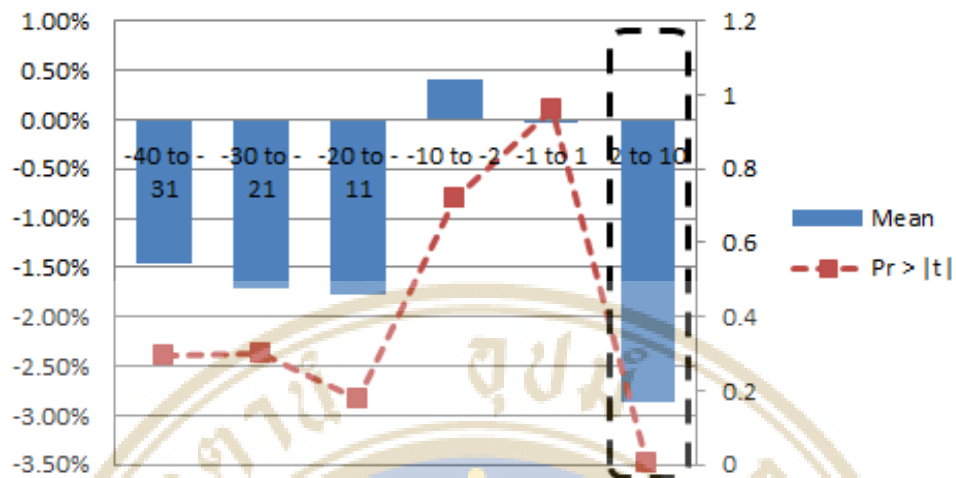
หมายเหตุ * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .10, ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

ตาราง 4.2 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ กรณีถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50

	Eventday	signal	N Obs	Mean	t Value	Pr> t
Announcement	-40 to -31	1	65	-2.20%	-2.48	0.0156*
	-30 to -21	2	65	-1.92%	-1.16	0.2515
	-20 to -11	3	65	1.23%	1.21	0.2318
	-10 to -2	4	65	-0.53%	-0.6	0.5512
	-1 to 1	5	65	1.70%	3.71	0.0004**
	2 to 10	6	65	2.69%	3.27	0.0017**
Effective	-1 to 1	7	66	0.52%	0.77	0.4458
	2 to 10	8	66	-0.71%	-0.82	0.417
	11 to 20	9	66	-0.77%	-0.87	0.3857
	21 to 30	10	66	3.06%	2.19	0.005**

หมายเหตุ * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .10, ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

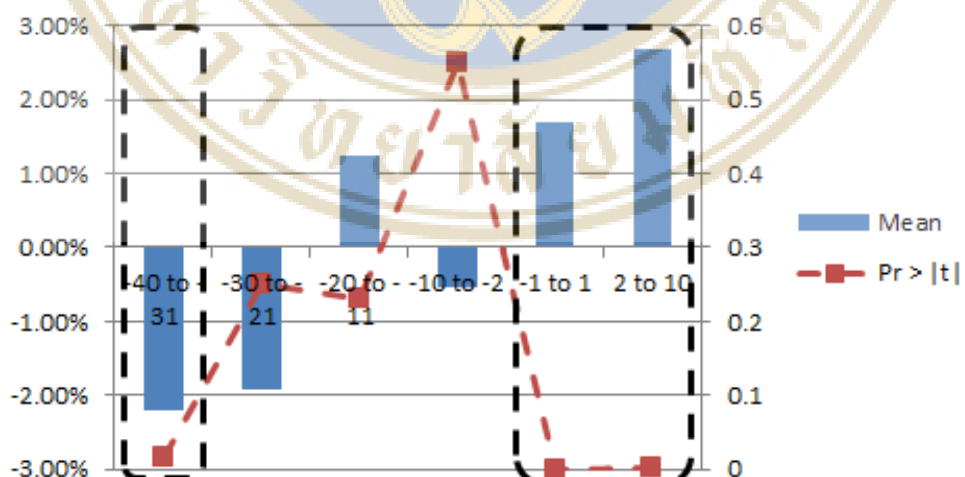
ช่วงวันประกาศ : กรณีถูกลดออกจากดัชนี SET50



รูปภาพ 4.1 ช่วงวันประกาศ กรณีถูกลดออกจากดัชนี SET50

ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ กรณีถูกลดออกจากดัชนี SET50 พบว่า ในช่วง 2 วัน ถึง 10 วันหลังการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ถูกลดออกจากดัชนี SET50 เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในทิศทางลบ = -2.86% โดยมีค่า p-value = 0.0055 แสดงว่ามีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ ระดับ 0.01

ช่วงวันประกาศ : กรณีถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50



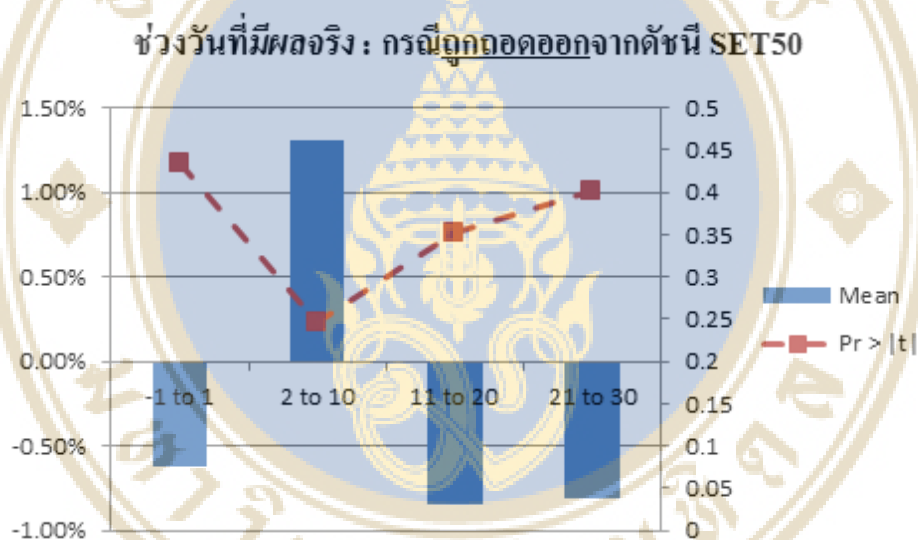
รูปภาพ 4.2 ช่วงวันประกาศ กรณีถูกนำมาคำนวณดัชนี SET50

ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ กรณีถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50 พบว่า

1) ในช่วง 40 วัน ถึง 31 วันก่อนการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50 เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในทิศทางลบ = -2.20% โดยมีค่า p-value = 0.0156 แสดงว่ามีนัยสำคัญทางสถิติที่ ระดับ 0.05

2) ในช่วง 1 วันก่อนการประกาศรายชื่อและ 1 วันหลังจากวันประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50 เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในทิศทางบวก = 1.70% โดยมีค่า p-value = 0.0004 แสดงว่ามีนัยสำคัญทางสถิติที่ ระดับ 0.01

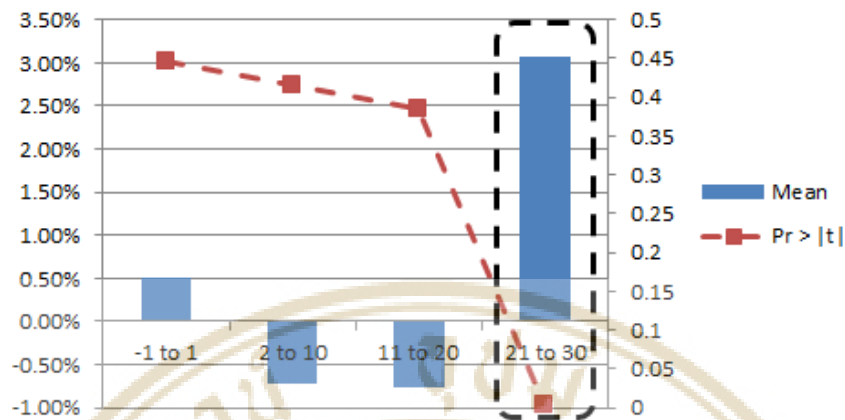
3) ในช่วง 2 วัน ถึง 10 วันหลังการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50 เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในทิศทางบวก = 2.69% โดยมีค่า p-value = 0.0017 แสดงว่ามีนัยสำคัญทางสถิติที่ ระดับ 0.01



รูปภาพ 4.3 ช่วงวันที่มีผลจริง กรณีถูกถอดออกจากดัชนี SET50

ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ กรณีถูกถอดออกจากดัชนี SET50 พบว่า ในแต่ละช่วงวันที่มีผลจริง หลังจากหลักทรัพย์ถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50 ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ ระดับ 0.05

ช่วงวันที่มีผลจริง : กรณีถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50



รูปภาพ 4.4 ช่วงวันที่มีผลจริง กรณีถูกนำมาคำนวณดัชนี SET50

ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ กรณีถูกนำมาคำนวณดัชนี SET50 พบว่า ในช่วง 21 วัน ถึง 30 วันหลังการมีผลบังคับใช้หุ้นที่ถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50 เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในทิศทางบวก = 3.06% โดยมีค่า p-value = 0.005 แสดงว่ามีนัยสำคัญทางสถิติที่ ระดับ 0.01

ตาราง 4.3 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ กรณีถูกถอดออกจากดัชนี SET100

	Eventday	signal	N Obs	Mean	t Value	Pr > t
Announcement	-40 to -31	1	82	1.36%	1.56	0.1233
	-30 to -21	2	82	-0.22%	-0.18	0.8566
	-20 to -11	3	82	-1.71%	-1.39	0.1689
	-10 to -2	4	82	-1.25%	-1.55	0.1255
	-1 to 1	5	82	-0.37%	-0.66	0.5084
Effective	2 to 10	6	82	-0.92%	-1.04	0.2997
	-1 to 1	7	80	0.13%	0.19	0.8506
	2 to 10	8	80	2.00%	1.56	0.1226
	11 to 20	9	80	-0.54%	-0.61	0.545
	21 to 30	10	80	0.32%	0.25	0.8051

หมายเหตุ * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .10, ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

ตารางที่ 4.4 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ กรณีถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET100

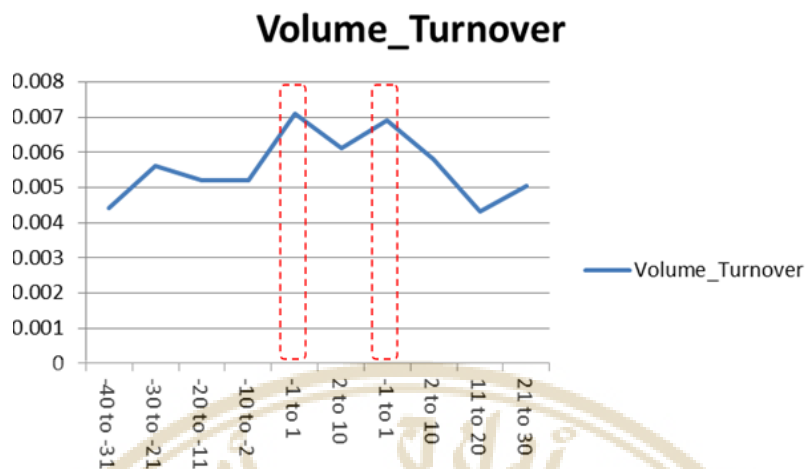
	Eventday	signal	N Obs	Mean	t Value	Pr> t
Announcement	-40 to -31	1	89	0.96%	0.9	0.3713
	-30 to -21	2	89	-1.26%	-0.94	0.348
	-20 to -11	3	89	-0.70%	-0.44	0.6576
	-10 to -2	4	89	-1.52%	-1.26	0.2096
	-1 to 1	5	89	0.19%	0.44	0.6623
	2 to 10	6	89	0.94%	1.27	0.209
Effective	-1 to 1	7	88	-0.38%	-0.71	0.4769
	2 to 10	8	88	0.17%	0.16	0.873
	11 to 20	9	88	-0.24%	-0.26	0.7921
	21 to 30	10	88	0.51%	0.55	0.5843

หมายเหตุ * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .10, ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

ผลการการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติกรณีถูกถอดออกและถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET100 พบว่า ช่วงวันก่อนและช่วงหลังที่มีการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ และวันที่มีผลบังคับใช้หลักทรัพย์ที่ถูกถอดออกและถูกนำเข้ามาคำนวณในดัชนี SET 100 ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

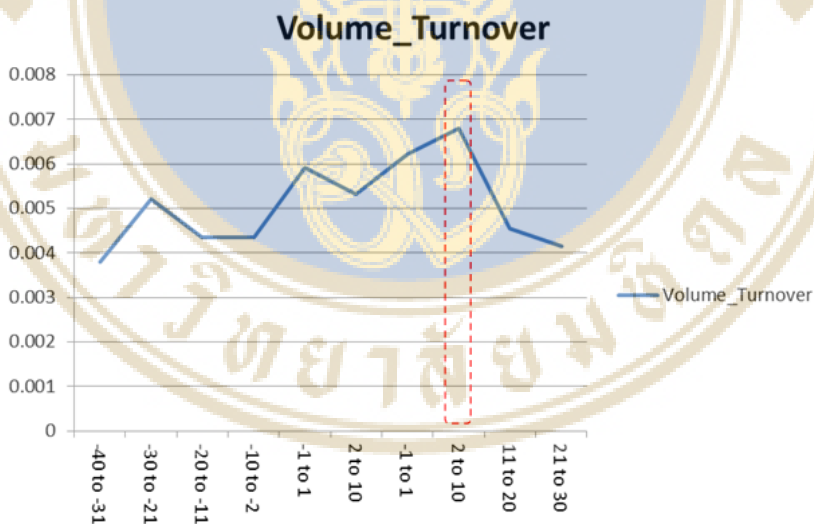
4.2 การศึกษา Volume Turnover

การศึกษา Volume Turnover โดยใช้ค่าเฉลี่ยต่อวันเวลาที่หลักทรัพย์เข้าออกจากดัชนี SET50 และ SET100 สรุปได้ดังนี้



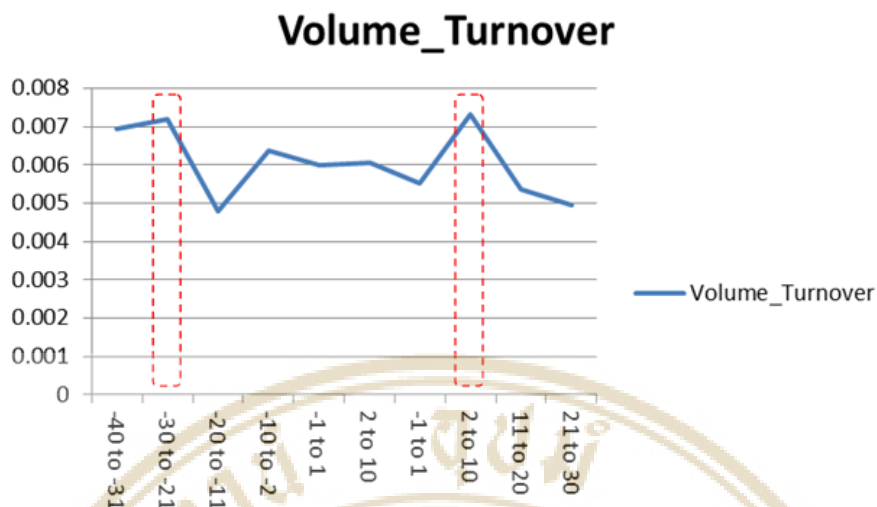
รูปภาพ 4.5 กรณีหลักทรัพย์ถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50

กรณีหลักทรัพย์ถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET 50 ผลการศึกษาพบว่า ช่วงที่มี Volume Turnover มากที่สุด คือ ช่วงก่อนประกาศเข้า 1 วันถึงหลังวันที่ประกาศ 1 วันและช่วงก่อนวันที่มีผลบังคับใช้ 1 วันถึงหลังวันที่มีผลบังคับใช้ 1 วัน



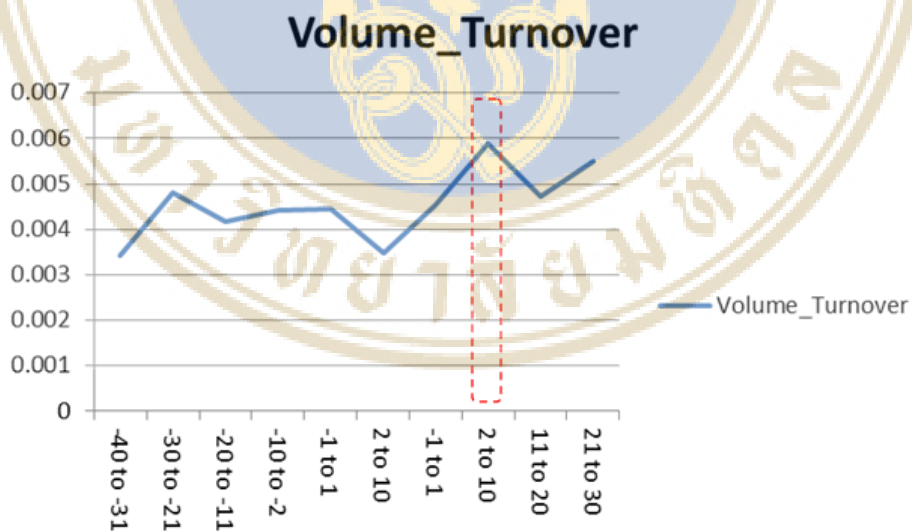
รูปภาพ 4.6 กรณีหลักทรัพย์ถูกออกจากดัชนี SET50

กรณีหลักทรัพย์ถูกออกจากดัชนี SET50 ผลการศึกษาพบว่า ช่วงที่มี Volume Turnover มากที่สุด คือ ช่วงหลังวันที่มีผลบังคับใช้ 2 วันถึง 10 วัน



รูปภาพ 4.7 กรณีหลักทรัพย์ถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET100

กรณีหลักทรัพย์ถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET100 ผลการศึกษาพบว่า ช่วงที่มี Volume Turnover มากที่สุด คือ ช่วงก่อนประกาศเข้า 30 วันถึง 21 วันและช่วงหลังวันที่มีผลบังคับใช้ 2 วันถึง 10 วัน



รูปภาพ 4.8 กรณีหลักทรัพย์ถูกออกจากดัชนี SET100

กรณีหลักทรัพย์ถูกออกจากดัชนี SET100 ผลการศึกษาพบว่า ช่วงที่มี Volume Turnover มากที่สุด คือ ช่วงหลังวันที่มีผลบังคับใช้ 2 วันถึง 10 วัน

4.3 การศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน

เมื่อทราบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของนักลงทุนสถาบัน เราจะทราบถึงภาพรวมของหลักทรัพย์ในดัชนีSET50 และ SET100 ว่ามีแนวโน้มการซื้อขายไปในทิศทางใด ตามแต่ละช่วงเวลา ดังนี้

4.3.1 SET50

ตาราง 4.5 Trade Imbalance ของนักลงทุนสถาบัน กรณีถูกถอดออกจากดัชนี SET50

	Eventday	NObs	Mean	t Value	Pr> t
Announcement	-40 to -31	51	12.8156%	2.23	0.0303**
	-30 to -21	51	10.2877%	1.69	0.0982*
	-20 to -11	51	1.2120%	0.22	0.8288
	-10 to -2	51	13.6000%	-1.9	0.0629
	-1 to 1	51	-32.0942%	-4.5	<.0001***
	2 to 10	51	-35.1567%	-5.43	<.0001***
Effective	-1 to 1	51	-40.0699%	-5.36	<.0001***
	2 to 10	51	-8.8543%	-1.22	0.229
	11 to 20	51	-16.3356%	-2.19	0.0336**
	21 to 30	51	-12.0188%	-1.4	0.1693

หมายเหตุ * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .10,

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05,

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

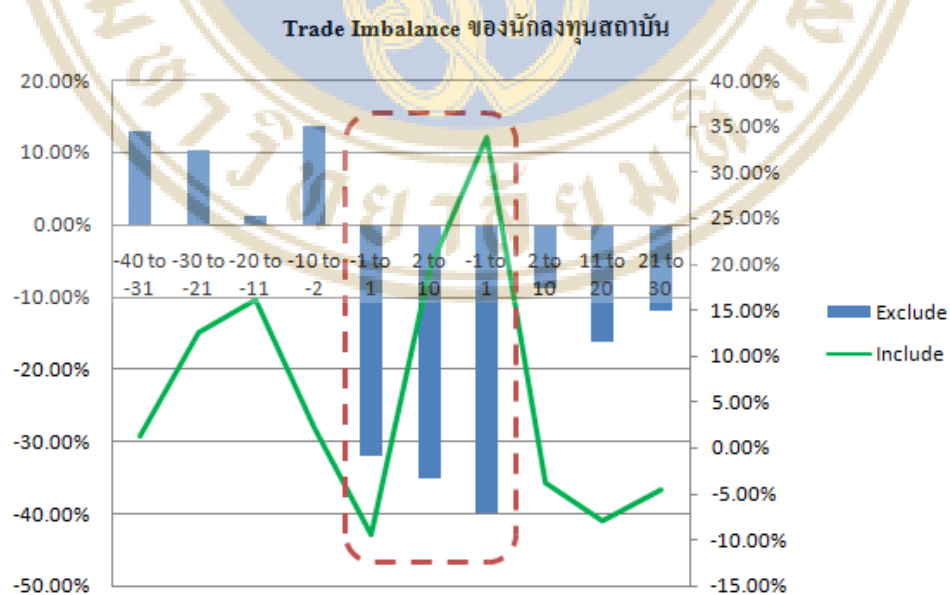
ตาราง 4.6 Trade Imbalance ของนักลงทุนสถาบัน กรณีถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50

	Eventday	NObs	Mean	t Value	Pr> t
Announcement	-40 to -31	65	1.3809%	0.25	0.8042
	-30 to -21	65	12.6674%	2.11	0.0387**
	-20 to -11	65	16.2117%	2.63	0.0109**
	-10 to -2	65	2.3736%	0.38	0.7081
	-1 to 1	65	-9.3476%	-1.25	0.2165
	2 to 10	65	19.5463%	3.32	0.0015***
Effective	-1 to 1	66	33.8369%	5.77	<.0001***
	2 to 10	66	-3.7405%	-0.73	0.4657
	11 to 20	66	-7.8415%	-1.46	0.1504
	21 to 30	66	-4.5331%	-0.94	0.3524

หมายเหตุ * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .10,

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05,

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01



รูปภาพ 4.9 Trade Imbalance ของนักลงทุนสถาบัน ในดัชนี SET50

กราฟข้างต้นแสดง Trade Imbalance ของนักลงทุนสถาบัน ผลการศึกษาพบว่า ในกรณี ถูกถอดออกจากดัชนี SET50 นักลงทุนสถาบันจะทำการขายหลักหลักทรัพย์และทำการซื้อ หลักทรัพย์ในกรณีถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50 โดยทำการซื้อขายมากที่สุดในช่วงระยะหลัง ประกาศเข้า/ออก 2 วันถึง 10 วันและช่วงก่อนวันที่มีผลบังคับใช้ 1 วันถึงหลังวันที่มีผลบังคับใช้ 1 วัน

4.3.2 SET100

ตาราง 4.7 Trade Imbalance ของนักลงทุนสถาบัน กรณีถูกถอดออกจากดัชนี SET100

	Eventday	NObs	Mean	t Value	Pr> t
Announcement	-40 to -31	82	-14.990%	-1.54	0.1311
	-30 to -21	82	-19.592%	-2.05	0.0466**
	-20 to -11	82	6.011%	0.55	0.5823
	-10 to -2	82	-15.206%	-1.52	0.134
	-1 to 1	82	-32.813%	-2.68	0.0114**
	2 to 10	82	-10.824%	-0.98	0.3336
Effective	-1 to 1	80	-23.058%	-1.75	0.0885*
	2 to 10	80	-15.658%	-1.57	0.1222
	11 to 20	80	-22.447%	-2.13	0.0392**
	21 to 30	80	-26.131%	-2.33	0.0241**

หมายเหตุ * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .10,

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05,

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

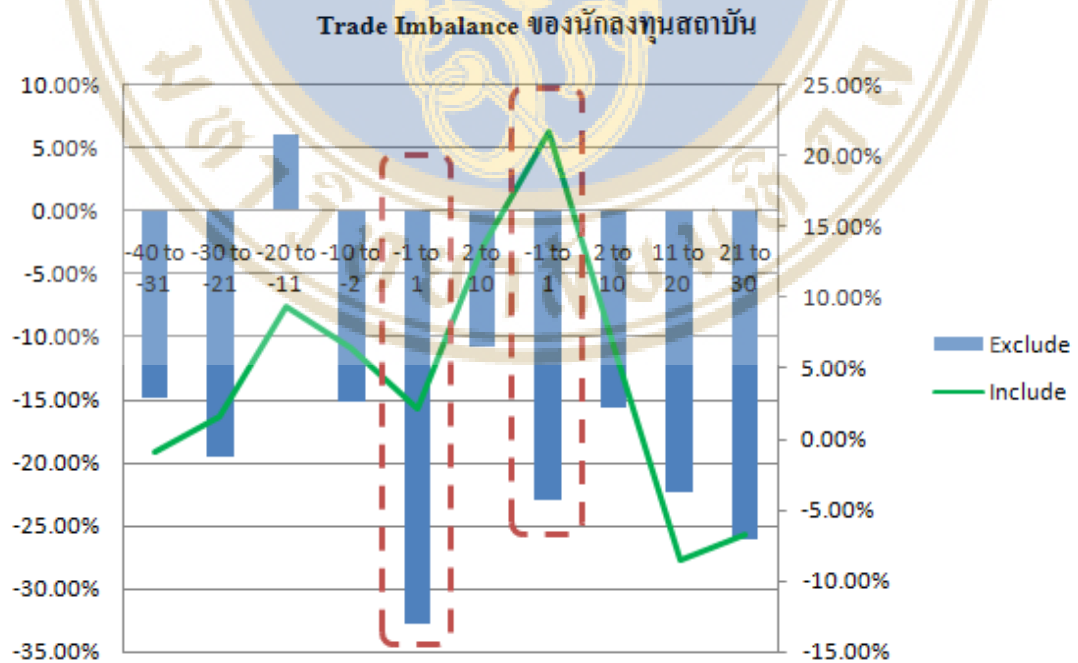
ตาราง 4.8 Trade Imbalance ของนักลงทุนสถาบัน กรณีถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET100

	Eventday	NObs	Mean	t Value	Pr> t
Announcement	-40 to -31	89	-0.974%	-0.12	0.9067
	-30 to -21	89	1.551%	0.19	0.8519
	-20 to -11	89	9.351%	1.18	0.2437
	-10 to -2	89	6.439%	0.89	0.376
	-1 to 1	89	2.132%	0.21	0.8379
	2 to 10	89	13.482%	1.66	0.1009
Effective	-1 to 1	88	21.716%	2.32	0.0241**
	2 to 10	88	6.507%	0.86	0.3906
	11 to 20	88	-8.582%	-1.03	0.3063
	21 to 30	88	-6.813%	-0.93	0.3561

หมายเหตุ * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .10,

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05,

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01



รูปภาพ 4.10 Trade Imbalance ของนักลงทุนสถาบัน ในดัชนี SET100

กราฟข้างต้นแสดง Trade Imbalance ของนักลงทุนสถาบัน ผลการศึกษาพบว่า ในกรณี ถูกถอดออกจากดัชนี SET50 นักลงทุนสถาบันจะทำการขายหลักหลักทรัพย์ โดยขายมากที่สุด ในช่วงก่อนประกาศออก 1 วันถึงหลังวันที่ประกาศ 1 วันและทำการซื้อหลักทรัพย์ในกรณีถูกนำมา คำนวณในดัชนี SET50 โดยซื้อมากที่สุดในช่วงก่อนวันที่มีผลบังคับใช้ 1 วันถึงหลังวันที่มีผลบังคับ ใช้ 1 วัน

4.4 การศึกษาความสัมพันธ์แบบถดถอยพหุคูณ

การศึกษาคำสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) ในการหลักทรัพย์ที่เข้าออกจากดัชนีราคา SET50 และ SET100 กับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบันในแต่ละช่วงเวลาระหว่างเกิดเหตุการณ์

สมมติฐานที่ใช้คือ การศึกษาว่านักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์กับการเข้าออกจากดัชนีราคา SET50 และ SET100 หรือไม่

ตาราง 4.9 ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ

Set 50

Variable	SET50 Include		SET50 Exclude	
	Coefficient	T-test	Coefficient	T-test
Institute Trade Imbalance	0.02241***	3.11	0.01233	1.49
Volume Turnover	1.95977***	4.95	0.9216*	1.7
Adjust R ²	0.1432		0.0836	
F-value	21.23		9.13	
Corrected Total	605		446	

ตาราง 4.9 ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (ต่อ)

Set 100

Variable	SET100 Include		SET100 Exclude	
	Coefficient	T-test	Coefficient	T-test
Institute Trade Imbalance	-0.00586	-1.12	-0.01012*	-1.62
Volume Turnover	-0.61884	-1.44	3.99966***	6.96
Adjust R ²	0.0503		0.1696	
F-value	8.83		15.25	
Corrected Total	739		349	

หมายเหตุ * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .10,

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05,

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

ตัวแปรอิสระประกอบด้วย 2 ตัวแปร คือ Institute Trade Imbalance (ปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน และ Volume Turnover (ปริมาณการซื้อขายหมุนเวียน)

ตัวแปรตาม ได้แก่ SET50 Include คือ กรณีถูกมาคำนวณในดัชนี SET50

SET50 Exclude คือ กรณีถูกถอดออกจากดัชนี SET50

SET100 Include คือ กรณีถูกมาคำนวณในดัชนี SET100

SET100 Exclude คือ กรณีถูกถอดออกจากดัชนี SET100

จากการวิเคราะห์สมการถดถอยดังกล่าว พบว่า ตัวพยากรณ์ที่ดีจากการคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณ คำนวณน้ำหนักความสำคัญของการพยากรณ์ (Coefficient) และสร้างสมการพยากรณ์หลักทรัพย์ที่เข้าออกจากดัชนีราคา SET50 และ SET100 ตามตารางที่ 4.9 เพื่อนำไปสร้างเป็นสมการพยากรณ์ได้ดังนี้

ในกรณีถูกนำเข้ามาคำนวณในดัชนี SET50 พบว่า ปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันมีน้ำหนักความสำคัญของการพยากรณ์ 0.02241 และปริมาณการซื้อขายหมุนเวียนมีน้ำหนักความสำคัญของการพยากรณ์ 1.95977 โดยที่ตัวแปรพยากรณ์ 2 ตัวแปรข้างต้น สามารถร่วมกันพยากรณ์หลักทรัพย์ที่ถูกนำเข้ามาคำนวณในดัชนี SET50 ได้สูงถึง 14.32% สามารถเขียนสมการเพื่อพยากรณ์กรณีถูกมาคำนวณในดัชนี SET50 ได้ดังนี้

$$\text{SET50 Include} = + 0.02241 (\text{Institute Trade Imbalance}) + 1.95977 (\text{Volume Turnover})$$

ในกรณีที่ถูกถอดออกจากดัชนี SET50 พบว่า ปริมาณการซื้อขายหมุนเวียนมีค่าน้ำหนัก ความสำคัญของการพยากรณ์ 0.9216 โดยที่ตัวแปรสามารถพยากรณ์หลักทรัพย์ที่ถูกถอดออกจาก ดัชนี SET50 ได้สูงถึง 8.36% สามารถเขียนสมการเพื่อพยากรณ์กรณีที่ถูกถอดออกจากดัชนี SET50 ได้ ดังนี้

$$\text{SET50 Exclude} = 0.9216 \text{ (Volume Turnover)}$$

ในกรณีที่ถูกนำเข้ามาคำนวณในดัชนี SET100 พบว่า ไม่มีตัวแปรที่สามารถพยากรณ์ หลักทรัพย์ที่ถูกนำเข้ามาคำนวณในดัชนี SET100 ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ในกรณีที่ถูกถอดออกจากดัชนี SET100 พบว่าปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันมี ค่าน้ำหนักความสำคัญของการพยากรณ์ -0.01012 และปริมาณการซื้อขายหมุนเวียนมีค่าน้ำหนัก ความสำคัญของการพยากรณ์ 3.99966 โดยที่ตัวแปรพยากรณ์ 2 ตัวแปรข้างต้น สามารถร่วมกัน พยากรณ์หลักทรัพย์ที่ถูกถอดออกจากดัชนี SET100 ได้สูงถึง 16.96% สามารถเขียนสมการเพื่อ พยากรณ์กรณีที่ถูกถอดออกจากดัชนี SET100 ได้ดังนี้

$$\text{SET100 Exclude} = -0.01012 \text{ (Institute Trade Imbalance)} + 3.99966 \text{ (Volume Turnover)}$$

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์ที่เข้าออกจากดัชนีของดัชนีราคา SET50 และ SET100 กับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบันโดยใช้ข้อมูลจากดัชนี SET50 ระหว่างปี ค.ศ. 2000-2012 เป็นระยะเวลา 12 ปีและใช้ข้อมูลจากดัชนี SET100 ระหว่างปี ค.ศ. 2005-2012 เป็นระยะเวลา 7 ปีในการศึกษาได้ใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) เป็นวิธีที่ใช้ในการศึกษา และศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) ในการเข้าออกจากดัชนี SET50 และ SET100 ในแต่ละช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์กับตัวแปรอิสระต่างๆ โดยใช้สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression) ซึ่งสามารถสรุปการศึกษาได้ดังนี้

วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ได้ทำการศึกษาโดยกำหนดเอาวันที่ตลาดหลักทรัพย์เปิดเผยข่าวการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ถูกถอดออกจากหรือถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50 และ SET100 เป็นวันเกิดเหตุการณ์ โดยได้กำหนดช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event Period) โดยใช้ข้อมูลการซื้อขายดังนี้ คือก่อนประกาศเข้า 40 วัน ถึง 31 วันก่อนประกาศเข้า 30 วัน ถึง 21 วันก่อนประกาศเข้า 20 วัน ถึง 11 วันก่อนประกาศเข้า 10 วัน ถึง 2 วันก่อนประกาศเข้า 1 วัน ถึง หลังวันที่ประกาศ 1 วันหลังประกาศเข้า 2 วัน ถึง 10 วันก่อนวันที่มีผลบังคับใช้ 1 วันถึง หลังวันที่มีผลบังคับใช้ 1 วัน หลังวันที่มีผลบังคับใช้ 2 วันถึง 10 วัน หลังวันที่มีผลบังคับใช้ 11 วันถึง 20 วัน และหลังวันที่มีผลบังคับใช้ 21 วันถึง 30 วัน

เพื่อทดสอบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงเกิดเหตุการณ์หรือไม่ โดยแบ่งเป็นรายชื่อหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET50 จำนวน 107 หลักทรัพย์ และรายชื่อหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET100 จำนวน 141 หลักทรัพย์และศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม โดยสมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression) ซึ่งผลการศึกษาพบว่าตัวพยากรณ์ที่ดีที่สุดที่สามารถพยากรณ์หลักทรัพย์ที่เข้าออกจากดัชนีราคา SET50 และ SET100 คือ Institution Trade Imbalance (กระแสการลงทุนสุทธิของนักลงทุนสถาบัน) และ Volume Turnover (ปริมาณการซื้อขายหมุนเวียน) ตัวแปรพยากรณ์มีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงกับหลักทรัพย์ที่เข้าออกจากดัชนีราคา SET50 และ SET100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลที่ได้จากการใช้เหตุการณ์หลักทรัพย์ที่เข้าออกจากดัชนี SET50 และ SET100 เป็นเครื่องมือในการทดสอบชี้ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ (The Weakly Efficient Market) เนื่องจากข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ต่อสาธารณะชนทั่วไป ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเกิดขึ้นก่อนวันที่ประกาศรายชื่อก่อนหลักทรัพย์ที่ถูกถอดออกหรือถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50 และ SET100

และผลการศึกษาที่ได้ยังสอดคล้องกับกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม (Momentum Strategy) โดยพบว่า เมื่อหลักทรัพย์มีแนวโน้มถูกถอดออกจากหรือนำมาคำนวณในดัชนี SET50 และ SET100 นักลงทุนสถาบันจะทยอยซื้อและทยอยขายหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่องเป็นช่วงๆ (Campaign Trading) เป็นไปในทิศทางเดียวกันคือ เมื่อหลักทรัพย์ถูกนำมาคำนวณในดัชนี SET50 และ SET100 กระแสการลงทุนสุทธิของนักลงทุนสถาบันเกิดขึ้นในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในลักษณะตรงกันข้ามเมื่อหลักทรัพย์ถูกถอดออกจากดัชนี SET50 และ SET100 กระแสการลงทุนสุทธิของนักลงทุนสถาบันเกิดขึ้นในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Information Signaling คือถ้าการเพิ่มหลักทรัพย์เข้าไปในดัชนีเปรียบเสมือนการส่งสัญญาณที่ดีเกี่ยวกับผลประกอบการของบริษัทในอนาคต มีบทวิเคราะห์ของบริษัทหลักทรัพย์ มีแนวโน้มที่ดีของธุรกิจ มีการดำเนินนโยบายของภาครัฐที่อาจกระทบต่อกลุ่มธุรกิจหรือการนำหลักทรัพย์ออกจากดัชนีเปรียบเสมือนการส่งสัญญาณที่ไม่ดีเกี่ยวกับผลประกอบการของบริษัทในอนาคต เป็นต้น

5.2 ข้อจำกัดของการศึกษา

การวิจัยครั้งนี้มีข้อจำกัดด้านแหล่งข้อมูล ด้วยสาเหตุปัจจัยอื่นนอกเหนือจากสมมติฐานที่ตั้งได้ คือ ข้อมูลการซื้อขายของนักลงทุนรายกลุ่มในตลาดหลักทรัพย์นั้น ตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้ให้ข้อมูลที่สม่ำเสมอและเป็นปัจจุบันจึงส่งผลให้การศึกษานี้ทำได้เพียงจนถึงสิ้นปี 2012 เท่านั้น

ในส่วนของการ Window period ของกลุ่มตัวอย่างนั้นบางรายการไม่มีข้อมูลให้ศึกษาย้อนหลังไปจนถึงช่วง Post Effective +60 ได้ตามต้องการ

ในส่วนของข้อมูลการซื้อขายการซื้อขายของนักลงทุนรายกลุ่มที่อยู่ใน SET100 นั้นหลักทรัพย์หลายๆ ตัวไม่มีข้อมูลที่เพียงพอ ทำให้มีความจำเป็นต้องตัดข้อมูลบางส่วนออกจากรายการ เนื่องจากผู้จัดทำไม่มีแหล่งข้อมูลอื่นๆ นอกจากตลาดหลักทรัพย์ไทย

5.3 ข้อเสนอแนะของการศึกษาในอนาคต

5.3.1 งานวิจัยชิ้นนี้ ได้ทำการศึกษาในส่วนของ Abnormal Return ในการซื้อขายของนักลงทุนรายกลุ่มเท่านั้น ซึ่งผลที่ได้ยังไม่มีการนำปัจจัยพื้นฐานของกิจการ เช่น P/E Ratio, Dividend Yield, P/BV Ratio ฯลฯ การศึกษาในอนาคตจึงอาจเพิ่มตัวแปรที่เป็นปัจจัยพื้นฐานอื่นๆ ของกิจการลงไป ใน Model เพื่อทำการศึกษาการเกิด Abnormal Return ได้

5.3.2 งานวิจัยนี้ยังไม่ได้มีการศึกษาถึงแนวโน้มผลประกอบการของหุ้นรายตัวที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งในการที่หุ้นเข้าหรือออก SET50 หรือ SET100 ไม่ได้เป็นการยืนยันทิศทางผลประกอบการในอนาคตว่าจะมีทิศทางอย่างไร ดังนั้น Abnormal Return หรือการเพิ่มขึ้นของ Trade Imbalance ของนักลงทุนประเภทต่างๆ อาจจะมาจากปัจจัยพื้นฐานที่มีแนวโน้มดีขึ้นแฝงอยู่ก็เป็นไปได้ จึงอาจมีการนำปัจจัยพื้นฐานอื่นๆ มาศึกษาเพิ่มในอนาคต



บรรณานุกรม

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2556). ดัชนีราคา SET50 Index และ SET100 Index. ฝ่ายพัฒนาธุรกิจ – ตราสารหนี้และอื่นๆ.
- Amihud, Y., Mendelson, H & Lauterbach, B. (1997). Market Microstructure and Securities Values: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange. *Department of Finance. Working Paper Series 1997*. CDC Investment Management Corporation.
- Anayochukwu, O. B. (2012). The Impact of Stock Market Returns on Foreign Portfolio Investment in Nigeria. *The Journal of Business and Management*, Volume 2, Issue 4 (July-Aug. 2012), 10-19.
- Campbell, J. Y., Grossman, S. J. & Wang, J. (1993). Trading Volume and Serial Correlation in Stock Returns. *The Quarterly Journal of Economics*. Harvard College and Massachusetts Institute of Technology.
- Chen, H., Noronha, G. & Singal, V. (2004). The Price Response to S&P 500 index Additions and Deletions: Evidence of Asymmetry and a New Explanation. *The Journal of Finance*, Volume 59.
- Elliott, W. B., Van Ness, B. F., Walker, M. D. & Wan, R. S. (2006). What Drives the S&P 500 Inclusion Effect? An Analysis Survey. *The Journal of Finance. Financial Management*.
- Fama, F. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. Volume 25, No.2 (May. 1970), 383-417.
- Jumniandumrongkarn, W. (2013). A Study on Relationship of Foreign Net-Fund-Flow and the Index of Stock Market in Thailand. *ABAC Journal*. Volume 33, No.3 (September-December. 2013), 1-19.
- Jeoplerkyen, P. & Boonvorachote, T. (2013). Relationship between Trading Volumes of Investor Groups and Stock Index Returns on the Stock Exchange of Thailand. *The Journal of Society Science*. Kasetsart University.

Keratithamkul, C. (2005). The Effect on Stock Price of Inclusion or Exclusion from the SET50 index. *Master of Science Program in Finance*. Thammasat University.

Lynch, A.W. & Mendenhall, R. R. (1997). New Evidence on Stock Price Effects Associated with Changes in the S&P 500 index. *Journal of Business*. The University of Chicago.

Malahhov, M. & Jager, I. (2012). The Good, the Bad and the Insignificant. *Master thesis in Finance*. Stockholm School of Economics.

