

ความสนใจของนักลงทุนที่มีผลต่อค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ  
ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนและอัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
โดยจัดกลุ่มดัชนีความสนใจของนักลงทุนแบบเปอร์เซ็นต์ไทล์



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต  
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล  
พ.ศ. 2562

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

## กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยการให้ความช่วยเหลือแนะนำของผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.นริรัตน์ เตชพิรุณทอง ซึ่งเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์ ที่ได้กรุณาที่ให้คำแนะนำ ข้อคิดเห็นตรวจสอบ และแก้ไขร่างสารนิพนธ์มาโดยตลอด ผู้เขียนจึงขอกราบขอบพระคุณไว้ ณ โอกาสนี้

ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัทร ชาระวานิช ที่กรุณาให้เกียรติ เป็นประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์ โดยมี รองศาสตราจารย์ ดร.ชาติรี จันทร์ โคลิกา เป็นกรรมการในการสอบสารนิพนธ์ ซึ่งได้กรุณาตรวจแก้ไขสารนิพนธ์ฉบับนี้ให้ถูกต้องสมบูรณ์ยิ่งขึ้น และให้คำปรึกษาแนะนำในทุก ๆ ด้าน รวมถึงเจ้าหน้าที่ของวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล ทุกท่านที่ให้ความสะดวกด้านอำนวยความสะดวก และประสานงาน ในการทำสารนิพนธ์ให้ผู้เขียนตลอดมาตลอดจน ค้นหาหาข้อมูลในการจัดทำสารนิพนธ์ของผู้เขียนครั้งนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี

ท้ายนี้ผู้เขียนขอโน้มรำลึกถึง บิดา มารดา ครอบครัวของผู้เขียน ตลอดจนผู้เขียนหนังสือ และบทความต่าง ๆ ที่ให้ความรู้แก่ผู้เขียนจนสามารถให้สารนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยดี

พิมพ์ชนก ตรีกาลสุภรัตน์

ความสนใจของนักลงทุนที่มีผลต่อค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนและอัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจัดกลุ่มดัชนีความสนใจของนักลงทุนแบบเปอร์เซ็นต์ไทล์

INVESTOR'S ATTENTION TO ABSOLUTE ABNORMAL RETURN, RETURN VOLATILITY AND TRADING TURNOVER IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND : SVI GROUP BY PERCENTILE

พิมพ์ชนก ตรีกาลสุภรัตน์ 6050269

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D.,  
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคติกา, Ph.D.

#### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสนใจของนักลงทุนที่มีผลต่อค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนและอัตราหมุนเวียนการซื้อขายของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเดือนมกราคม 2557 ถึง ธันวาคม 2561 โดยวัดความสนใจของนักลงทุนผ่าน Search Volume Index (SVI) ซึ่งเป็นฐานข้อมูลในการวัดปริมาณการค้นหาซื้อย่อหุ้นจาก Google ซึ่งรวบรวมเป็นรายสัปดาห์ การศึกษานี้ในการหาความสัมพันธ์ใช้แบบจำลองอนุกรมภาคตัดขวางเชิงพลวัต (Panel Vector Autoregression)

ผลการวิจัยพบว่าความสนใจของนักลงทุนที่เพิ่มขึ้นมีผลต่อค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติ และอัตราหมุนเวียนการซื้อขาย เมื่อนักลงทุนมีความสนใจเพิ่มขึ้นส่งผลอัตราหมุนเวียนการซื้อขายมากขึ้น ซึ่งมีผลในทิศทางเดียวกับความสนใจของนักลงทุนและในทางกลับกัน อัตราหมุนเวียนการซื้อขายก็ส่งผลกระทบต่อความสนใจของนักลงทุนเช่นกัน ส่วนค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติส่งผลในทิศทางที่ตรงข้ามกับความสนใจของนักลงทุน

คำสำคัญ : ความสนใจของนักลงทุน/ ค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ/ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน/ อัตราหมุนเวียนการซื้อขาย/ ดัชนีปริมาณการค้นหา

## สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ฉ
สารบัญรูปภาพ	ช
บทที่ 1    บทนำ	1
บทที่ 2    ทบทวนวรรณกรรม	4
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	4
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	10
2.3 สมมติฐาน	13
บทที่ 3    วิธีการทางสถิติ	16
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	16
3.2 ตัวแปร	18
3.3 วิธีการทางสถิติ	20
บทที่ 4    ผลการทดสอบ	23
4.1 ทดสอบความนิงของตัวแปร	23
4.2 ทดสอบการเลือกแบบจำลองที่เหมาะสม	24
4.3 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร	25
4.4 ทดสอบปฏิบัติการตอบสนองของตัวแปร	26
4.5 การประมาณค่าและแปรผลแบบจำลอง	33
4.6 การนำผลการศึกษาไปเป็นแนวทางในการวิเคราะห์ผลตอบแทนส่วนเกินระยะสั้น	35
4.7 การทดสอบความสอดคล้องของข้อมูล	39
บทที่ 5    สรุปผลการศึกษา	41
บรรณานุกรม	43
ภาคผนวก	45
ภาคผนวก ก	46

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
ภาคผนวก ข	49
ภาคผนวก ค	50
ภาคผนวก ง	57
ประวัติผู้วิจัย	66



## สารบัญรูปภาพ

รูปภาพ	หน้า	
1.1	สัดส่วนการใช้โปรแกรมค้นหาในประเทศไทย	1
2.1	เส้นกราฟทฤษฎีอรรถประโยชน์ที่คาดหวัง	5
2.2	เส้นกราฟเปรียบเทียบภายใต้สภาวะการณ์ของการได้รับ (Gains) และสภาวะการณ์ของการสูญเสีย (Losses)	6
2.3	เส้นอรรถประโยชน์ของ Risk Averse	8
2.4	เส้นอรรถประโยชน์ของ Risk Neutral	8
2.5	เส้นอรรถประโยชน์ของ Risk Loving	9
3.1	ตัวอย่างข้อมูลค้นหา “BANPU” และ “ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา”	18
4.1	ผลการทดสอบ pvarstable	23
4.2.1	ปฏิริยาการตอบสนองของความสนใจของนักลงทุนในอดีตต่อความสนใจของนักลงทุนในช่วงเวลาถัดไป	31
4.2.2	ปฏิริยาการตอบสนองของค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในอดีตต่อความสนใจของนักลงทุนในช่วงเวลาถัดไป	31
4.2.3	ปฏิริยาการตอบสนองของอัตราหมุนเวียนการซื้อขายในอดีตต่อความสนใจของนักลงทุนในช่วงเวลาถัดไป	31
4.2.4	ปฏิริยาการตอบสนองของความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในอดีตต่อความสนใจของนักลงทุนในช่วงเวลาถัดไป	31
4.2.5	ปฏิริยาการตอบสนองของความสนใจของนักลงทุนในอดีตต่อค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาถัดไป	31
4.2.6	ปฏิริยาการตอบสนองของความสนใจของนักลงทุนในอดีตต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาถัดไป	32
4.2.7	ปฏิริยาการตอบสนองของความสนใจของนักลงทุนในอดีตต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายในช่วงเวลาถัดไป	32
4.2.8	ปฏิริยาการตอบสนองของอัตราผลตอบแทนเกินปกติต่อค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาถัดไป	31

## สารบัญรูปภาพ (ต่อ)

รูปภาพ	หน้า
4.2.9 ปฏิบัติการตอบสนองของอัตราหมุนเวียนการซื้อขายต่อค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาถัดไป	31
4.2.10 ปฏิบัติการตอบสนองของความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาถัดไป	31
4.2.11 ปฏิบัติการตอบสนองของค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาถัดไป	32
4.2.12 ปฏิบัติการตอบสนองของอัตราหมุนเวียนการซื้อขายต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาถัดไป	32
4.2.13 ปฏิบัติการตอบสนองของความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาถัดไป	32
4.2.14 ปฏิบัติการตอบสนองของค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายในช่วงเวลาถัดไป	32
4.2.15 ปฏิบัติการตอบสนองของอัตราหมุนเวียนการซื้อขายต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายในช่วงเวลาถัดไป	32
4.2.16 ปฏิบัติการตอบสนองของความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายในช่วงเวลาถัดไป	32

## สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
2.1	การคาดการณ์ทิศทางการสัมพันธภาพของตัวแปร	13
4.1	แสดงผลการทดสอบความนิ่งของตัวแปร	23
4.2	ทดสอบการเลือกแบบจำลองที่เหมาะสม	24
4.3	ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร	25
4.4	ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์จากแบบจำลองอนุกรมภาคตัดขวางเชิงพลวัต	33
4.5	ผลการทดสอบสมมติฐานเพื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกิน	35
4.6	ผลการเปรียบเทียบการประมาณค่าแบบจำลองเชิงพลวัตของแต่ละบริษัทกับแบบจำลองของงานวิจัย	39



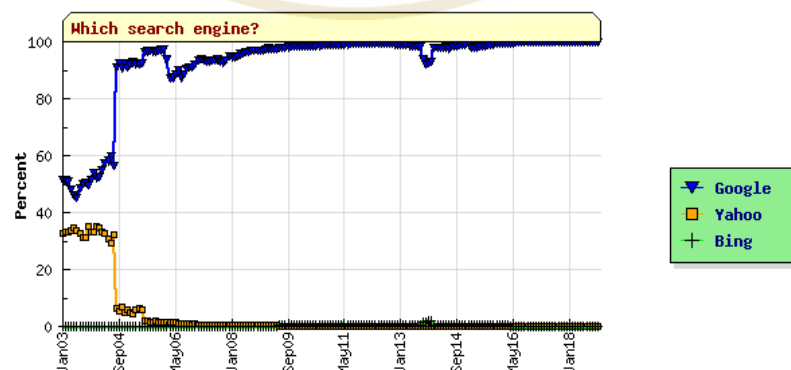


## บทที่ 1

### บทนำ

ตามทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Capital Markets) ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ทั้งหลายสะท้อนข่าวสารข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นอย่างรวดเร็ว และครอบคลุม แนวคิดนี้มีรากฐานความเชื่อว่าผู้ลงทุนซึมซับข่าวสารที่มีอยู่ในรูปของราคาหลักทรัพย์ที่ทำให้มีการตัดสินใจซื้อหรือขาย ดังนั้นราคาในปัจจุบันของหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลทั้งหมด ทั้งข้อมูลในอดีตที่เกิดขึ้นแล้ว ข้อมูลปัจจุบันและข้อมูลข่าวสารหรือเหตุการณ์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ในความเป็นจริงแล้วหลักทรัพย์บางตัวในตลาดอาจไม่สอดคล้องกับข้อมูลที่เกิดขึ้น แม้ว่าการเข้าถึงข้อมูลข่าวสารในปัจจุบันจะทำได้ง่ายขึ้นแต่ในความเป็นจริงจะมีข้อมูลเพียงบางส่วนที่ถูกรับรู้ เนื่องจากความสนใจของนักลงทุนมีจำกัด ซึ่งข้อมูลในปัจจุบันมีอยู่จำนวนมาก ทำให้นักลงทุนไม่สามารถประมวลผลข้อมูลที่มีอยู่ในตลาดได้ทั้งหมด อีกทั้งนักลงทุนมีความเข้าใจในข้อมูลที่แตกต่างกัน จึงต้องอาศัยความสนใจในการคัดเลือกข้อมูล ส่งผลให้ปัจจัยที่วัดค่าการเปลี่ยนแปลงของตลาดได้แก่ ผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน (Return Volatility) และอัตราหมุนเวียนการซื้อขาย (Trading Turnover) ไม่สามารถตอบสนองต่อข้อมูลที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วได้

ในอดีตมีการศึกษาว่าปัจจัยใดที่เป็นตัวกำหนดความสนใจของนักลงทุน (Investor's Attention) และความสนใจของนักลงทุนมีผลอย่างไรต่อหลักทรัพย์ แต่ข้อจำกัดของการจัดเก็บข้อมูลในอดีตทำให้ไม่สามารถวัดความสนใจของนักลงทุนได้โดยตรง ซึ่งในปัจจุบัน Google เป็นหนึ่งใน Search Engine ที่ได้รับความนิยมของคนทั่วโลก รวมถึงในประเทศไทยดังแสดงในภาพที่ 1



ภาพที่ 1.1 Search Engine in Thailand

ที่มา : สำนักบริการเทคโนโลยีสารสนเทศภาครัฐ (สบทร.)

ซึ่ง Google Trends สามารถเก็บข้อมูลการคำค้นหาจาก Google ในช่วงเวลาที่กำหนด โดยข้อมูลที่ได้จะเป็นดัชนีชี้วัดเรียกว่า Search Volume Index (SVI) จึงมีงานศึกษาที่เกี่ยวข้องกับความสนใจของนักลงทุนโดยใช้ข้อมูลดังกล่าวมาใช้ในงานวิจัย เช่น Da, Engelberg et al. (2011) และ Takeda and Wakao (2014) เป็นต้น

จุดประสงค์ของงานวิจัยนี้ต้องการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดความสนใจของนักลงทุนรวมถึงผลกระทบของความสนใจของนักลงทุนที่มีต่อหลักทรัพย์ในด้าน ผลตอบแทนเกินปกติ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนและอัตราหมุนเวียนการซื้อขายโดยใช้ทฤษฎีด้านการเงินพฤติกรรม (Behavioral Finance) ซึ่งใช้หลักจิตวิทยาในการอธิบายพฤติกรรมทางการเงินและงานวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Study) ที่เกี่ยวข้องกับความสนใจของนักลงทุน เช่น Da, Engelberg et al. (2011), Joseph, Wintoki et al. (2011), Li and Yu (2012), Vozlyublennaiia (2014), Aouadi, Arouri et al. (2013), Takeda and Wakao (2014), Tantaopas, Padungsaksawasdi et al. (2016), Ungeheuer (2017) และ Kim, LuČivjanská et al. (2019)

งานวิจัยนี้ใช้แบบจำลองอนุกรมภาคตัดขวางเชิงพลวัต (Panel Vector Autoregression Model) หาความสัมพันธ์ระหว่างความสนใจของนักลงทุนที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน (Return Volatility) และอัตราหมุนเวียนการซื้อขาย (Trading Turnover) โดยทำการศึกษาข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเก็บข้อมูลเป็นรายสัปดาห์ตั้งแต่เดือนมกราคม 2557 ถึงเดือนธันวาคม 2561 (5 ปี) ผลการวิจัยพบว่าความสนใจของนักลงทุนที่เพิ่มขึ้นมีผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน และอัตราหมุนเวียนการซื้อขาย เมื่อนักลงทุนมีความสนใจเพิ่มขึ้นจึงทำให้เกิดพฤติกรรมการซื้อขายเป็นไปในทิศทางที่สอดคล้องกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน และอัตราหมุนเวียนการซื้อขายมากขึ้น ในทางกลับกันอัตราหมุนเวียนการซื้อขายก็ส่งผลต่อความสนใจของนักลงทุนเช่นกัน ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวสามารถนำไปประยุกต์ใช้เพื่อเป็นกลยุทธ์ในการซื้อขายหลักทรัพย์ในระยะสั้น และการวิเคราะห์การเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance) ของนักลงทุน

งานวิจัยนี้ศึกษาเกี่ยวกับความสนใจของนักลงทุน (Investor's Attention) ที่มีผลต่อค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ (Absolute Abnormal Return) ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน (Return Volatility) และอัตราหมุนเวียนการซื้อขาย (Trading Turnover) ของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเดือนมกราคม 2557 ถึง ธันวาคม 2561 โดยวัดความสนใจของนักลงทุนผ่าน Search Volume Index (SVI) ซึ่งเป็นฐานข้อมูลในการวัดดัชนีจากชื่อหุ้นที่มีการค้นหาจาก Google และข้อมูลที่ได้จะเป็นข้อมูลรายสัปดาห์ โดยการใช้แบบจำลองอนุกรม

ภาคตัดขวางเชิงพลาวัต (Panel Vector Autoregression) ผลการวิจัยพบว่าความสนใจของนักลงทุนที่เพิ่มขึ้นมีผลต่อค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติ และอัตราหมุนเวียนการซื้อขาย เมื่อนักลงทุนมีความสนใจเพิ่มขึ้นส่งผลอัตราหมุนเวียนการซื้อขายมากขึ้น ซึ่งมีผลในทิศทางเดียวกับความสนใจของนักลงทุนและในทางกลับกันอัตราหมุนเวียนการซื้อขายก็ส่งผลต่อความสนใจของนักลงทุนเช่นกัน ส่วนค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติส่งผลในทิศทางที่ตรงข้ามกับความสนใจของนักลงทุน แต่ความสนใจของนักลงทุนไม่มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของอัตราผลตอบแทน

เนื่องจากการวัดความสนใจของนักลงทุนที่ผ่านมาไม่มีเครื่องมือในการวัดผลที่มีคุณภาพจึงทำให้การศึกษาว่าปัจจัยใดเป็นตัวกำหนดความสนใจของนักลงทุน (Investor's Attention) ทำได้ยาก และส่วนใหญ่วัดความสนใจผ่านการทำแบบสอบถามซึ่งการใช้แบบสอบถามนั้นอาจจะเกิดอคติ (Bias) ซึ่งในปัจจุบันมีเครื่องมือที่สามารถวัดความสนใจของนักลงทุนได้โดยตรงผ่าน Google Trend ซึ่งข้อมูลที่ได้เป็นการเก็บข้อมูลจากการค้นหาผ่าน Search Engine ที่ได้รับความนิยมของคนทั่วโลก รวมถึงในประเทศไทยคือ Google ผู้วิจัยจึงจะศึกษาว่ามีปัจจัยใดที่ส่งผลต่อความสนใจของนักลงทุนในประเทศไทย ผู้วิจัยจึงทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสนใจของนักลงทุน อัตราผลตอบแทนเกินปกติ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนและอัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันหรือไม่

ในการวิจัยนี้แบ่งเป็น 5 ส่วนประกอบด้วย คือ บทนำ ทบทวนวรรณกรรม วิธีการทางสถิติ ผลการทดสอบ และสรุปผลการศึกษา

## บทที่ 2

### ทบทวนวรรณกรรม

#### 2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

ที่ผ่านมา มีผู้วิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับความสนใจของนักลงทุน (Investor's Attention) ผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน (Return Volatility) และอัตราหมุนเวียนการซื้อขาย (Trading Turnover) โดยได้อ้างอิงถึงทฤษฎีและแนวคิดต่าง ๆ ดังนี้

##### 2.1.1 ทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Theory)

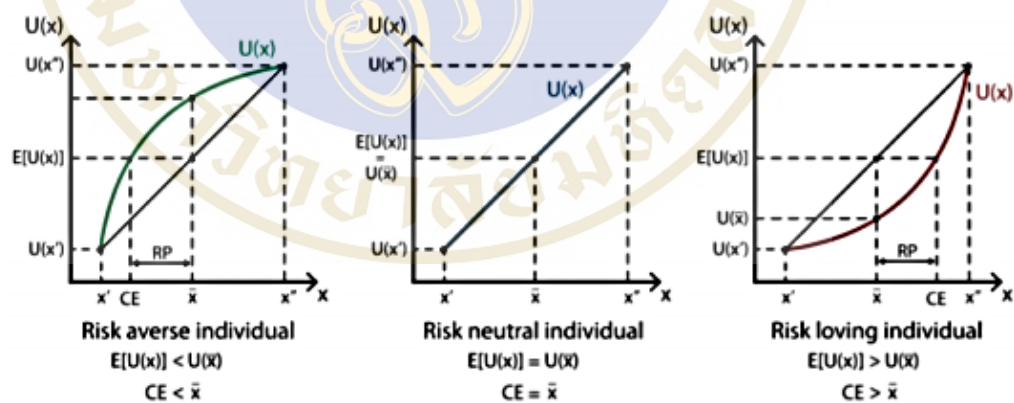
ในทางเศรษฐศาสตร์และทฤษฎีทางการเงิน กล่าวว่าสมมติฐานประสิทธิภาพตลาด (Efficient Market Theory Fama (1991)) ถือเป็นเบื้องต้นพื้นฐานความรู้ที่สำคัญ และเป็นเครื่องมือที่นักลงทุนส่วนใหญ่นิยมใช้สำหรับวิเคราะห์และพยากรณ์ราคาหุ้น โดยทำการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) และการวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) โดยทฤษฎีมีแนวคิดที่ว่าราคาหลักทรัพย์ที่ขายในตลาดนั้น ได้สะท้อนถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของหลักทรัพย์ในอนาคตไว้ทั้งหมดแล้ว แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ณ เวลาใดเวลาหนึ่งจะเป็นข้อมูลสะท้อนข่าวสารอย่างสมบูรณ์หากการตัดสินใจซื้อขายของนักลงทุนในตลาดตั้งอยู่บนพื้นฐานของการคาดคะเน ด้วยเหตุผล (Rational Expectations) ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นหรือลงอย่างรวดเร็วเมื่อมีข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ เข้ามา ดังนั้นจึงไม่สามารถทำกำไรได้เกินปกติ ผลกำไรที่นักลงทุนได้รับจะเป็นกำไรระดับปกติ (Normal Profit) กล่าวอีกอย่างหนึ่งว่าการเปลี่ยนแปลงในราคาหุ้นจะสอดคล้องกับข้อมูลการเปลี่ยนแปลงในปัจจุบันเท่านั้น นอกจากนี้ยังอาจกล่าวได้ว่าราคาของสินทรัพย์นั้น ๆ ได้สะท้อนถึงความเชื่อของนักลงทุนเกี่ยวกับความคาดหวังในอนาคตด้วย

### 2.1.2 ทฤษฎีเกี่ยวกับการตัดสินใจและความพึงพอใจ (Prospect Theory)

Tversky and Kahneman (1981) อธิบายทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์พฤติกรรม (Behavioral economics) และการตัดสินใจของมนุษย์ภายใต้ความไม่แน่นอน (Uncertainty) ซึ่งแสดงถึงวิธีที่เลือกระหว่างทางเลือกที่เป็นไปได้ในสถานการณ์ที่มีความเสี่ยง โดยรู้ค่าความน่าจะเป็นของทางเลือกนั้น และความพึงพอใจที่ต่างกันของแต่ละคนต่อสิ่งๆเดียวกัน ภายใต้สถานการณ์ที่ต่างกัน เช่นคนจะให้น้ำหนักกับความสูญเสียมากกว่าผลประโยชน์ที่ได้รับอย่างมาก จากงานวิจัย พบว่าความพอใจที่ลดลงจากการสูญเสียมีค่ามากกว่าความพอใจที่เพิ่มขึ้นจากการได้รับ ของมูลค่าเท่ากัน ประมาณ 2 ถึง 2.5 เท่า หมายถึงคนทั่วไปจะให้คุณค่ากับเงินที่เสียไปมากกว่าการได้รับเงินในจำนวนที่เท่ากัน ซึ่งราคาต่ำสุดที่นักลงทุนจะยอมขายหุ้นที่ถืออยู่ จะสูงกว่า ราคาสูงสุดที่นักลงทุนคนเดียวกันยินดีจ่ายเพื่อที่จะได้เป็นเจ้าของหุ้นๆนั้น เมื่อเป็นดังนี้ พฤติกรรมของคนจึงมีอคติอย่างสำคัญต่อ “ภาวะที่เป็นอยู่ปัจจุบัน” (Status quo bias)

### 2.1.3 ทฤษฎีอรรถประโยชน์ที่คาดหวัง (Utility Theory)

Von Neumann (1944) อธิบายการตัดสินใจของคนทั่วไปภายใต้สภาวะความเสี่ยงและความไม่แน่นอน โดยผู้ตัดสินใจที่มีเหตุผลจะจัดลำดับความสำคัญของค่าคาดหวังในแต่ละทางเลือก และจะเลือกทางเลือกที่ให้ค่าอรรถประโยชน์คาดหวังสูงสุด ดังนั้น การตัดสินใจลงทุนจะเลือกทางเลือกในระดับความเสี่ยงที่นักลงทุนยอมรับได้ ซึ่งจะสะท้อนผ่านค่าความน่าจะเป็นของเหตุการณ์ของค่าอรรถประโยชน์ที่คาดหวัง

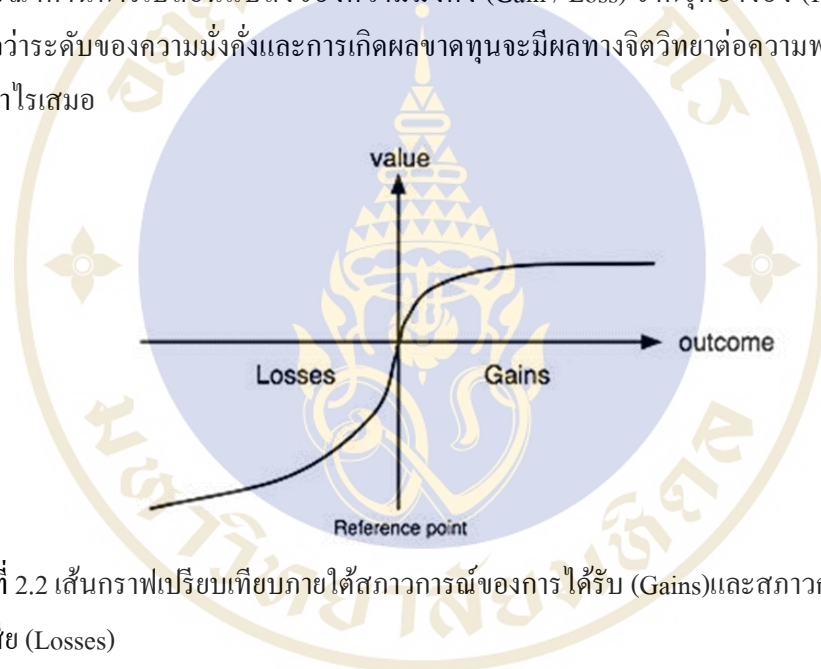


ภาพที่ 2.1 เส้นกราฟทฤษฎีอรรถประโยชน์ที่คาดหวัง (Utility Function)

ที่มา : <http://www.economicdiscussion.net/choice-under-uncertainty/choice-under-uncertainty-with-diagram/16314>

จะเห็นได้ว่าตามทฤษฎีอรรถประโยชน์ที่คาดหวัง เส้น Utility Function ของนักลงทุนแต่ละคนจะแตกต่างกันไป ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงที่นักลงทุนยอมรับได้ โดยนักลงทุนที่ต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง จะต้องการผลตอบแทนจำนวนมาก แลกกับความเสี่ยงที่ได้รับเพิ่ม ขณะที่นักลงทุนที่รับความเสี่ยงได้ จะต้องการผลตอบแทนเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยในการเพิ่มความพึงพอใจ

ซึ่งในความเป็นจริงนักลงทุน 2 กลุ่มจะมีระดับความมั่งคั่งเท่ากัน นักลงทุนที่มีความมั่งคั่งสูงขึ้นย่อมมีความพึงพอใจมากกว่านักลงทุนที่มีความมั่งคั่งลดลง เช่น นักลงทุน A ความมั่งคั่งเพิ่มจาก 5 แสนเป็น 1 ล้านบาทย่อมมีความพอใจมากกว่านักลงทุน B ที่มีความมั่งคั่งลดลง จาก 1.5 ล้านบาทเป็น 1 ล้านบาท ส่งผลให้ทฤษฎีความพึงพอใจ (Prospect Theory) จาก Tversky and Kahneman (1981) ถูกนำมาใช้ในการอธิบายเหตุการณ์โดยทฤษฎีได้อธิบายว่าการตัดสินใจของมนุษย์ จะเกิดขึ้นบนการพิจารณาด้านการเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่ง (Gain / Loss) จากจุดอ้างอิง (Reference Point) มากกว่าระดับของความมั่งคั่งและการเกิดผลขาดทุนจะมีผลทางจิตวิทยาต่อความพอใจมากกว่าผลจากกำไรเสมอ



ภาพที่ 2.2 เส้นกราฟเปรียบเทียบภายใต้สภาวะการณของการได้รับ (Gains)และสภาวะการณของการสูญเสีย (Losses)

ที่มา : Kahneman and Tversky (1981)

จากภาพอธิบายได้ว่าถึงแม้จำนวนเงินที่ได้รับและสูญเสียจะเท่ากัน แต่เมื่อเปรียบเทียบภายใต้สภาวะการณของการได้รับ (Gains) และสภาวะการณของการสูญเสีย (Losses) นักลงทุนจะให้น้ำหนักที่แตกต่างกัน โดยนักลงทุนจะรู้สึกว่าการสูญเสียจะมีความรุนแรงกว่าการได้รับ เมื่อนำคุณค่าของทั้งสองสภาวะการณมาวาดกราฟจะได้กราฟที่มีลักษณะโค้งเข้าหาจุดกำเนิด (Concave) ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีอรรถประโยชน์ที่คาดหวัง หรือ EUT แต่ภายใต้สภาวะการณของการสูญเสียกราฟ

จะมีลักษณะโค้งออกจากจุดกำเนิด (Concave) และจะมีความชันสูงสุดที่จุดอ้างอิง (Reference Point) ลักษณะกราฟโดยรวมมีลักษณะที่เรียกว่า S-Shape

#### 2.1.3.1 แนวคิดด้านความสนใจและการรับรู้ (Attention and Perception)

Kahneman and Tversky (1981) ได้อธิบายว่าความสนใจ (Attention) จะช่วยมุ่งเน้นให้เราสนใจกับสิ่งใดสิ่งหนึ่งมากกว่าที่เราจะรู้ได้ในช่วงเวลานั้น และเป็นกระบวนการทางจิตที่ซับซ้อนมาก ซึ่งความสนใจแบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ 1.ความสนใจหลัก คือ ความสนใจที่เราได้กับสิ่งใดสิ่งหนึ่งโดยตรง และความสนใจลำดับถัดมา คือ ความสนใจที่ให้ความสนใจน้อยกว่าความสนใจหลัก โดยมนุษย์มีข้อจำกัดในการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร ดังนั้นมนุษย์จึงมีการเลือกให้ความสนใจข้อมูลข่าวสารนั้น (Selection Attention) คือ มนุษย์จะเลือกให้ความสนใจเฉพาะข่าวสารที่สอดคล้องกับทัศนคติ และความเชื่อดั้งเดิมของตน ที่ขึ้นอยู่กับประสบการณ์ในอดีตที่สะสมมา และยังขึ้นอยู่กับลักษณะทางจิต เช่น อารมณ์ ความต้องการ ตลอดจนความทรงจำ ซึ่งมีความแตกต่างกันไปในแต่ละคน โดยมนุษย์จะเลือกรับรู้หรือตีความหมายข่าวสารที่ได้รับที่สอดคล้องกับทัศนคติและประสบการณ์ในอดีตก่อนการรับรู้หรือตีความข่าวสารขัดแย้งกับทัศนคติ ความเชื่อ ความต้องการ และแรงจูงใจในขณะนั้น

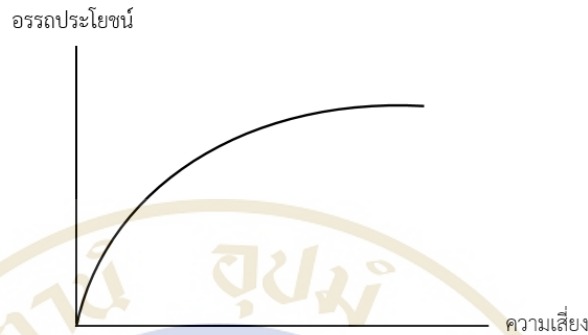
#### 2.1.4 แนวคิดทางทฤษฎีเรื่องความมีเหตุผลของมนุษย์ (Rational) และการจัดสรรทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัด ให้มีประสิทธิภาพและเกิดประโยชน์สูงสุด

Hansen and Sargent (1993) อธิบายว่ามนุษย์มักมีเหตุผลในการสนใจเลือก และจัดสรรทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัดให้เกิดประโยชน์สูงสุดที่เกิดจากแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ สำหรับนักลงทุนถือว่าเป็นกลุ่มบุคคลที่มีเหตุผล (Rational Investor) โดยจะมีการตัดสินใจเลือกลงทุนเพื่อให้ตนเองได้รับอรรถประโยชน์หรือได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนซึ่งขายหลักทรัพย์สูงสุด แต่การที่นักลงทุนได้รับอรรถประโยชน์มากหรือน้อยขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย เช่น เงื่อนไขที่นักลงทุนยอมรับได้ในแต่ละสถานการณ์

#### 2.1.5 แนวคิดการพิจารณาความพึงพอใจต่อความเสี่ยง (Preference Toward Risk)

Pindyck and Rubinfeld (2001) อธิบายว่าจากทฤษฎีการตัดสินใจภายใต้ความไม่แน่นอน (Choice under Uncertainty) มีผลการศึกษานักลงทุนจะมีความพึงพอใจหรือความยินดีต่อความเสี่ยงที่ไม่เท่ากัน สามารถแบ่งประเภทของนักลงทุนตามอรรถประโยชน์ได้ดังนี้ คือ

2.1.5.1 นักลงทุนผู้หลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Averse) นักลงทุนที่ลงทุนประเภทนี้ในทุกระดับของความเสี่ยงที่เพิ่มมากขึ้น อรรถประโยชน์หรือผลตอบแทนก็จะเพิ่มขึ้นในอัตราคน้อยถอยลง (Diminishing Marginal Utility)



ภาพที่ 2.3 เส้นอรรถประโยชน์ของ Risk Averse

ที่มา : <https://www.researchgate.net/figure/Utility-function>

จากภาพที่ 2.3 แสดงถึงฟังก์ชันอรรถประโยชน์ของ Risk Averse แกนตั้ง (Y) แสดงอรรถประโยชน์ แกนนอน (X) แสดงความเสี่ยง กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอรรถประโยชน์และความเสี่ยงในทิศทางบวก คือเมื่อความเสี่ยงเพิ่มขึ้น อรรถประโยชน์หรือผลตอบแทนเพิ่มขึ้น แต่จะเห็นได้ว่าความชันของเส้นกราฟลดลงเมื่อความเสี่ยงเพิ่มขึ้น ซึ่งแสดงถึงอรรถประโยชน์ที่เพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลงเมื่อมีความเสี่ยงสูงขึ้น

2.1.5.2 นักลงทุนที่เพิกเฉยต่อความเสี่ยง (Risk Neutral) สำหรับนักลงทุนที่ลงทุนในประเภทนี้ในทุก ๆ ระดับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น จะทำให้อรรถประโยชน์หรือผลตอบแทนที่ได้รับเพิ่มขึ้นในอัตราที่คงที่ (Constant Marginal Utility)



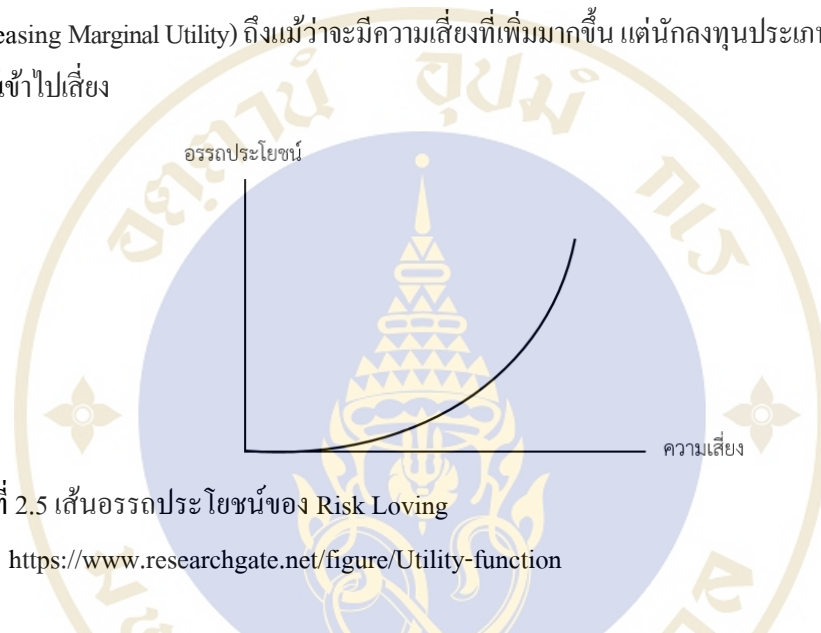
ภาพที่ 2.4 เส้นอรรถประโยชน์ของ Risk Neutral

ที่มา : <https://www.researchgate.net/figure/Utility-function>



จากภาพที่ 2.4 แสดงถึงอรรถประโยชน์ของ Risk Neutral แกนตั้ง (Y) แสดงอรรถประโยชน์ แกนนอน (X) แสดงความเสี่ยง กล่าวคือเมื่อความเสี่ยงเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อรรถประโยชน์หรือผลตอบแทนเพิ่มขึ้นตามไปด้วย แต่ความชันของเส้นกราฟคงที่ แสดงถึงอรรถประโยชน์เพิ่มขึ้นในอัตราคงที่เมื่อความเสี่ยงเพิ่มขึ้น

2.1.5.3 นักลงทุนที่ชอบความเสี่ยง (Risk Loving) นักลงทุนที่ลงทุนประเภทนี้ในทุก ๆ ระดับของความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น อรรถประโยชน์จะเพิ่มขึ้น ในอัตราที่เพิ่มขึ้น (Increasing Marginal Utility) ถึงแม้ว่าจะมีความเสี่ยงที่เพิ่มมากขึ้น แต่นักลงทุนประเภทนี้มีความชอบที่จะได้เข้าไปเสี่ยง



ภาพที่ 2.5 เส้นอรรถประโยชน์ของ Risk Loving  
ที่มา : <https://www.researchgate.net/figure/Utility-function>

จากภาพที่ 2.5 แสดงถึงอรรถประโยชน์ของ Risk Neutral แกนตั้ง (Y) แสดงอรรถประโยชน์ แกนนอน (X) แสดงความเสี่ยง เส้นกราฟแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอรรถประโยชน์และความเสี่ยงในทิศทางบวก ซึ่งกล่าวได้ว่าความเสี่ยงเพิ่มขึ้น อรรถประโยชน์ก็จะเพิ่มขึ้นตามไปด้วย แต่จะความชันของเส้นกราฟเพิ่มขึ้นเมื่อความเสี่ยงเพิ่มขึ้น

#### 2.1.6 แนวคิดด้านพฤติกรรมการลงทุนตามกัน (Herd Behavior)

พฤติกรรมการลงทุนตามกันเป็นลักษณะของมนุษย์ที่มักจะเกิดขึ้นระหว่างกระบวนการตัดสินใจ ส่งผลให้มีการตัดสินใจลงทุนตามคนอื่น ๆ ซึ่งในทางการเงิน การลงทุนตามกันนี้ไม่สามารถอธิบายได้ด้วยสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis) Lao and Singh (2011) ดังนั้นความหมายของพฤติกรรมการลงทุนตามกัน (Herd Behavior) อาจหมายถึง การที่กลุ่มของนักลงทุนคล้อยตามกันซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตัวเดียวกัน ซึ่งอาจเกิดขึ้นในช่วงเวลาหนึ่ง Nofsinger and Sias (1999) หรืออาจจะเป็นช่วงเวลาเดียวกันได้ในบาง

กรณี หากขยายขอบเขตพฤติกรรมการลงทุนตามกัน โดยเป็นการลงทุนตามนักลงทุนส่วนใหญ่ โดยไม่ได้สนใจปัจจัยปัจจัยพื้นฐาน แม้นักลงทุนกลุ่มนั้นอาจลงทุนโดยไม่มีข้อมูลที่ช่วยในการตัดสินใจ หรือมีข้อมูลที่ไม่ถูกต้องก็ตาม Bikhchandani, Hirshleifer et al. (1992) และในบางครั้งการลงทุน เช่นนี้อาจไม่ได้คำนึงถึงข้อมูลที่ตนเองมีอยู่ Christie and Huang (1995) ซึ่งโดยมากแล้วการลงทุนตามกันมักจะเกิดในช่วงที่มีข้อมูลข่าวสารในตลาดมากกว่าปกติ หรือในช่วงที่ตลาดมีความผันผวนมาก ซึ่งช่วงเวลานี้นักลงทุนจะเสาะหาข้อมูลที่น่าเชื่อถือมากที่สุด

ผลของพฤติกรรมการลงทุนตามกัน หากพิจารณาในบริบทเรื่องการกำหนดราคาสินทรัพย์ (Asset Pricing) พฤติกรรมการลงทุนตามกันจะสะท้อนถึงการตอบสนองการตอบสนองอย่างไม่มีเหตุผลของนักลงทุน ซึ่งอาจมีผลมากกว่าการตัดสินใจอย่างมีเหตุผล การลงทุนเช่นนี้อาจทำให้ราคาของสินทรัพย์เบี่ยงเบนไปจากราคาพื้นฐานของสินทรัพย์นั้น ๆ ได้ (Christie and Huang (1995); Chiang and Zheng, 2010) นอกจากนี้ Tan, Chiang et al. (2008) มองว่า พฤติกรรมการลงทุนตามกันนี้ทำให้ราคาหลักทรัพย์เบี่ยงเบนออกไปจากราคาพื้นฐานหรือราคาที่แท้จริง (Fundamental or Intrinsic Price) สร้างความผันผวนด้านราคา (Price Volatility) และก่อให้เกิดโอกาสในการทำกำไร ซึ่งในบางครั้งอาจเป็นโอกาสในการทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยง (Arbitrage Opportunity)

แต่หากมองถึงผลลัพธ์ของการลงทุนตามกันที่นักลงทุนคาดหวังแล้ว อาจมองได้ว่าการลงทุนตามกันจะทำให้ให้นักลงทุนได้ผลตอบแทนเท่ากับผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดเป็นอย่างน้อย เนื่องจากเชื่อว่าเป็นการลงทุนตามความไม่แน่นอนของผลตอบแทน และเติมเต็มความต้องการที่อยากมีความมั่นใจในการลงทุน Lao and Singh (2011)

## 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Related studies)

ในการศึกษางานวิจัยที่มีความเกี่ยวข้องในครั้ง นี้ ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับความสนใจของนักลงทุน (Investor's Attention) ค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Absolute Abnormal Return) ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน (Return Volatility) และอัตราหมุนเวียนการซื้อขาย (Trading Turnover) ซึ่งมีผู้วิจัยที่ได้ทำการศึกษาตัวแปรที่เกี่ยวข้องข้างต้น ซึ่งมีดังนี้

Da, Engelberg et al. (2011) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสนใจของนักลงทุนที่มีผลต่อหลักทรัพย์ โดยใช้ Search Volume Index (SVI) เป็นตัวแทน ซึ่งกลุ่มตัวอย่างเป็นข้อมูลของบริษัทที่อยู่ในดัชนี Russell 3000 ตั้งแต่ปี 2004 ถึง 2008 ผลการศึกษาพบว่า SVI มีความสัมพันธ์ขึ้นอยู่กับ

ความแตกต่างของนักลงทุนแต่ละคน เนื่องจาก SVI เป็นตัวชี้วัดความสนใจส่วนบุคคลโดยตรง ดังนั้น SVI จึงเป็นปัจจัยที่ชี้หน้า (Lead) ปัจจัยตัวอื่น ๆ เช่น อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) อัตราหมุนเวียนการซื้อขาย (Trading Turnover) และข่าวในเชิงบวก และได้มีการนำมาประยุกต์ใช้กับงานวิจัยที่ศึกษาหุ้นที่จดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ครั้งแรก (Initial Public Offering) ผลการศึกษาพบว่าหุ้น IPO ที่มีปริมาณความสนใจมากจะมีผลตอบแทนในวันแรกที่ทำการซื้อขายดีกว่าหุ้นที่มีคนสนใจน้อยซึ่งมีผลการศึกษาสอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศไทยเรื่องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง Google Search Volume Index กับผลตอบแทนของหุ้น IPO Tanwarat (2018)

Joseph, Wintoki et al. (2011) ได้ทำการทดสอบความสนใจของนักลงทุนโดยใช้เครื่องมือการค้นหออนไลน์ ซึ่งงานวิจัยนี้เป็นการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนและปริมาณการซื้อขาย โดยแบ่งระดับของกลุ่มตัวอย่างตามความสนใจของนักลงทุน โดยใช้ข้อมูลของบริษัทในดัชนี S&P 500 ระหว่างปี 2005 ถึงปี 2008 พบว่าหุ้นกลุ่มที่นักลงทุนให้ความสนใจมากจะสามารถสร้างผลตอบแทนได้ดีและมีปริมาณการซื้อขายที่สูงผิดปกติมากกว่าหุ้นที่นักลงทุนมีความสนใจน้อย

Li and Yu (2012) ทำการศึกษา ระหว่างความสนใจของนักลงทุนและอัตราผลตอบแทนรวมของตลาด โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบ nearness to Dow 52-week high คือการเข้าซื้อหุ้นเมื่อราคาปัจจุบันมากกว่าราคาสูงสุดในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา และ nearness to Dow historical High คือการเข้าซื้อหุ้นเมื่อราคาปัจจุบันมากกว่าราคาสูงสุดในช่วงเวลาที่ใช้ข้อมูล โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 1928-2009 จากการศึกษาพบว่า nearness to Dow 52-week high สามารถทำนายผลตอบแทนเชิงบวกและเชิงลบของตลาดในอนาคต

Aouadi, Arouri et al. (2013) เป็นงานวิจัยเกี่ยวกับอิทธิพลของความสนใจของนักลงทุนที่มีต่อความเคลื่อนไหวและผันผวนของหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นฝรั่งเศส โดยใช้ข้อมูลของบริษัทในดัชนี CAC 40 ระหว่างเดือนมกราคมปี 2004 จนถึงเดือนมิถุนายนปี 2010 ซึ่งจากงานวิจัยพบว่าความสนใจของนักลงทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ Amihud's Illiquidity Ratio ของหลักทรัพย์ ที่ได้รับความสนใจจะมีการซื้อขายมากกว่า ซึ่งในทางตรงกันข้าม ความสนใจของนักลงทุนจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์

Vozlyublennaiia (2014) ทำการวิจัยระหว่างความสัมพันธ์ของความสนใจของนักลงทุนกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลจากดัชนี Dow Jones Industrial Average, S&P 500, NASDAQ, Chicago Board Option Exchange 10 Year Treasury Note Yield Index, Chicago Board Option Exchange Gold และ West Texas Intermediate Crude Oil ตั้งแต่ มกราคม 2004 ถึงธันวาคม 2012 โดยพบว่าดัชนีของหลักทรัพย์ข้างต้น อาจมีอัตราผลตอบแทนในเชิงบวก

หรือลบขึ้นกับข้อมูลข่าวสารที่นักลงทุนได้รับ โดยผลจะเกิดขึ้นในช่วงระยะสั้นประมาณ 1-2 สัปดาห์ อย่างมีนัยสำคัญ

Takeda and Wakao (2014) ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างความสนใจของนักลงทุน กับ ผลตอบแทน และปริมาณการซื้อขาย ของตลาดหุ้น Nikkei 225 ตั้งแต่ปี 2008 ถึง 2011 ได้พบว่า Search Volume Index (SVI) ที่ใช้เป็นตัวแทนของความสนใจของนักลงทุน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้นแต่มีความสัมพันธ์น้อยกว่า ความสัมพันธ์กับปริมาณการซื้อขาย แต่ความสัมพันธ์นี้จะไม่ผลต่อหุ้นขนาดเล็กและดัชนีความเชื่อมั่นของนักลงทุน

Tantaopas, Padungsaksawasdi et al. (2016) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างความสนใจของนักลงทุน กับ ผลตอบแทนความผันผวนและปริมาณการซื้อขายจากตลาดหุ้นใน Asia Pacific จำนวน 10 ประเทศ ได้แก่ ออสเตรเลีย ฮองกง ญี่ปุ่น เกาหลี นิวซีแลนด์ สิงคโปร์ จีน อินเดีย มาเลเซีย และประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2004 ถึง 2014 โดยผลการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงเชิงลบจะมีความผันผวนสูงกว่าการเปลี่ยนแปลงเชิงบวก และความผันผวนจะลดลงเมื่อตลาดหุ้นอยู่ในสภาพแวดล้อมที่ดีขึ้น ทำให้ความเป็นไปได้ที่จะทำกำไรจากความผันผวนของราคาจะลดลง จึงสรุปได้ว่าความสนใจของนักลงทุนสูงขึ้นเมื่อมีความผันผวนของอัตราผลตอบแทนสูงขึ้น

Ungeheuer (2017) ศึกษาความสนใจของนักลงทุนกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลจำนวนการเข้าชม Wikipedia ของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาซึ่งอยู่ใน CRSP's NYSE, AMEX และ NASDAQ โดยใช้ข้อมูลในช่วง มกราคม 2008 ถึง ธันวาคม 2015 จากการศึกษาพบว่า เมื่อจัดเรียงลำดับหลักทรัพย์ตามผลตอบแทนรายวันและแบ่งเป็นเปอร์เซ็นต์ไทล์ โดยหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนรายวันสูงสุดและต่ำสุดซึ่งอยู่ในเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 1 – 9 และเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 92 – 100 มีผลกับระดับความสนใจเกินปกติของนักลงทุน แต่เปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 10 – 91 ไม่มีความสัมพันธ์กับระดับความสนใจผิดปกติของนักลงทุน

Kim, LuČivjanská et al. (2019) การคาดการณ์อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติในอนาคต ปริมาณการซื้อขายและความผันผวนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดนอร์เวย์ โดยใช้ข้อมูลมาจาก Yahoo! Finance, Google Trends และ ห้องสมุดออนไลน์ของ Bernt Arne Ødegaard ตั้งแต่ 2 มกราคม 2012 ถึง 2 มกราคม 2017 เนื่องด้วยตลาดหุ้นนอร์เวย์มีจำนวนหุ้นที่น้อย ซึ่งผลที่ได้คือการค้นหาผ่าน Google สามารถอธิบายและคาดการณ์ปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนมากขึ้นกว่าปกติ และความผันผวนไม่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน

## 2.3 สมมติฐาน (Hypothesis Development)

### ตารางที่ 2.1 การคาดการณ์ทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปร

ตารางแสดงการคาดการณ์ทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระในที่นี้คือค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ, ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนและอัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ และข้อมูลความคิดเห็นของผู้วิจัยซึ่งนำทฤษฎีและแนวคิดรวมถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อสนับสนุนการคาดการณ์

ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	ทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดการณ์	ความคิดเห็น
ความสนใจของนักลงทุน (ATTit)	ความสนใจของนักลงทุนในสัปดาห์ก่อนหน้า (ATTit-1)	+	ความสนใจของนักลงทุนในปัจจุบันมีอิทธิพลมาจากความสนใจก่อนหน้า สอดคล้องกับแนวคิดด้านพฤติกรรมการลงทุนตามกัน (Herd Behavior) เช่นการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ได้รับความสนใจในการซื้อขายมากจะได้รับความสนใจต่อเนื่องจากนักลงทุนรายอื่น ๆ อาจเรียกได้ว่าเป็นการลงทุนตามกัน
ค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ (ABSOLUTE ABRETURNit)		+	ความสัมพันธ์ระหว่างความสนใจของนักลงทุนกับค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกตินั้นมีความสัมพันธ์กันในทิศทางบวก เนื่องจากผลตอบแทนเกินปกติเป็นได้ทั้งด้านบวกและลบขึ้นอยู่กับข่าวสารที่ได้รับ ซึ่งอาจมีทั้งข่าวดีและข่าวร้าย ดังเช่นงานวิจัยของ Da, Engelberg et al. (2011), Joseph, Wintoki et al. (2011) และ Takeda and Wakao (2014) และ Vozlyublenniaia (2014)
ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน (VOLit)		+	ความสัมพันธ์ของความสนใจของนักลงทุนความสนใจในทิศทางบวกกับความผันผวนของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่นักลงทุนให้ความสนใจจะมีแนวโน้มทำให้ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้น เนื่องจากนักลงทุนรับรู้ข้อมูลในตลาดก่อนทำการซื้อขาย ดังงานวิจัยของ Aouadi, Aroui et al. (2013) และ Tantaopas, Padungsaksawasdi et al. (2016) แต่งานวิจัยของ Kim, LuČvjanská et al. (2019) ได้ผลตรงกันข้ามคือความผันผวนไม่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน

ตารางที่ 2.1 การคาดการณ์ทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปร (ต่อ)

ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	ทิศทาง ความสัมพันธ์ ที่คาดการณ์	ความคิดเห็น
อัตราหมุนเวียน การซื้อขาย (TOVERit)		+	ความสัมพันธ์ของความสนใจของนักลงทุนมีความสนใจในทิศทางบวกกับอัตราหมุนเวียนการซื้อขายดังงานวิจัยของ Da, Engelberg et al. (2011), Joseph, Wintoki et al. (2011), Aouadi, Arouri et al. (2013) และ Kim, LuČivjanská et al. (2019) ที่ได้สรุปว่าความสนใจของนักลงทุนที่มากขึ้นจะส่งผลให้อัตราหมุนเวียนการซื้อขายมากขึ้นเช่นกัน
ความสนใจของ นักลงทุน (ATTit)	ความสนใจของ นักลงทุนในสัปดาห์ ก่อนหน้า (ATTit-1)	+	ความสนใจของนักลงทุนในปัจจุบันมีอิทธิพลมาจากความสนใจก่อนหน้า สอดคล้องกับแนวคิดด้านพฤติกรรมการลงทุนตามกัน (Herd Behavior) เช่น การลงทุนในหลักทรัพย์ที่ได้รับความสนใจในการซื้อขายมากจะได้รับความสนใจต่อเนื่องจากนักลงทุนรายอื่นๆ อาจเรียกได้ว่าเป็นการลงทุนตามกัน
	ค่าสัมบูรณ์ของ ผลตอบแทนเกิน ปกติในสัปดาห์ก่อน หน้า (ABSULOUE ABRETURNit-1)	+	ผลตอบแทนในด้านบวกหรือลบ ล้วนส่งผลให้นักลงทุนเลือกที่จะลงทุนได้ทั้งสองด้าน ขัดแย้งกับทฤษฎีความพึงพอใจ กล่าวคือผลขาดทุนจะส่งผลกระทบด้านจิตใจของนักลงทุน ได้มากกว่าหรือให้นักลงทุนให้ความสำคัญกับข่าวลบมากกว่า ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Tantaopas, Padungsaksawasdi et al. (2016) แต่ความเป็นจริงแล้วหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนเกินปกติสามารถทำให้นักลงทุนสนใจได้เช่นกัน
	ความผันผวนของ อัตราผลตอบแทน ในสัปดาห์ก่อนหน้า (VOLit-1)	+	หลักทรัพย์ที่มีความผันผวนของอัตราผลตอบแทนสูงส่งผลให้นักลงทุนเกิดความสนใจในหลักทรัพย์นั้น เนื่องจากต้องการทราบสาเหตุของความผันผวนนั้นว่ามีเหตุการณ์ใดที่เกิดขึ้นในอดีต สอดคล้องกับงานวิจัยครั้งนี้ Aouadi, Arouri et al. (2013)
	อัตราหมุนเวียนการ ซื้อขายในสัปดาห์ ก่อนหน้า (TOVERit-1)	+	หลักทรัพย์ที่มีอัตราหมุนเวียนการซื้อขายเพิ่มขึ้นอย่างผิดปกติเป็นการส่งสัญญาณและทำให้นักลงทุนสนใจมากขึ้นตามทฤษฎีพฤติกรรมการลงทุนตามกัน คือเมื่อมีการซื้อขายมากขึ้นทำให้นักลงทุนมีความสนใจที่จะหาข้อมูลเพิ่มขึ้น

จากตัวแปรข้างต้นสามารถสรุปได้ดังตารางที่ 2.1 ซึ่งจะระบุตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และการคาดการณ์ทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรของงานวิจัย เพื่อตั้งสมมติฐานงานวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ความสนใจของนักลงทุนมีความสัมพันธ์กับค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน และอัตราหมุนเวียนการซื้อขาย

สมมติฐานที่ 2 ค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนเกินปกติ และอัตราหมุนเวียนการซื้อขายมีความสัมพันธ์กับความสนใจของนักลงทุน



## บทที่ 3

### วิธีการทางสถิติ

#### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)

##### 3.1.1 Keyword selection

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสนใจของนักลงทุนซึ่งวัดจากดัชนีปริมาณการค้นหาข้อมูล กับผลตอบแทนเกินปกติ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนและอัตราหมุนเวียนการซื้อขายของหลักทรัพย์ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างเดือนมกราคมปี 2557 ถึงเดือนธันวาคมปี 2561 ซึ่งเป็นข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative) โดยข้อมูลวัดจาก Search Volume Index หรือ SVI ผ่าน Google Trends (<https://trends.google.co.th/trends/>) ข้อมูลที่ได้จะมีความถี่ในการค้นหาคำเฉพาะเจาะจงของผู้ใช้งานบนเว็บ Google และสามารถระบุทั้งเวลาและสถานที่ที่ผู้ใช้เข้าถึงได้ ทั้งนี้ค่า SVI ที่ได้จะเป็นข้อมูลรายสัปดาห์โดยมีค่าตั้งแต่ 0 – 100 ซึ่งเป็นค่าเชิงสัมพัทธ์ (Relative) เปรียบเทียบกับปริมาณครั้งในการค้นหาทั้งหมดใน Google ของคำนั้นๆ ในแต่ละช่วงเวลาและสถานที่ ค่า SVI ที่ได้หมายถึงความสนใจในการค้นหาเมื่อเทียบกับจุดสูงสุดในภูมิภาคและเวลาที่ระบุ โดยค่า 100 หมายถึงความนิยมสูงสุดของคำนั้น, ค่า 50 หมายความว่าคำนั้นมีความนิยมเพียงครึ่งเดียว ส่วนค่า 0 หมายถึงมีข้อมูลสำหรับคำนั้นไม่เพียงพอ

##### 3.1.2 Sample selection

กลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษาคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเก็บข้อมูลเป็นรายสัปดาห์ตั้งแต่เดือนมกราคมปี 2557 ถึงเดือนธันวาคมปี 2561 และจากงานวิจัยของ Da, Engelberg et al. (2011) และ Joseph, Wintoki et al. (2011) ได้ระบุ 2 ปัญหาหลักๆ ในการดึงข้อมูลคือ 1) ผู้ค้นหา ค้นหาข้อมูลด้วยคำเฉพาะเจาะจง อาจต้องการเพียงหาข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อการลงทุน และ 2) อาจมีคำที่มีความหมายสื่อไปในทิศทางอื่น เนื่องจากเป็นคำที่มีความหมายกว้างเกินไป เพื่อลดปัญหาดังกล่าวผู้วิจัยจึงอ้างอิงการคัดเลือกใช้ข้อมูล (Sample Selection) จาก Takeda and Wakao (2014) ดังนี้



3.1.2.1 ชื่อย่อหลักทรัพย์ที่มีความหมายกว้างเกินไปหรือสื่อถึงข้อมูลด้านอื่นที่ไม่ใช่ข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์เช่น หุ้น AIT คือหลักทรัพย์ของ บริษัท แอ็ดวานซ์ อินฟอร์เมชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) แต่เมื่อค้นหาใน Google จะได้ผลลัพธ์เป็น Asian Institute of Technology หรือสถาบันเทคโนโลยีแห่งเอเชีย , หุ้น TU คือหลักทรัพย์ของบริษัท ไทยยูเนี่ยน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) แต่เมื่อค้นหาใน Google จะได้ผลลัพธ์เป็น Thammasat University (TU) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ หรือ หุ้น SIRI คือหลักทรัพย์ของบริษัท บริษัท แอสเสอรี่ จำกัด (มหาชน) แต่เมื่อค้นหาใน Google จะได้ผลลัพธ์เป็น SIRI – Apple คือผู้ช่วยอัจฉริยะบนอุปกรณ์ Apple

3.1.2.2 บริษัทที่ไม่ได้อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ตลอดระยะเวลาที่ศึกษาเนื่องจากในช่วงระยะเวลาที่ทำการวิจัยมีหลักทรัพย์ที่เข้าและออกจากตลาดหลักทรัพย์รวมถึงการถูกควบรวมกิจการ จึงทำให้หลักทรัพย์ดังกล่าวมีราคาไม่ครบในช่วงเวลาที่ทำการวิจัย

3.1.2.3 บริษัทที่มีการเปลี่ยนชื่อย่อหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ศึกษาเนื่องจากจะทำให้คำที่ใช้ในการค้นหาเปลี่ยนแปลงไปและจะทำให้ข้อมูลที่ได้อาจไม่ถูกต้องเพราะค่า SVI เป็นค่าในเชิงเปรียบเทียบ

3.1.2.4 หลักทรัพย์ที่ไม่มีราคาในตลาด เช่น ขึ้น "SP" ย่อมาจากคำว่า SUSPENSION ตลาดจะติดป้าย SP เพื่อห้ามการซื้อขายหุ้นจดทะเบียนชั่วคราวเนื่องจากบริษัทไม่จัดส่งงบการเงินตามข้อบังคับ หรือบริษัทอยู่ในข่ายอาจถูกเพิกถอนหลักทรัพย์ และต้องเสนอแผนการฟื้นฟูกิจการต่อตลาดหลักทรัพย์ ภายในเวลาที่กำหนด

3.1.2.5 บริษัทที่มีค่า SVI = 0 เกินกว่า 5 สัปดาห์ติดต่อกัน แสดงถึงข้อมูลชื่อย่อหลักทรัพย์ที่มีการค้นหาบ่อยมากเป็นเวลาประมาณ 1 เดือนเมื่อเปรียบเทียบกับข้อมูลช่วงอื่น ๆ

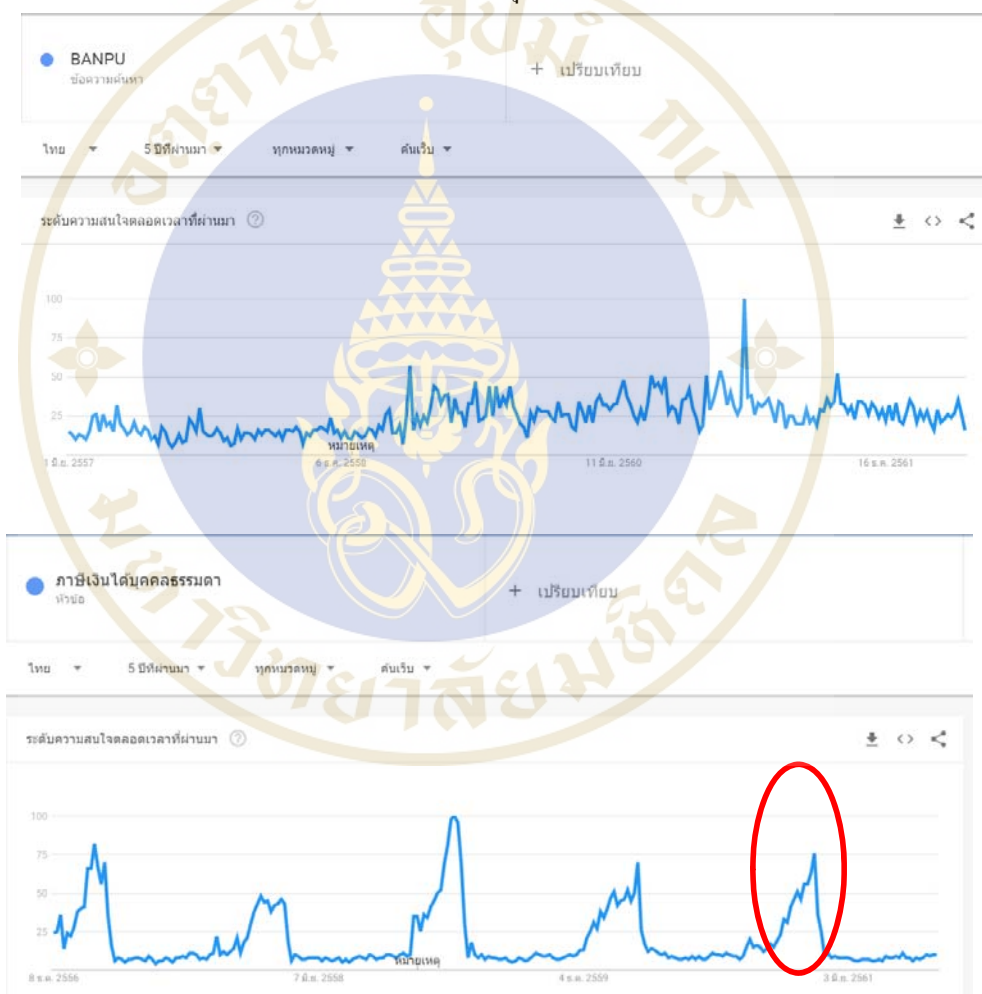
3.1.2.6 บริษัทที่มีค่า SVI < 10 เกินกว่า 105 สัปดาห์ แสดงถึงข้อมูลชื่อย่อหลักทรัพย์ที่มีจำนวนการค้นหาต่ำเป็นเวลาประมาณ 2 ปีเมื่อเปรียบเทียบกับข้อมูลช่วงอื่น ๆ

บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	546
หัก ชื่อย่อหลักทรัพย์ที่มีความหมายกว้างเกินไปหรือไม่เหมาะสม	88
หัก บริษัทที่ไม่ได้อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ตลอดระยะเวลาที่ศึกษา	76
หัก บริษัทที่มีการเปลี่ยนชื่อย่อหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ศึกษา	24
หัก หลักทรัพย์ที่ไม่มีราคาในตลาด	20
หัก บริษัทที่มีค่า SVI = 0 เกินกว่า 5 สัปดาห์ติดต่อกัน	83
หัก บริษัทที่มีค่า SVI < 10 เกินกว่า 105 สัปดาห์	3
จำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในการวิจัย	252

### 3.2 ตัวแปร (Variables)

#### 3.2.1 ความสนใจของนักลงทุน (ATT: Investor’s Attention)

Google Trends เป็นเว็บไซต์ของ Google ที่ให้บริการตรวจสอบความนิยมของคำค้นหาหรือเว็บไซต์ในช่วงเวลาที่กำหนด เริ่มต้นตั้งแต่ปี 2004 นอกจากให้บริการค้นหาความนิยมแล้ว Google ยังให้บริการในชื่อ Hot Trend สำหรับตรวจดูความนิยมในแต่ละวันด้วย ซึ่งข้อมูลที่ได้เรียกว่า Search Volume Index (SVI) จะเป็นข้อมูลรายสัปดาห์ มีค่าตั้งแต่ 0 – 100 โดยช่วงเวลาที่มียอดเท่ากับ 100 คือช่วงที่มีการค้นหามากที่สุดของคำนั้นในช่วงที่เลือกข้อมูล ผู้วิจัยใช้ข้อมูลดัชนีคำค้นหาโดยใช้ตัวอย่างของหลักทรัพย์เป็นตัวแทนของความสนใจของนักลงทุน



ภาพที่ 3.1 ตัวอย่างข้อมูลคำค้นหา “BANPU” และ “ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา”

ที่มา : Google Trends

จะเห็นได้ว่า Search Volume Index (SVI) สามารถใช้เป็นตัวแทนของความสนใจของนักลงทุนได้ดี โดยจากรูปจะเห็นคำค้นหาว่า “BANPU” ถูกค้นหามากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วงที่ศาลประกาศตัดสินพิพากษาคดีโรงไฟฟ้าโครงการหงสาของ บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นจำเลยและมีมูลค่าถูกฟ้องร้องสูงประมาณ 3 หมื่นล้านบาท จึงทำให้มีคนสนใจข่าวและผลกระทบของราคาหุ้นในอนาคตด้วยการค้นหาข้อมูลบริษัทผ่าน Google ในช่วงเดือนมีนาคม 2018 ขณะที่คำว่า “ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา” จะถูกค้นหามากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วงที่กรมสรรพากรมีการเปิดให้ยื่นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา ซึ่งจะเป็นช่วงเดือน มกราคม ถึง มีนาคม ของในปีถัดไป

3.2.2 ค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ (ABSOLUTE ABRETURNS: Absolute Abnormal Return) ค่าสัมบูรณ์ผลตอบแทนเกินปกติถูกคำนวณเป็นรายสัปดาห์โดยใช้ Market Model และใช้ข้อมูลของหลักทรัพย์จากฐานข้อมูลของ Thomson Reuters

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

โดยที่	$i$	คือ	หลักทรัพย์
	$t$	คือ	ช่วงเวลา (สัปดาห์)
	$\beta_i$	คือ	ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับตลาด
	$R_{m,t}$	คือ	อัตราผลตอบแทนตลาดในช่วงเวลา $t$
	$\varepsilon_{i,t}$	คือ	อัตราผลตอบแทนส่วนเกิน : $\varepsilon_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i R_{m,t}$

3.2.3 ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน (VOL: Return Volatility)

ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนคำนวณจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของผลตอบแทนรายวันในแต่ละสัปดาห์

$$VOL_{i,t} = \sqrt{\frac{\sum(Daily Return_{i,t} - Average\ 5\ Days\ Daily\ Return_{i,t})^2}{n - 1}}$$

โดยที่	$i$	คือ	หลักทรัพย์
	$t$	คือ	ช่วงเวลา (สัปดาห์)
	$n$	คือ	จำนวนวันในสัปดาห์ $t$

### 3.2.4 อัตราหมุนเวียนการซื้อขาย (TOVER: Trading Turnover)

อัตราหมุนเวียนการซื้อขายแสดงถึงปริมาณการทำธุรกรรมซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์ โดยคำนวณจากมูลค่าการซื้อขาย (Trading Value) หารมูลค่าตามราคาตลาดของของหลักทรัพย์ (Market Capitalization) ซึ่งอัตราหมุนเวียนการซื้อขายสามารถเปรียบเทียบบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีราคาหุ้นและจำนวนหุ้นที่แตกต่างกันได้ โดยดึงข้อมูลจาก Thomson Reuters

$$TOVER_{i,t} = \frac{\text{Total Trading Turnover in a week}_{i,t}}{\text{Market Capitalization of Company}_{i,t}}$$

โดยที่  $i$  คือ หลักทรัพย์

$t$  คือ ช่วงเวลา (สัปดาห์)

### 3.3 Estimation Method

จากการที่ต้องการทราบปัจจัยตลาดที่ทำให้นักลงทุนเกิดความสนใจในหุ้น ขณะเดียวกันก็ต้องการที่จะทราบถึงผลกระทบของความสนใจของนักลงทุนที่มีต่อปัจจัยตลาดซึ่งเป็นรูปแบบความสัมพันธ์ลักษณะ 2 ทาง จึงต้องใช้แบบจำลองที่สามารถศึกษาถึงความสัมพันธ์เชิงพลวัต (Dynamic Model) ประกอบกับข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลอนุกรมภาคตัดขวาง (Panel Data) การวิเคราะห์ข้อมูลจึงเลือกใช้แบบจำลองอนุกรมภาคตัดขวางเชิงพลวัต (Vector Autoregression Model) ซึ่งสามารถแสดงรูปแบบความสัมพันธ์ได้ดังนี้

รูปแบบของแบบจำลอง Panel VAR ที่ใช้ในการทดสอบ

$$\begin{aligned} ATT_{it} &= \beta_{1,0} + \beta_{1,1}ATT_{i,t-1} + \beta_{1,2}ABS\ ABRETURN_{i,t-1} + \beta_{1,3}TOVER_{i,t-1} + \beta_{1,4}VOL_{i,t-1} + \alpha_{1i} + \varepsilon_{1i,t} \\ ABS\ ABRETURN_{it} &= \beta_{2,0} + \beta_{2,1}ATT_{i,t-1} + \beta_{2,2}ABS\ ABRETURN_{i,t-1} + \beta_{2,3}TOVER_{i,t-1} + \beta_{2,4}VOL_{i,t-1} + \alpha_{2i} + \varepsilon_{2i,t} \\ TOVER_{it} &= \beta_{3,0} + \beta_{3,1}ATT_{i,t-1} + \beta_{3,2}ABS\ ABRETURN_{i,t-1} + \beta_{3,3}TOVER_{i,t-1} + \beta_{3,4}VOL_{i,t-1} + \alpha_{3i} + \varepsilon_{3i,t} \\ VOL_{it} &= \beta_{4,0} + \beta_{4,1}ATT_{i,t-1} + \beta_{4,2}ABS\ ABRETURN_{i,t-1} + \beta_{4,3}TOVER_{i,t-1} + \beta_{4,4}VOL_{i,t-1} + \alpha_{4i} + \varepsilon_{4i,t} \end{aligned}$$

สามารถเขียนในรูปของเมทริกซ์ ได้ดังนี้

$$\begin{bmatrix} ATT_{i,t} \\ ABRETURN_{i,t} \\ VOL_{i,t} \\ TOVER_{i,t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & ATT_{i,t-1} & TOVER_{i,t-1} & VOL_{i,t-1} & ABS\ ABRETURN_{i,t-1} \\ 1 & ATT_{i,t-1} & TOVER_{i,t-1} & VOL_{i,t-1} & ABS\ ABRETURN_{i,t-1} \\ 1 & ATT_{i,t-1} & TOVER_{i,t-1} & VOL_{i,t-1} & ABS\ ABRETURN_{i,t-1} \\ 1 & ATT_{i,t-1} & TOVER_{i,t-1} & VOL_{i,t-1} & ABS\ ABRETURN_{i,t-1} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \beta_0 \\ \beta_1 \\ \beta_2 \\ \beta_3 \\ \beta_4 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \alpha_{1i} \\ \alpha_{2i} \\ \alpha_{3i} \\ \alpha_{4i} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1i,t} \\ \varepsilon_{2i,t} \\ \varepsilon_{3i,t} \\ \varepsilon_{4i,t} \end{bmatrix}$$

สามารถอธิบายการทำแบบจำลองอนุกรมภาคตัดขวางเชิงพลวัต ได้ดังนี้

### 3.3.1 ความสนใจของนักลงทุน

ได้จากข้อมูล SVI จาก Google Trend และข้อมูลตลาดจาก Thomson Reuters นำมาจัดเรียงเป็นข้อมูลคิบใน Microsoft Excel เพื่อนำไปประมวลผลผ่าน โปรแกรมทางสถิติ

### 3.3.2 ทดสอบความนิ่งของข้อมูล

เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบเป็นข้อมูลที่มีลักษณะเป็นข้อมูลอนุกรมเวลาและภาคตัดขวางที่อาจจะทำให้ข้อมูลไม่สามารถเข้าหาค่าเฉลี่ย หรือข้อมูลมีลักษณะไม่นิ่ง (Non-Stationary) ได้ ผู้ศึกษาจึงทำการทดสอบความนิ่งของข้อมูลเพื่อหลีกเลี่ยงข้อมูลที่มีค่าเฉลี่ย (Mean) และความแปรปรวน (Variance) ที่ไม่คงที่และเพื่อไม่ให้เกิดปัญหาความสัมพันธ์ที่ไม่แท้จริง (Spurious Problem) โดยการทดสอบสมมติฐานด้วยวิธี Levin, Lin and Chu (LLC) Test และ วิธี Im, Pesaran and Shin (IPS) Test

### 3.3.3 ทดสอบการเลือกแบบจำลองที่เหมาะสม

การคัดเลือกแบบจำลองที่เหมาะสม (Optimal Lag Length) โดยการคำนวณค่าที่ใช้เป็นเกณฑ์ 5 ค่าด้วยกันคือ CD, J, MBIC, MAIC และ MQIC โดยค่า Coefficient of Determination (CD) จะสะท้อนถึงความสามารถในการอธิบายตัวแปรตามของแบบจำลอง (ยิ่งมากยิ่งดี) ค่า Hansen's J Statistic (J) จะแสดงถึงความมีนัยสำคัญทางสถิติของแบบจำลอง (ยิ่งมากยิ่งดี) ส่วน MBIC, MAIC และ MQIC ที่ใช้วัดความแม่นยำนั้นจะมีการคำนึงถึงผลเสียของการใช้จำนวนตัวอย่างไม่น้อยเกินไป หรือการใช้ตัวแปรอิสระที่มากเกินไป (ค่ายิ่งน้อยยิ่งดี) จากนั้นจึงทำการคัดเลือกแบบจำลอง ซึ่งจากข้อมูลที่ใช้ในแบบจำลอง PVAR ในครั้งนี้เป็นข้อมูลอนุกรมเวลา จึงต้องคำนึงถึงการเลือก Lag Length ที่เหมาะสม โดยการพิจารณาจากการค่าสถิติทดสอบ 3 วิธี 1) MBIC 2) MAIC และ 3) MQIC ที่ใช้วัดความแม่นยำโดยจะมีการคำนึงถึงผลเสียของการใช้จำนวนตัวอย่างไม่น้อยเกินไป หรือการใช้ตัวแปรอิสระที่มากเกินไป (ยิ่งมีค่าน้อยยิ่งดี)

### 3.3.4 ทดสอบอิทธิพลคงที่

เนื่องจากข้อมูลเป็นข้อมูลอนุกรมภาคตัดขวาง (Panel Data) และมีคุณสมบัติเป็น Time series จึงอาจเกิดปัญหารูปแบบความสัมพันธ์ที่ต่างกัน ซึ่งอาจทำให้ Error term สัมพันธ์กับตัวแปร X จึงต้องทดสอบ Fixed Effect

### 3.3.5 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยทำ Granger Causality Test เป็นแนวคิดและวิธีทดสอบ โดยสมมติว่ามีตัวแปรจำนวน 2 ตัว คือ X และ Y ในลักษณะที่เป็น ข้อมูลอนุกรมเวลา ถ้าการเปลี่ยนแปลงของ X เป็นต้นเหตุของการเปลี่ยนแปลง Y แล้วการเปลี่ยนแปลงของ X ก็ควรที่จะเกิดขึ้นก่อนการเปลี่ยนแปลงของ Y ดังนั้นถ้า X เป็นต้นเหตุให้เกิดการเปลี่ยนแปลงใน Y เจื่อนไข 2 ประการที่จะต้องเกิดขึ้น คือ 1) จะช่วยในการทำนาย Y หมายความว่าในการถดถอยของ Y กับค่าที่ผ่านมาของ X ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวแปรอิสระควรที่จะมีส่วนช่วยในการเพิ่มอำนาจการอธิบาย (explanatory power) ของสมการถดถอยอย่างมีนัยสำคัญ 2) ไม่ควรใช้ Y ในการทำนาย X เนื่องจากว่า ถ้า X สามารถช่วยในการทำนาย Y และ Y ก็สามารถช่วยทำนาย X ได้ นั่นหมายความว่า ควรจะมีตัวแปรอื่นอีกหนึ่งตัวหรือมากกว่านั้นที่เป็นสาเหตุให้เกิดการเปลี่ยนแปลงทั้งใน X และ Y ซึ่งการทดสอบสมมติฐาน (Hypothesis Testing) ผ่านการกระจายข้อมูลแบบไคสแควร์

### 3.3.6 ทดสอบปฏิกริยา

ทดสอบผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรในแบบจำลองผ่านการวิเคราะห์ปฏิกริยาและระยะเวลาที่ส่งผล (Impulse Response Function: IRF) ซึ่งเป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์การตอบสนอง (Response) ของตัวแปรหนึ่ง เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลง (Impulse หรือ Shock) ของตัวแปรอีกตัวแปรหนึ่งในระบบ

## บทที่ 4

### ผลการทดสอบ

#### 4.1 ทดสอบความนิ่งของตัวแปร (Unit Root Test)

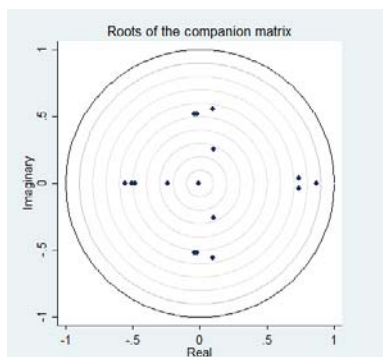
ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลอนุกรมภาคตัดขวาง (Panel Data) ซึ่งเป็น Cross section และ Time series ทำให้มีอาการปัญหาคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล (Stationary) ด้วยการทำ Unit Root Test วิธี Levin, Lin and Chu (LLC) Test และ Im, Pesaran and Shin (IPS) Test ได้ดังนี้

ตารางที่ 4.1 แสดงผลการทดสอบความนิ่งของตัวแปร (Unit Root Test)

แสดงผลการทดสอบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล (Stationary) ด้วยการทำ Unit Root Test ด้วยวิธี Levin, Lin and Chu (LLC) Test และ Im, Pesaran and Shin (IPS) Test ซึ่งวิธี LLC จะแสดงค่า Adjusted t\* และวิธี IPS จะแสดงค่า Z-t-tilde-bar โดย \*\*\*, \*\* และ \* แสดงถึงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.1 ตามลำดับ

	ABSOLUTE							
	ATT		ABRETURN		VOL		TOVER	
LLC	-81.627	***	-1.50E+02	***	1.20E+02	***	-88.767	***
IPS	-1.30E+02	***	-1.70E+02	***	1.60E+02	***	1.20E+02	***

จากการทดสอบข้างต้นจะเห็นได้ว่าตัวแปรทุกตัวให้ค่า p-value อยู่ในช่วงปฏิเสธสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) ทั้งหมด ซึ่งสะท้อนว่าตัวแปรทุกตัวมีคุณสมบัติความนิ่งทำให้สามารถนำไปใช้ในการประมาณการได้ และจากการทดสอบ pvarstable เป็นการทดสอบความเสถียรของระบบ แสดงดังภาพที่ 4.1



ภาพที่ 4.1 ผลการทดสอบ pvarstable

#### 4.2 ทดสอบ Optimal Lag Length

การหา Optimal Lag Length ที่เหมาะสมของแบบจำลอง ว่าจำนวนข้อมูลย้อนหลังว่าควรมีระยะเวลาย้อนหลังกี่สัปดาห์ โดยการคำนวณค่าที่ใช้เป็นเกณฑ์ 5 ค่าด้วยกันคือ CD, J, MBIC, MAIC และ MQIC โดยค่า Coefficient of Determination (CD) จะสะท้อนถึงความสามารถในการอธิบายตัวแปรตามของแบบจำลอง (ยิ่งมากยิ่งดี) ค่า Hansen's J Statistic (J) จะแสดงถึงความมีนัยสำคัญทางสถิติของแบบจำลอง (ยิ่งมากยิ่งดี) ส่วน MBIC, MAIC และ MQIC ที่ใช้วัดความแม่นยำนั้นจะมีการคำนึงถึงผลเสียของการใช้จำนวนตัวอย่างที่น้อยเกินไป หรือการใช้ตัวแปรอิสระที่มากเกินไป (ค่ายิ่งน้อยยิ่งดี)

จากนั้นจึงทำการคัดเลือกแบบจำลอง ซึ่งจากข้อมูลที่ใช้ในแบบจำลอง PVAR ในครั้งนี้เป็นข้อมูลอนุกรมเวลา จึงต้องคำนึงถึงการเลือก Lag Length ที่เหมาะสม โดยการพิจารณาจากการค่าสถิติทดสอบ 3 วิธี 1) MBIC 2) MAIC และ 3) MQIC ที่ใช้วัดความแม่นยำโดยจะมีการคำนึงถึงผลเสียของการใช้จำนวนตัวอย่างที่น้อยเกินไปหรือการใช้ตัวแปรอิสระที่มากเกินไป (ยิ่งมีค่าน้อยยิ่งดี)

##### ตารางที่ 4.2 ผลการทดสอบ Optimal Lag Length

แสดงผลการทดสอบว่าแบบจำลองควรมีระยะเวลาย้อนหลังกี่สัปดาห์ โดยใช้หลักเกณฑ์ในการวัดด้วย MBIC เนื่องจากมีการคำนึงถึงผลเสียของการใช้จำนวนตัวอย่างที่น้อยเกินไปหรือการใช้ตัวแปรอิสระที่มากเกินไป โดยดูระยะเวลาย้อนหลัง(Lag) ที่มีค่าน้อยที่สุด

Lag	CD	J	J pvalue	MBIC	MAIC	MQIC
1 Week	0.744	851.537	2.240E-53	-2495.524	243.537	-606.939
2 Weeks	0.797	565.730	2.790E-20	-2605.170	-10.270	-815.985
3 Weeks	0.809	383.663	0.0000	-2611.075	-160.337	-921.289
4 Weeks	0.825	267.905	0.292	-2550.673	-244.095	-960.286
5 Weeks	0.833	126.000	1.000	-2516.416	-353.999	-1025.429

ผลการทดสอบจำนวน Lag ที่เหมาะสมของแบบจำลอง จะพิจารณาจากค่า MBIC (Bayesian Information Criterion) ที่มีค่าต่ำที่สุด จะพบว่าแบบจำลองที่มีตัวแปรอิสระย้อนหลังเป็นระยะเวลา 3 สัปดาห์ที่ส่งผลต่อความสนใจของนักลงทุนในระยะเวลาที่ทำการศึกษา ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติและสะท้อนถึงความแม่นยำของแบบจำลองได้ดีที่สุด ดังตารางที่ 4.2



### 4.3 ทดสอบ Granger Causality Test

ทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรแบบ 2 ทาง ซึ่งเป็นการทดสอบการกระจายตัวแบบไคสแควร์

ตารางที่ 4.3 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรในแบบจำลอง

แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ในแบบจำลองของตัวแปรค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ, ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนและอัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ ผ่านการกระจายข้อมูลแบบไคสแควร์ โดย \*\*\*,\*\* และ \* แสดงถึงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.1 ตามลำดับ

แบบจำลอง	ตัวแปร	chi2	df	prob > chi2	Significant
ATT	ABSOLUTE				
	ABRETURN	16.069	3	0.001	***
	VOL	11.199	3	0.011	**
	TOVER	36.196	3	0.000	***
	ALL	72.125	9	0.000	***
ABSOLUTE	ABRETURN				
	ATT	342.285	3	0.000	***
	VOL	37.053	3	0.000	***
	TOVER	1.733	3	0.630	
	ALL	370.076	9	0.000	***
VOL	ATT	463.138	3	0.000	***
	ABSOLUTE				
	ABRETURN	68.940	3	0.000	***
	TOVER	4.254	3	0.235	
	ALL	601.564	9	0.000	***
TOVER	ATT	280.036	3	0.000	***
	ABSOLUTE				
	ABRETURN	27.946	3	0.000	***
	VOL	24.247	3	0.000	***
	ALL	343.057	9	0.000	***

สมมติฐาน : ตัวแปรต้นมีผลต่อตัวแปรตาม

จากผลการทดสอบในตารางที่ 4.3 จะเห็นได้ว่าความสนใจของนักลงทุนที่เปลี่ยนไปจะส่งผลต่อค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน และ อัตราหมุนเวียนการซื้อขาย โดยมีความสัมพันธ์ในลักษณะ 2 ทาง ในขณะที่ค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ส่งผลต่อ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน ด้วยโดยมีความสัมพันธ์ในลักษณะ 2 ทาง อีกทั้งอัตราหมุนเวียนการซื้อขาย ส่งผลต่อค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติ และ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน ในลักษณะทิศทางเดียว

จะเห็นได้ว่าปัจจัยด้านความสนใจของนักลงทุน มีความเป็นเหตุเป็นผลต่อตัวแปรตามอื่นมากที่สุด ขณะที่ค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติ อัตราหมุนเวียนการซื้อขาย และ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนแสดงถึงความสัมพันธ์ต่อตัวแปรตามในลำดับถัดมา

#### 4.4 ทดสอบปฏิกริยาการตอบสนองของตัวแปร (Impulse Response Function: IRF)

4.4.1 ปฏิกริยาการตอบสนองของความสนใจของนักลงทุนในอดีตต่อความสนใจของนักลงทุนในช่วงเวลาถัดไป

จากภาพที่ 4.2.1 แสดงถึงความสนใจของนักลงทุนในอดีตต่อความสนใจของนักลงทุนในช่วงเวลาถัดไป (Attention to Attention) จะเห็นได้ว่า ความสนใจของนักลงทุนที่มีการเปลี่ยนแปลงไปจะส่งผลทำให้ความสนใจของนักลงทุนเพิ่มขึ้นอย่างฉับพลัน ซึ่งความเชื่อมั่น 95% ที่อยู่ด้านบวกแสดงถึงความมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับพฤติกรรมการลงทุนตามกันของนักลงทุนเป็นปัจจัยที่ทำให้เกิดความสนใจตามกัน โดยผลกระทบจะค่อนข้างยาวนานกว่าจะกลับเข้าสู่สภาวะปกติ

4.4.2 ปฏิกริยาการตอบสนองของค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในอดีตต่อความสนใจของนักลงทุนในช่วงเวลาถัดไป

จากภาพที่ 4.2.2 แสดงถึงค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในอดีตต่อความสนใจของนักลงทุนในช่วงเวลาถัดไป (Absolute Abnormal Return to Attention) จะเห็นได้ว่าค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เพิ่มขึ้นส่งผลทำให้ความสนใจของนักลงทุนเพิ่มขึ้นในสัปดาห์ที่ 0-2 และลดลงในสัปดาห์ที่ 4-5 จะค่อยๆกลับสู่สภาวะปกติ ซึ่งช่วงความเชื่อมั่น 95% และมีทิศทางเป็นบวก

#### 4.4.3 ปฏิบัติการตอบสนองของอัตราหมุนเวียนการซื้อขายในอดีตต่อความสนใจของนักลงทุนในช่วงเวลาถัดไป

จากภาพที่ 4.2.3 แสดงถึงอัตราหมุนเวียนการซื้อขายในอดีตต่อความสนใจของนักลงทุนในช่วงเวลาถัดไป (Trading Turnover to Attention) ผลการทดสอบพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายทำให้นักลงทุนมีความสนใจเพิ่มขึ้นมากในช่วงสัปดาห์ที่ 0 – 2 และสัปดาห์ที่ 5 และจะกลับเข้าสู่สภาวะปกติ โดยช่วงความเชื่อมั่น 95% เป็นทิศทางที่เป็นบวกสะท้อนความมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานงานวิจัยของ Da, Engelberg et al. (2011), Joseph, Wintoki et al. (2011), Aouadi, Arouri et al. (2013) และ Kim, LuČivjanská et al. (2019) ที่มองว่าเมื่อมีการซื้อขายเพิ่มขึ้นอย่างผิดปกติจะทำให้นักลงทุนเกิดความสนใจมากขึ้น ตามทฤษฎีของพฤติกรรมการลงทุนตามกัน

#### 4.4.4 ปฏิบัติการตอบสนองของความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในอดีตต่อความสนใจของนักลงทุนในช่วงเวลาถัดไป

จากภาพที่ 4.2.4 แสดงถึงความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในอดีตต่อความสนใจของนักลงทุนในช่วงเวลาถัดไป (Volatility to Attention) ผลการทดสอบพบว่าความผันผวนของอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นไม่ส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญกับความสนใจของนักลงทุน ทำให้ช่วงความเชื่อมั่น 95% คร่อมค่าเท่ากับ 0 เป็นส่วนใหญ่ ตรงตามงานวิจัยของ Kim, LuČivjanská et al. (2019) แต่ขัดแย้งกับของงานวิจัย Aouadi, Arouri et al. (2013) และ Tantaopas, Padungsaksawasdi et al. (2016) ที่มองว่าหุ้นที่มีความผันผวนจะมีความน่าสนใจในการลงทุนและทำให้นักลงทุนเกิดความสนใจมากกว่า

#### 4.4.5 ปฏิบัติการตอบสนองของความสนใจของนักลงทุนในอดีตต่อค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาถัดไป

จากภาพที่ 4.2.5 แสดงถึงความสนใจของนักลงทุนในอดีตต่อค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาถัดไป (Attention to Absolute Abnormal Return) ผลการทดสอบพบว่า ความสนใจของนักลงทุนส่งผลต่อค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติโดยส่งผลเพียงเล็กน้อยในสัปดาห์ที่ 1 และจะกลับสู่สภาวะปกติประมาณ 2 – 3 สัปดาห์ โดยความเชื่อมั่น 95% อยู่ในทิศทางบวกสะท้อนความมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังเช่นงานวิจัยของ Da, Engelberg et al. (2011), Joseph, Wintoki et al. (2011) และ Takeda and Wakao (2014)

#### 4.4.6 ปฏิบัติการตอบสนองของความสนใจของนักลงทุนในอดีตต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาถัดไป

จากภาพที่ 4.2.6 แสดงถึงความสนใจของนักลงทุนในอดีตต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาถัดไป (Attention to Volatility) ผลการทดสอบพบว่า ความสนใจของนักลงทุนที่เปลี่ยนแปลงไปส่งผลให้ความผันผวนเพิ่มขึ้น โดยจะส่งผลอย่างมากในสัปดาห์ที่ 1-2 และจะกลับสู่สภาวะปกติประมาณ 6 – 7 สัปดาห์ โดยมีช่วงความเชื่อมั่นอยู่ในทิศทางบวก สะท้อนว่าความสนใจของนักลงทุนมีผลต่อความผันผวนอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Aouadi, Aroui et al. (2013) และ Tantaopas, Padungsaksawasdi et al. (2016) ซึ่งมองว่าหุ้นที่นักลงทุนมีความสนใจมากจะมีความผันผวนของอัตราผลตอบแทนสูงขึ้น เนื่องจากนักลงทุนทำการซื้อขาย หลังจากที่ได้ทำการค้นหาข้อมูลแล้ว

#### 4.4.7 ปฏิบัติการตอบสนองของความสนใจของนักลงทุนในอดีตต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายในช่วงเวลาถัดไป

จากภาพที่ 4.2.7 แสดงถึงความสนใจของนักลงทุนในอดีตต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายในช่วงเวลาถัดไป (Attention to Trading Turnover) ผลการทดสอบพบว่า ความสนใจของนักลงทุนที่เพิ่มขึ้นส่งผลต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายในสัปดาห์ที่ 1-2 ให้เพิ่มขึ้นในเชิงบวก และอยู่ในช่วงความเชื่อมั่น 95% ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Da, Engelberg et al. (2011), Joseph, Wintoki et al. (2011), Aouadi, Aroui et al. (2013) และ Kim, LuČivjanská et al. (2019) ซึ่งสรุปว่าหุ้นที่นักลงทุนมีความสนใจมากจะมีปริมาณการซื้อขายที่สูงกว่าปกติได้

#### 4.4.8 ปฏิบัติการตอบสนองของอัตราผลตอบแทนเกินปกติต่อค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาถัดไป

จากภาพที่ 4.2.8 แสดงถึงค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติต่อค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาถัดไป (Absolute Abnormal Return to Absolute Abnormal Return) ผลการทดสอบพบว่า ค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เปลี่ยนแปลงไปส่งผลให้ค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงถัดไปเปลี่ยนแปลงในทางลบ โดยกระทบในสัปดาห์ที่ 1 – 2 และค่อยกลับเข้าสู่สภาวะปกติภายใน 5 สัปดาห์

4.4.9 ปฏิบัติการตอบสนองของอัตราหมุนเวียนการซื้อขายต่อค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาถัดไป

จากภาพที่ 4.2.9 แสดงถึงอัตราหมุนเวียนการซื้อขายต่อค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาถัดไป (Trading Turnover to Absolute Abnormal Return) ผลการทดสอบพบว่า เมื่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายมากขึ้นจะส่งผลให้ค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติเปลี่ยนไปในทิศทางช่วงสัปดาห์ที่ 0-1 และ 3-5 และส่งผลทางลบในสัปดาห์ที่ 2 แล้วจะค่อยๆปรับตัวเข้าสู่สภาวะปกติ

4.4.10 ปฏิบัติการตอบสนองของความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาถัดไป

จากภาพที่ 4.2.10 แสดงถึงความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาถัดไป (Volatility to Absolute Abnormal Return) ผลการทดสอบพบว่า ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจะกระทบกับค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงถัดไป โดยจะกระทบเพียงช่วงสั้นๆ เท่านั้น

4.4.11 ปฏิบัติการตอบสนองของค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาถัดไป

จากภาพที่ 4.2.11 แสดงถึงค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาถัดไป (Absolute Abnormal Return to Volatility) ผลการทดสอบพบว่า ค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติส่งผลต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาถัดไป ซึ่งจะกระทบทิศทางบวกในสัปดาห์ที่ 0-1 และส่งผลในทิศทางลบในสัปดาห์ที่ 2 ก่อนจะกลับเข้าสู่สภาวะปกติ

4.4.12 ปฏิบัติการตอบสนองของอัตราหมุนเวียนการซื้อขายต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาถัดไป

จากภาพที่ 4.2.12 แสดงถึงอัตราหมุนเวียนการซื้อขายต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาถัดไป (Turnover to Volatility) ผลการทดสอบพบว่า อัตราหมุนเวียนการซื้อขายส่งผลต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางบวกและลบ ก่อนจะกลับตัวเข้าสู่สภาวะปกติในช่วงเวลา 7-8 สัปดาห์ โดยช่วงความเชื่อมั่น 95%

4.4.13 ปฏิบัติการตอบสนองของความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาถัดไป

จากภาพที่ 4.2.13 แสดงถึงความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาถัดไป (Volatility to Volatility) ผลทดสอบพบว่า ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนส่งผลกระทบต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนโดยกระทบในเพียงระยะสั้น และจะค่อยๆปรับตัวเข้าสู่สภาวะปกติโดยใช้เวลาไม่เกิน 3-4 สัปดาห์

4.4.14 ปฏิบัติการตอบสนองของค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายในช่วงเวลาถัดไป

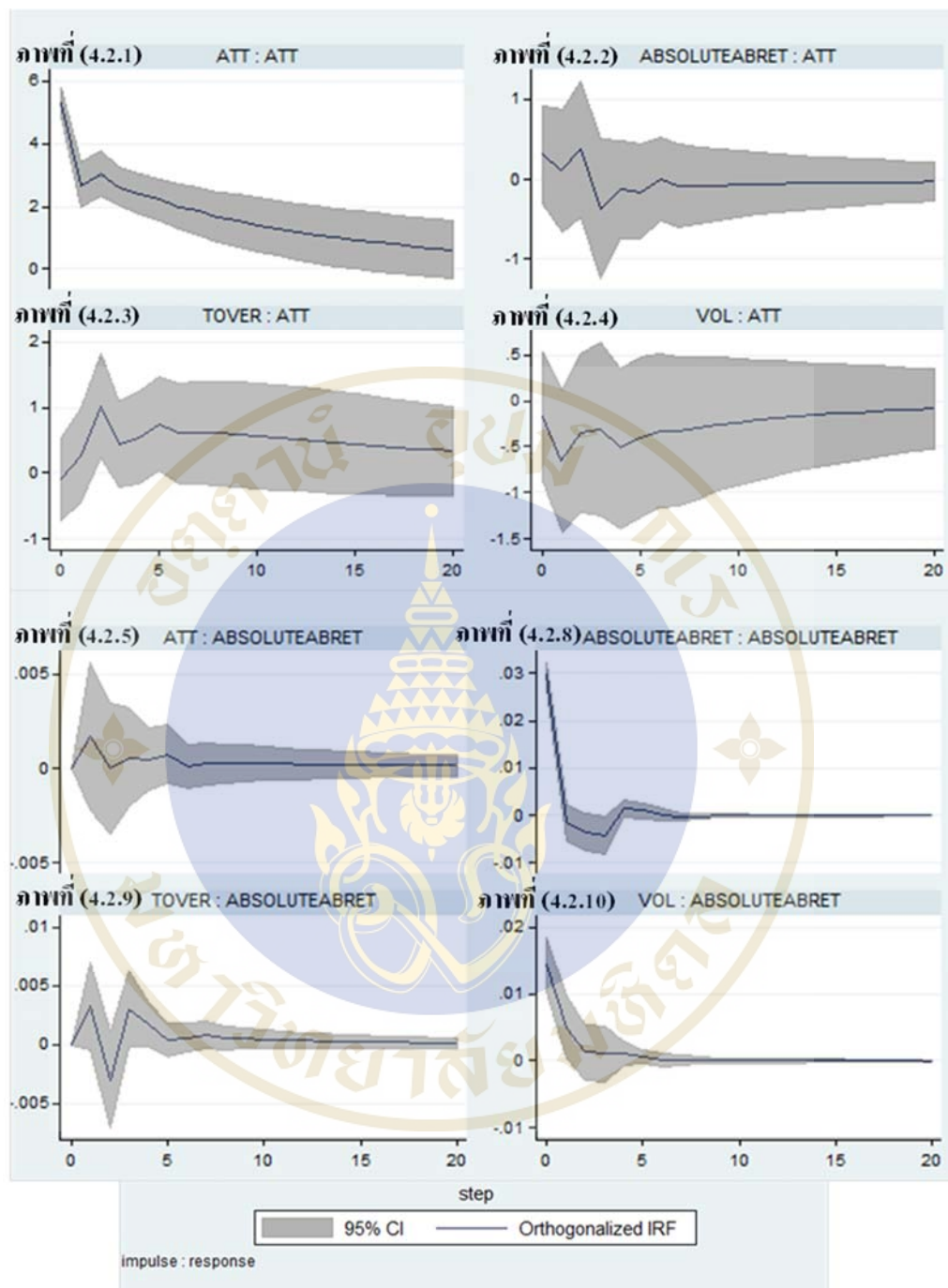
จากภาพที่ 4.2.14 แสดงถึงค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายในช่วงเวลาถัดไป (Absolute Abnormal Return to Turnover) ผลการทดสอบพบว่า ค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติจะส่งต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายซึ่งจะกระทบมากในทิศทางลบในสัปดาห์ที่ 1 – 3 ก่อนจะกลับตัวเข้าสู่สภาวะปกติ

4.4.15 ปฏิบัติการตอบสนองของอัตราหมุนเวียนการซื้อขายต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายในช่วงเวลาถัดไป

จากภาพที่ 4.2.15 แสดงถึงอัตราหมุนเวียนการซื้อขายต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายในช่วงเวลาถัดไป (Turnover to Turnover) ผลการทดสอบพบว่า อัตราหมุนเวียนการซื้อขายส่งผลกระทบต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายในทิศทางบวกโดยระยะเวลาที่ส่งผลกระทบประมาณ 10 – 12 สัปดาห์

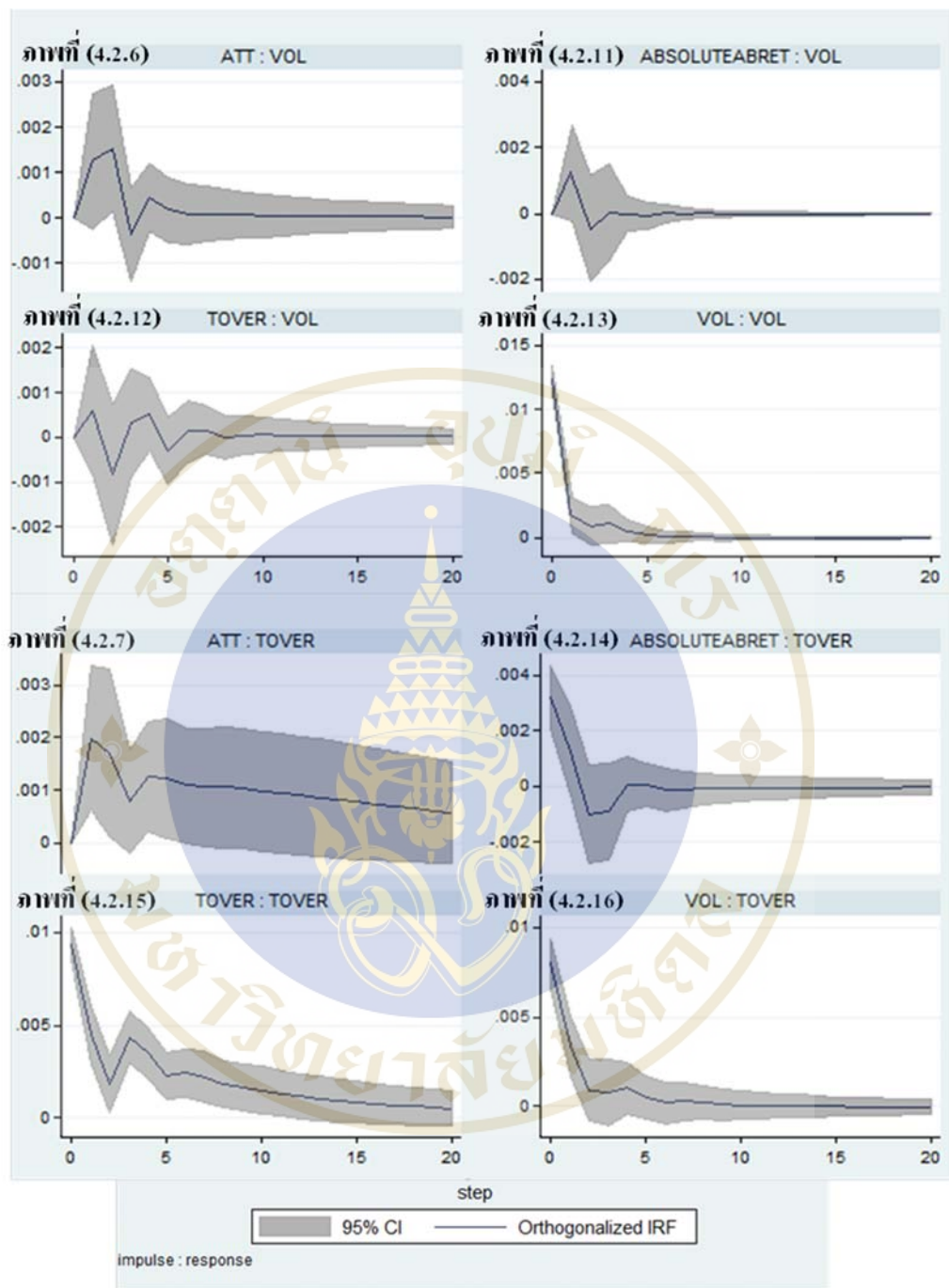
4.4.16 ปฏิบัติการตอบสนองของความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายในช่วงเวลาถัดไป

จากภาพที่ 4.2.16 แสดงถึงความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายในช่วงเวลาถัดไป (Volatility to Turnover) ผลการทดสอบพบว่า อัตราผลตอบแทนส่วนเกินส่งผลกระทบต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายในทิศทางบวกโดยกระทบเพียงสั้นๆเท่านั้น



ภาพที่ 4.2 แสดงผลการทดสอบปฏิกริยาการตอบสนองของตัวแปร (Impulse Response Function: IRF)

ATT: Investor's Attention (ความสนใจของนักลงทุน), ABSOLUTEABRET: Absolute Abnormal Return (ค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ), VOL: Return Volatility (ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน) และ TOVER: Trading Turnover (อัตราหมุนเวียนการซื้อขาย)



ภาพที่ 4.2 แสดงผลการทดสอบปฏิกริยาการตอบสนองของตัวแปร (Impulse Response Function: IRF) ATT: Investor's Attention (ความสนใจของนักลงทุน), ABSOLUTEABRET: Absolute Abnormal Return (ค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ), VOL: Return Volatility (ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน) และ TOVER: Trading Turnover (อัตราหมุนเวียนการซื้อขาย)



#### 4.5 การประมาณค่าและแปรผลแบบจำลอง (Model Estimation and Implication)

เนื่องจากแบบจำลองมีลักษณะความสัมพันธ์เชิงพลวัต ผลที่ได้จากการประมาณค่าแบบจำลองจึงไม่สามารถนำมาวิเคราะห์และแปรผลได้ทันที ผู้วิจัยจึงต้องทำการวิเคราะห์ปฏิกิริยาตอบสนอง (Impulse Response Function) เพื่อหาผลกระทบของความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องนี้ได้ โดยผู้วิจัยได้ทำการประมาณการแบบจำลองอนุกรมภาคตัดขวางเชิงพลวัต (Panel Vector Autoregression) ได้ผลดังแสดงในตารางที่ 5

##### ตารางที่ 4.4 ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์จากแบบจำลองอนุกรมภาคตัดขวางเชิงพลวัต

แสดงผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์จากแบบจำลองอนุกรมภาคตัดขวางเชิงพลวัตย้อนหลัง 3 สัปดาห์ระหว่างตัวแปรความสนใจของนักลงทุน, ค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ, ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนและอัตราหมุนเวียนการซื้อขาย โดย \*\*\*, \*\* และ \* แสดงถึงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.1 ตามลำดับ

		Lagged 3 Week					
		ABSOLUTE					
		ATT <sub>it-1</sub>		ABRETURN <sub>it-1</sub>		VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>
ATT	Coef.	0.1338 ***		-3.9726 **		2.9568	7.6337 ***
	Std.Err.	0.01		1.94		5.97	1.89
ABSOLUTE ABRETURN	Coef.	0.0000		0.0153		0.1512 ***	-0.0027
	Std.Err.	0.00		0.01		0.04	0.01
VOL	Coef.	0.0000		0.0013		0.0871 ***	0.0015
	Std.Err.	0.00		0.01		0.03	0.00
TOVER	Coef.	0.0001 *		-0.0253		0.1736 ***	0.0576 *
	Std.Err.	0.00		0.02		0.04	0.03

##### 4.5.1 ความสนใจนักลงทุนที่ส่งผลต่อบริษัทอื่น ๆ (ATT<sub>it-1</sub>)

จากการประมวลผลแบบจำลองอนุกรมภาคตัดขวางเชิงพลวัต จะเห็นว่าหลักทรัพย์ที่นักลงทุนมีความสนใจเพิ่มขึ้นไม่มีผลต่อค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีงานวิจัยที่ใช้ผลตอบแทนส่วนเกินที่มองว่ามีความสัมพันธ์กันในทิศทางบวกคืองานวิจัยของ Da, Engelberg et al. (2011), Joseph, Wintoki et al. (2011) และ Takeda and Wakao (2014) ซึ่ง ส่วน วิจัยของ Tantaopas, Padungsaksawasdi et al. (2016) ได้ผลของความสัมพันธ์เชิงลบ และยังมีงานวิจัยของ Vozlyublenmaia (2014) มีความสัมพันธ์ทั้งทางบวกและลบขึ้นอยู่กับข่าวสารที่ได้รับ ซึ่งอาจมีทั้งข่าวดีและข่าวร้าย ความสัมพันธ์ของความสนใจของนักลงทุนไม่ส่งผลต่อกับความผันผวนของอัตราผลตอบแทนซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ

Aouadi, Arouri et al. (2013) และ Tantaopas, Padungsaksawasdi and Treepongkaruna (2016) ที่มองว่า เมื่อความสนใจของนักลงทุนเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนสูงขึ้นด้วย และเมื่อมองด้านความสัมพันธ์กับของความสนใจของนักลงทุนกับอัตราหมุนเวียนการซื้อขาย ซึ่งมีความสัมพันธ์กันในทิศทางบวก คือเมื่อความสนใจของนักลงทุนเพิ่มขึ้นก็จะส่งผลให้อัตราหมุนเวียนการซื้อขายเพิ่มขึ้นด้วย ดังงานวิจัยของ Da, Engelberg et al. (2011), Joseph, Wintoki et al. (2011), Aouadi, Arouri et al. (2013) และ Kim, Lucivjanská, Molnár and Villa (2018)

#### 4.5.2 ปัจจัยที่ทำให้นักลงทุนเกิดความสนใจ (ATT)

การเกิดความสนใจของนักลงทุน ส่วนหนึ่งก็เกิดจากความสนใจของนักลงทุนในอดีตส่งผลกระทบต่อเนื่องทำให้เกิดการลงทุนตามกัน ตรงตามทฤษฎีพฤติกรรมการลงทุนตามกัน (Herd Behavior) คือเมื่อมีการซื้อขายมากขึ้นทำให้นักลงทุนมีความสนใจที่จะหาข้อมูลเพิ่มขึ้น เช่นการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ได้รับความสนใจในการซื้อขายมากจะได้รับความสนใจต่อเนื่องจากนักลงทุนรายอื่น ๆ

ค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติมีความสัมพันธ์กับความสนใจของนักลงทุนในทิศทางลบ ซึ่งเป็นไปตามงานวิจัย Tantaopas, Padungsaksawasdi et al. (2016) ซึ่งมองว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติไม่ได้ส่งผลให้นักลงทุนสนใจที่จะซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตัวนั้น ๆ แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยของ Da, Engelberg et al. (2011), Joseph, Wintoki et al. (2011) และ Takeda and Wakao (2014) ที่มองว่าหากอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลทำให้ความสนใจของนักลงทุนเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนไม่มีความสัมพันธ์กับความสนใจของนักลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kim, Lucivjanská et al. (2019) คือความผันผวนไม่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน แต่ขัดแย้งกับสมมติฐานงานวิจัยของ Aouadi, Arouri et al. (2013) และ Tantaopas, Padungsaksawasdi et al. (2016) ที่มองว่า ความสัมพันธ์มีทิศทางเป็นบวก

อัตราหมุนเวียนการซื้อขายมีความสัมพันธ์กับความสนใจของนักลงทุนในเชิงบวก คือหากอัตราหมุนเวียนของการซื้อขายเพิ่มขึ้นก็จะส่งผลให้ความสนใจของนักลงทุนเพิ่มขึ้นด้วย ซึ่งตรงตามงานวิจัยของ Da, Engelberg et al. (2011), Joseph, Wintoki et al. (2011), Aouadi, Arouri et al. (2013) และ Kim, Lucivjanská et al. (2019) ตามทฤษฎีพฤติกรรมการลงทุนตามกัน คือเมื่อมีการซื้อขายมากขึ้นก็จะส่งผลทำให้นักลงทุนคนอื่น ๆ มีความสนใจที่จะหาข้อมูลเพิ่มขึ้นเช่นกัน จากทิศทางความสัมพันธ์ดังกล่าวสรุปได้ว่า ความสนใจของนักลงทุน และ อัตราหมุนเวียนการซื้อขายมีผลต่อความสนใจของนักลงทุน โดยมีความสัมพันธ์ลักษณะ 2 ทาง ในขณะที่ค่าสัมบูรณ์ของอัตรา

ผลตอบแทนเกินปกติมีความสัมพันธ์ทางเดียวคือ ค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ความสนใจของนักลงทุนลดลง ส่วนความผันผวนของอัตราผลตอบแทนไม่มีความสัมพันธ์กับความสนใจของนักลงทุน และเนื่องจากแบบจำลองเป็นความสัมพันธ์เชิงพลวัต จึงต้องวิเคราะห์ปฏิกิริยาตอบสนองเพิ่มเติมเพื่อดูผลกระทบที่จะเกิดขึ้นต่อเนื่องจากตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์ระหว่างกัน ซึ่งทำให้ผลที่ได้ต่างจากที่วิเคราะห์ก่อนหน้านี้ได้

#### 4.6 การนำผลการศึกษาไปเป็นแนวทางในการวิเคราะห์ผลตอบแทนส่วนเกินระยะสั้น

เนื่องจากความสนใจของนักลงทุนในช่วงก่อนหน้ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทน จึงทำการทดสอบสมมติฐานเพื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของข้อมูลผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ทำการวิจัย โดยแบ่งข้อมูลตามระดับความสนใจตามค่า SVI ซึ่งจะวัดผลผ่านค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Excess Return) ซึ่งวัดผลเป็นราย 1-4 สัปดาห์จากราคาเปิด ณ ต้นสัปดาห์และราคาปิด ณ ปลายสัปดาห์เป็นข้อมูลในการคำนวณ หากค่าเฉลี่ยมีค่ามากกว่า 0 แสดงว่าหลักทรัพย์ที่ได้รับความสนใจในช่วงนั้น ๆ มีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่เป็นบวก ในทางกลับกัน หากค่าเฉลี่ยมีค่าน้อยกว่า 0 แสดงว่าหลักทรัพย์ที่ได้รับความสนใจในช่วงนั้น ๆ มีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่เป็นลบ

ตารางที่ 4.5 ผลการทดสอบสมมติฐานเพื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกิน แสดงผลการทดสอบสมมติฐานเพื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกินของระดับความสนใจของนักลงทุนในแต่ละระดับ โดยแบ่งระดับความสนใจออกเป็น 100 กลุ่มตามค่า SVI (0 – 100) โดยวัดผลเป็นช่วง 1-4 สัปดาห์ ซึ่งแสดงค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนส่วนเกินของระดับความสนใจในแต่ละช่วง โดยสัญลักษณ์  $^{\circ\circ\circ}$ ,  $^{\circ\circ}$  และ  $^{\circ}$  แสดงถึงค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนส่วนเกินที่เป็นลบที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01, 0.05 และ 0.1 ตามลำดับ และสัญลักษณ์  $^{\bullet\bullet\bullet}$ ,  $^{\bullet\bullet}$  และ  $^{\bullet}$  แสดงถึงค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนส่วนเกินที่เป็นบวกที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01, 0.05 และ 0.1 ตามลำดับ

Group	SVI	Obs	Next 1 week			Next 2 week			Next 3 week			Next 4 week		
			Mean	S.D.	t	Mean	S.D.	t	Mean	S.D.	t	Mean	S.D.	t
1	1	14	0.38%	2.93%	0.48	0.25%	4.66%	0.2	1.90%	3.07%	2.32	2.74%	3.72%	2.76
2	2	120	-0.18%	2.79%	-0.72 $^{\circ\circ\circ}$	-0.51%	3.77%	-1.49 $^{\bullet\bullet\bullet}$	-1.03%	4.43%	-2.56 $^{\bullet\bullet\bullet}$	-0.83%	4.21%	-2.17 $^{\bullet\bullet\bullet}$
3	3	270	0.04%	0.21%	0.19	-0.03%	5.19%	-0.1 $^{\bullet\bullet\bullet}$	0.31%	6.55%	0.78	0.14%	7.82%	0.29
4	4	288	-0.41%	0.24%	-1.74 $^{\bullet\bullet\bullet}$	-0.12%	6.47%	-0.31 $^{\bullet\bullet\bullet}$	0.13%	8.29%	0.27	0.20%	9.24%	0.37
5	5	412	-0.49%	4.15%	-2.38 $^{\bullet\bullet\bullet}$	0.05%	8.15%	0.14	0.59%	11.18%	1.07	0.42%	12.33%	0.69

ตารางที่ 4.5 ผลการทดสอบสมมติฐานเพื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกิน (ต่อ)

Group	SVI	Obs	Next 1 week			Next 2 week			Next 3 week			Next 4 week		
			Mean	S.D.	t	Mean	S.D.	t	Mean	S.D.	t	Mean	S.D.	t
6	6	669	-0.19%	3.78%	-1.29***	-0.17%	6.45%	-0.7***	-0.02%	8.26%	-0.07***	0.28%	9.95%	0.73
7	7	730	-0.01%	4.43%	-0.07***	0.16%	7.89%	0.56	0.55%	9.23%	1.6	0.77%	12.44%	1.68
8	8	870	-0.24%	4.23%	-1.71***	-0.20%	6.82%	-0.87***	-0.23%	8.16%	-0.83***	0.12%	9.81%	0.37
9	9	1,052	0.01%	4.43%	0.07*	0.08%	6.85%	0.37	0.06%	8.13%	0.26	-0.02%	9.75%	-0.07***
10	10	952	-0.18%	4.32%	-1.27***	-0.37%	7.03%	-1.63***	-0.37%	8.81%	-1.28***	-0.44%	10.42%	-1.3***
11	11	1,074	-0.36%	3.90%	-3***	-0.25%	6.31%	-1.29***	-0.47%	8.07%	-1.89***	-0.60%	9.36%	-2.12***
12	12	1,220	-0.26%	4.43%	-2.02***	-0.15%	7.13%	-0.76***	0.06%	8.19%	0.27	0.08%	9.71%	0.27
13	13	1,282	-0.22%	4.51%	-1.71***	0.20%	6.85%	1.04	0.42%	8.03%	1.85	0.68%	9.40%	2.6
14	14	1,214	-0.13%	5.41%	-0.85***	-0.05%	6.39%	-0.28***	0.04%	8.12%	0.17	0.28%	9.31%	1.05
15	15	1,222	-0.10%	4.44%	-0.77***	-0.04%	6.45%	-0.24***	0.11%	8.31%	0.45	0.26%	10.59%	0.86
16	16	1,208	0.07%	4.59%	0.52	0.17%	7.03%	0.84	0.20%	8.53%	0.83	0.07%	9.57%	0.27
17	17	1,307	-0.08%	4.67%	-0.61***	0.24%	7.16%	1.2	0.45%	9.68%	1.68	0.46%	10.71%	1.54
18	18	1,173	-0.09%	4.31%	-0.72***	-0.01%	6.51%	-0.06***	0.00%	8.85%	0***	0.14%	9.76%	0.5
19	19	1,167	-0.05%	4.55%	-0.4***	-0.13%	7.04%	-0.61***	0.04%	8.63%	0.15	0.48%	10.20%	1.61
20	20	1,152	0.07%	4.70%	0.5	0.40%	6.78%	1.98	0.58%	8.30%	2.38	0.62%	9.91%	2.13
21	21	1,202	-0.14%	4.79%	-1***	-0.39%	7.14%	-1.9***	-0.45%	9.66%	-1.62***	-0.27%	11.57%	-0.8***
22	22	1,136	-0.11%	4.56%	-0.8***	0.10%	6.66%	0.49	0.09%	8.44%	0.36	0.12%	10.18%	0.41
23	23	1,256	-0.06%	4.62%	-0.44***	0.24%	6.98%	1.21	0.23%	8.94%	0.91	0.39%	10.62%	1.32
24	24	1,209	0.06%	4.49%	0.44	0.00%	6.94%	0***	0.13%	9.40%	0.47	0.13%	10.47%	0.43
25	25	1,197	-0.01%	5.06%	-0.1***	0.12%	7.71%	0.52	0.41%	9.85%	1.44	0.37%	11.08%	1.16
26	26	1,137	-0.18%	4.53%	-1.34***	0.13%	7.65%	0.59	0.41%	8.80%	1.57	0.57%	9.97%	1.93
27	27	1,135	-0.17%	5.55%	-1.01***	0.00%	6.49%	0.01***	0.12%	7.91%	0.52	0.27%	9.26%	0.43
28	28	1,102	0.35%	4.93%	2.33	0.29%	6.70%	1.42	0.31%	8.48%	1.23	0.49%	9.80%	1.67
29	29	1,098	0.00%	4.92%	-0.01***	0.26%	7.55%	1.15	0.17%	8.86%	0.63	0.28%	9.96%	0.95
30	30	1,045	0.13%	4.98%	0.87	0.17%	8.54%	0.65	0.25%	9.85%	0.81	0.45%	11.99%	1.21
31	31	1,091	0.08%	4.66%	0.54	0.31%	6.76%	1.53	0.27%	8.33%	1.08	0.44%	9.97%	1.46
32	32	1,090	-0.27%	4.88%	-1.85***	-0.21%	7.17%	-0.96***	-0.29%	8.74%	-1.11***	0.05%	10.55%	0.14
33	33	1,096	-0.14%	4.70%	-0.97***	-0.08%	6.89%	-0.4***	0.27%	9.31%	0.98	0.14%	9.67%	0.47
34	34	1,049	0.13%	4.90%	0.86	-0.12%	7.10%	-0.56***	-0.06%	8.73%	-0.22***	0.12%	10.14%	0.38
35	35	1,038	0.01%	5.02%	0.06*	-0.23%	8.03%	-0.93***	0.14%	9.32%	0.5	0.11%	10.31%	0.34
36	36	993	0.20%	5.24%	1.19	-0.09%	7.83%	-0.35***	0.25%	10.11%	0.77	0.40%	11.62%	1.09
37	37	930	0.04%	4.80%	0.24	0.32%	6.82%	1.43	0.29%	8.65%	1.01	-0.23%	11.13%	-0.62***
38	38	905	-0.16%	4.79%	-1.01***	-0.23%	7.28%	-0.96***	-0.25%	8.94%	-0.84***	-0.29%	9.09%	-0.95***
39	39	1,015	0.00%	5.96%	0.01**	0.30%	6.94%	1.38	0.31%	9.04%	1.11	0.24%	11.01%	0.7
40	40	928	0.20%	5.11%	1.22	0.66%	7.77%	2.58	0.45%	9.88%	1.4	0.56%	10.38%	1.65

ตารางที่ 4.5 ผลการทดสอบสมมติฐานเพื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกิน (ต่อ)

Group	SVI	Obs	Next 1 week			Next 2 week			Next 3 week			Next 4 week		
			Mean	S.D.	t	Mean	S.D.	t	Mean	S.D.	t	Mean	S.D.	t
41	41	924	0.35%	5.33%	1.98	0.55%	9.30%	1.79	0.81%	10.74%	2.29	0.84%	12.15%	2.11
42	42	904	-0.06%	5.65%	-0.33***	0.07%	7.93%	0.25	0.08%	9.39%	0.26	0.33%	11.40%	0.87
43	43	946	0.24%	5.88%	1.25	0.42%	7.03%	1.83	0.41%	8.11%	1.56	0.42%	9.45%	1.38
44	44	919	-0.02%	5.07%	-0.12***	0.10%	7.76%	0.4	-0.03%	8.93%	-0.1***	-0.03%	10.17%	-0.08***
45	45	888	0.00%	4.79%	0***	-0.14%	6.75%	-0.61***	-0.19%	7.97%	-0.7***	-2.36E-03	9.20%	-0.76***
46	46	883	0.13%	5.80%	0.68	0.40%	8.19%	1.47	0.27%	10.53%	0.76	0.21%	11.52%	0.54
47	47	864	0.16%	6.49%	0.73	0.32%	9.18%	1.02	-0.19%	10.70%	-0.51***	0.03%	10.83%	0.08*
48	48	852	0.05%	5.06%	0.32	0.07%	7.06%	0.28	0.10%	8.22%	0.35	-0.10%	-0.10%	-0.29***
49	49	838	-0.20%	4.93%	-1.19***	-0.35%	6.59%	-1.53***	-0.55%	8.21%	-1.95***	-0.49%	10.70%	-1.33***
50	50	858	-0.08%	5.88%	-0.4***	0.00%	8.09%	-0.02***	-0.28%	9.42%	-0.88***	-0.45%	11.07%	-1.2***
51	51	816	-0.12%	5.90%	-0.6***	0.32%	6.87%	1.35	0.30%	8.33%	1.04	0.47%	9.64%	1.39
52	52	780	-0.09%	5.11%	-0.49***	-0.18%	6.58%	-0.75***	-0.41%	8.12%	-1.43***	-0.38%	9.45%	-1.12***
53	53	764	0.00%	4.89%	0***	-0.11%	6.87%	-0.43***	-0.23%	7.67%	-0.83***	-1.02E-03	8.87%	-0.32***
54	54	775	-0.02%	5.27%	-0.09***	-0.14%	6.87%	-0.57***	-0.18%	7.79%	-0.63***	-0.05%	9.19%	-0.15***
55	55	706	0.16%	5.45%	0.79	0.00%	7.32%	0.01**	0.15%	9.66%	0.41	-0.21%	10.26%	-0.55***
56	56	687	0.31%	5.05%	1.63	0.22%	7.38%	0.78	-0.01%	8.66%	-0.03***	0.02%	10.52%	0.06*
57	57	668	-0.18%	5.35%	-0.86***	-0.14%	7.10%	-0.5***	-0.08%	8.93%	-0.2***	0.04%	10.41%	0.09*
58	58	639	0.07%	5.17%	0.34	-0.28%	8.04%	-0.88***	-0.45%	7.88%	-1.45***	-0.70%	9.49%	-1.85***
59	59	605	-0.09%	4.82%	-0.45***	-0.27%	6.59%	-1.02***	-0.42%	7.79%	-1.33***	-0.53%	9.44%	-1.39***
60	60	587	0.03%	5.11%	0.17	0.08%	7.00%	0.27	0.19%	8.64%	0.54	0.08%	10.62%	0.19
61	61	564	0.01%	5.43%	0.03**	-0.56%	7.12%	-1.87***	-0.48%	8.98%	-1.28***	-0.28%	10.70%	-0.62***
62	62	551	-0.21%	4.54%	-1.07***	-0.34%	6.62%	-1.21***	-0.57%	8.14%	-1.63***	-0.51%	9.36%	-1.28***
63	63	463	0.04%	5.89%	0.14	0.08%	7.34%	0.24	0.08%	8.35%	0.22	-0.02%	9.54%	-0.05***
64	64	467	0.21%	5.61%	0.82	0.01%	7.28%	0.02**	0.12%	8.74%	0.3	0.13%	9.29%	0.3
65	65	490	-0.18%	5.26%	-0.74***	0.04%	7.81%	0.1	0.15%	9.31%	0.35	-0.32%	9.96%	-0.72***
66	66	409	0.32%	5.37%	1.2	0.31%	7.64%	0.82	-0.57%	9.78%	-1.18***	-0.48%	8.97%	-1.08***
67	67	409	0.04%	5.65%	0.15	0.13%	7.93%	0.34	-0.02%	9.06%	-0.05***	-0.04%	10.24%	-0.09***
68	68	402	0.05%	5.44%	0.2	0.47%	6.67%	1.41	0.37%	7.66%	0.97	0.33%	9.21%	0.72
69	69	349	0.52%	4.67%	2.06	-0.07%	6.52%	-0.2***	0.15%	8.14%	0.34	-0.18%	9.44%	-0.36***
70	70	359	0.06%	5.57%	0.22	-0.20%	7.16%	-0.53***	0.11%	9.13%	0.23	0.04%	10.58%	0.07*
71	71	377	0.16%	4.82%	0.66	0.55%	7.49%	1.42	0.59%	8.76%	1.3	0.16%	9.48%	0.32
72	72	318	0.63%	5.19%	2.17	1.05%	7.00%	2.67	1.32%	8.52%	2.76	1.64%	12.50%	2.33
73	73	292	0.78%	6.26%	2.13	1.04%	7.83%	2.27	0.86%	9.40%	1.56	0.52%	10.07%	0.88
74	74	301	0.06%	5.82%	0.17	0.46%	7.82%	1.02	0.24%	10.23%	0.41	0.17%	11.15%	0.26
75	75	277	0.69%	5.31%	2.16	0.47%	7.70%	1.02	0.68%	9.53%	1.2	0.20%	12.26%	0.27

ตารางที่ 4.5 ผลการทดสอบสมมติฐานเพื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของข้อมูลผลตอบแทนส่วนเกิน (ต่อ)

Group	SVI	Obs	Next 1 week			Next 2 week			Next 3 week			Next 4 week		
			Mean	S.D.	t	Mean	S.D.	t	Mean	S.D.	t	Mean	S.D.	t
77	77	233	-0.25%	4.25%	-0.91***	-0.13%	6.79%	-0.28***	-0.50%	7.81%	-0.97***	-0.29%	9.12%	-0.49***
78	78	205	0.02%	5.21%	0.05*	-0.53%	6.15%	-1.23***	-0.87%	7.36%	-1.68***	-0.15%	9.66%	-0.23***
79	79	204	-0.16%	5.27%	-0.43***	-0.74%	6.69%	-1.58***	-0.95%	7.75%	-1.75***	-1.52%	9.00%	-2.41***
80	80	210	0.18%	4.58%	0.56	0.02%	5.75%	0.06*	-0.21%	8.11%	-0.38***	-0.31%	9.21%	-0.48***
81	81	219	-0.29%	5.16%	-0.82***	-0.16%	8.16%	-0.3***	-0.16%	9.95%	-0.24***	-0.12%	11.84%	-0.15***
82	82	152	0.09%	5.04%	0.22	-0.45%	6.78%	-0.81***	-0.60%	7.91%	-0.93***	-1.34%	9.14%	-1.81***
83	83	151	-0.57%	5.80%	-1.22***	-0.63%	7.80%	-0.99***	-1.24%	8.11%	-1.89***	-1.68%	8.87%	-2.32***
84	84	124	-0.17%	5.64%	-0.34***	-0.61%	7.25%	-0.94***	-0.46%	8.63%	-0.6***	-0.81%	9.71%	-0.93***
85	85	102	0.25%	6.67%	0.38	0.56%	7.92%	0.71	1.16%	8.86%	1.32	0.73%	9.98%	0.74
86	86	109	-0.41%	6.22%	-0.68***	-1.48%	6.99%	-2.21***	-2.10%	7.94%	-2.77***	-2.13%	9.32%	-2.39***
87	87	108	-0.73%	5.03%	-1.5***	-1.37%	7.78%	-1.82***	-2.63%	9.39%	-2.91***	-2.92%	10.05%	-3.02***
88	88	83	-0.61%	4.89%	-1.14***	-0.73%	6.96%	-0.96***	-1.33%	8.01%	-1.51***	-2.49%	8.98%	-2.53***
89	89	59	-0.59%	5.00%	-0.91***	-0.09%	6.35%	-0.11***	-0.27%	7.13%	-0.29***	-0.92%	7.42%	-0.96***
90	90	65	0.33%	6.62%	0.41	-0.30%	7.10%	-0.34***	-0.70%	9.91%	-0.57***	-1.68%	10.41%	-1.3***
91	91	69	0.01%	5.19%	0.01**	-0.95%	7.45%	-1.06***	-0.83%	9.56%	-0.73***	-0.74%	10.85%	-0.57***
92	92	49	-0.61%	8.70%	-0.49***	-0.67%	9.32%	-0.5***	-1.28%	9.69%	-0.92***	-1.99%	10.33%	-1.35***
93	93	42	0.01%	6.42%	0.01***	0.64%	9.76%	0.42	-0.01%	10.72%	0***	-0.30%	9.97%	-0.2***
94	94	43	-0.13%	8.35%	-0.1***	-1.04%	9.42%	-0.73***	-1.02%	8.55%	-0.78***	-0.91%	8.05%	-0.74***
95	95	36	3.03%	13.83%	1.31	1.49%	9.72%	0.92	1.81%	10.22%	1.06	1.39%	9.18%	0.91
96	96	22	-0.01%	9.56%	0***	-0.18%	8.96%	-0.09***	-1.18%	10.02%	-0.55***	-0.71%	12.18%	-0.27***
97	97	36	-2.37%	7.28%	-1.95***	-4.45%	8.27%	-3.23***	-4.84%	8.33%	-3.48***	-4.83%	8.58%	-3.38***
98	98	26	0.54%	8.33%	0.33	0.22%	9.58%	0.12	1.36%	12.50%	0.55	1.67%	15.89%	0.54
99	99	29	1.85%	7.18%	1.39	1.00%	10.10%	0.53	-0.83%	10.15%	-0.44***	0.30%	11.23%	0.14
100	100	263	0.94%	12.15%	1.25	0.78%	12.99%	0.97	0.17%	14.34%	0.19	-0.68%	13.90%	-0.79***

เมื่อพิจารณาตารางที่ 4.5 จะเห็นได้ว่ากลุ่มหลักทรัพย์ในสัปดาห์ที่มึคนสนใจในแต่ละกลุ่มที่มีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนส่วนเกิน (Excess Return) มากกว่า 0 หรือผลตอบแทนส่วนเกินเป็นบวกและผลตอบแทนส่วนเกินที่เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญนั้นสามารถสรุปได้ว่า

- 1) ช่วงที่มีความสนใจน้อย (SVI 0 - 10) ผลตอบแทนส่วนเกินในอีก 1 สัปดาห์ถัดไปจะเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญและมีแนวโน้มเป็นบวกในระยะ 3-4 สัปดาห์ โดยใน 1 สัปดาห์ถัดไปมีผลตอบแทนเฉลี่ย -0.18% ผู้วิจัยมองว่าหลักทรัพย์ที่นักลงทุนให้ความสนใจน้อย นักลงทุนมีแนวโน้มที่จะขายหลักทรัพย์นั้นเพื่อนำเงินไปลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความสนใจมากในช่วงระยะ 1 สัปดาห์และการเพิ่มขึ้นในระยะ 3-4 สัปดาห์เป็นการปรับตัวตามตลาด
- 2) ช่วงที่มีความสนใจค่อนข้างสูง (SVI 90 - 100) ผลตอบแทนส่วนเกินใน สัปดาห์ที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ และใน 1-3 สัปดาห์ถัดไปเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ โดยใน 1 สัปดาห์ถัดไปมีผลตอบแทนเฉลี่ย 0.01% และ ใน 2-4 สัปดาห์ถัดไปมีผลตอบแทนเฉลี่ย -0.18%, -0.83% และ -0.71% ตามลำดับ นักวิจัยคาดว่าเกิดจากการที่นักลงทุนซื้อ

หลักทรัพย์ที่ตนสนใจทำให้ผลตอบแทนส่วนเกินเป็นบวกซึ่งการซื้อเป็นการทยอยซื้อจากนักลงทุนในหลายกลุ่มต่อเนื่องเป็นระยะเวลา 3 สัปดาห์ 4) ช่วงที่มีความสนใจสูง (SVI 90 – 95) ผลตอบแทนส่วนเกินเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญใน 1-4 สัปดาห์ถัดไป เนื่องจากหลักทรัพย์ที่มีความสนใจสูงนักลงทุนจะตอบสนองด้วยการซื้อขายได้รวดเร็วภายใน 1 สัปดาห์ เช่นจากข่าวสารต่างๆ ต่อมาจึงทำการขายเพื่อทำกำไรเป็นผลทำให้ผลตอบแทนหลังจากนั้นเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญเป็นเวลา 4 สัปดาห์

#### 4.7 การทดสอบความสอดคล้องของข้อมูล (Robustness Test)

เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการทำวิจัยครั้งนี้เกิดจากการรวมข้อมูลหลายบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเป็นข้อมูลประเภทอนุกรมภาคตัดขวางซึ่ง ทางผู้วิจัยจึงได้ทำการทดสอบความสอดคล้องของข้อมูล ผ่านการสร้างแบบจำลองเชิงพลวัตแยกตามข้อมูลของแต่ละบริษัท ได้ผลดังนี้

ตารางที่ 4.6 ผลการเปรียบเทียบการประมาณค่าแบบจำลองเชิงพลวัตของแต่ละบริษัทกับแบบจำลองของงานวิจัย

แสดงผลการเปรียบเทียบการประมาณค่าแบบจำลองเชิงพลวัตของแต่ละบริษัทกับแบบจำลองของงานวิจัย ระหว่างความสนใจของนักลงทุน, ค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ, ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนและอัตราหมุนเวียนการซื้อขาย ทั้งด้านความสอดคล้องในทิศทางความสัมพันธ์และความสอดคล้องในด้านความมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยค่าของตัวแปรที่มีสีเข้มคือตัวแปรที่มีนัยสำคัญของแบบจำลองอนุกรมภาคตัดขวางเชิงพลวัตหรือแบบจำลองของงานวิจัย ความสอดคล้องในทิศทางความสัมพันธ์ (หน่วย : จำนวนบริษัท)

	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>
ATT	217	144	127	147
ABSOLUTE ABRETURN	96	144	157	143
VOL	161	152	180	137
TOVER	82	130	122	185

ตารางที่ 4.6 ผลการเปรียบเทียบการประมาณค่าแบบจำลองเชิงพลวัตของแต่ละบริษัทกับแบบจำลองของงานวิจัย (ต่อ)

ความสอดคล้องในด้านความมีนัยสำคัญ

(หน่วย : จำนวนบริษัท)

	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>
ATT	132	30	40	47
ABSOLUTE ABRETURN	40	37	50	40
VOL	45	52	53	49
TOVER	50	57	40	92

จากตารางที่ 4.6 พบว่าผลการประมาณค่าแบบจำลองรายบริษัทจำนวน 252 บริษัท ส่วนใหญ่ทิศทางจะมีความสอดคล้องกับแบบจำลองหลัก (แบบจำลองอนุกรมภาคตัดขวางเชิงพลวัต) แต่เมื่อพิจารณาความสอดคล้องด้านความมีนัยสำคัญค่อนข้างแตกต่าง โดยมีบริษัทที่มีความสัมพันธ์ระหว่างความสนใจนักลงทุนก่อนหน้านี้กับความสนใจนักลงทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมากกว่าครึ่ง ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างตัวอื่น ๆ มีนัยสำคัญทางสถิติน้อยกว่าครึ่ง ซึ่งผู้วิจัยมีความเห็นว่าเป็นผลมาจากปัจจัยเรื่องจำนวนตัวอย่างของข้อมูลที่ลดลงอย่างมากจากเดิมตัวอย่าง 65,772 ข้อมูล (252 บริษัทและ 261 ช่วงเวลา) ลดลงเหลือเพียง 261 ข้อมูล ทำให้ผลที่ได้มีความแตกต่างกัน



## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษา

งานวิจัยนี้มีจุดประสงค์เพื่อการหาความสัมพันธ์ระหว่างความสนใจของนักลงทุน (Investor's Attention) ที่มีผลต่อค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ (Absolute Abnormal Return) ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน (Return Volatility) และอัตราหมุนเวียนการซื้อขาย (Trading Turnover) ซึ่งสามารถสรุปผลการประมาณการแบบจำลองตามระดับนัยสำคัญทางสถิติและทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรความสนใจของนักลงทุน, ค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ, ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนและอัตราหมุนเวียนการซื้อขายของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเดือนมกราคม 2557 ถึง ธันวาคม 2561 โดยวัดความสนใจของนักลงทุนผ่าน Search Volume Index (SVI) ซึ่งเป็นฐานข้อมูลในการวัดดัชนีจากชื่อย่อหุ้นที่มีการค้นหาจาก Google และข้อมูลที่ได้จะเป็นข้อมูลรายสัปดาห์ โดยการใช้แบบจำลองอนุกรมภาคตัดขวางเชิงพลวัต (Panel Vector Autoregression)

จากผลการศึกษาใน ภาคผนวก ข เห็นได้ว่าทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งหมดเป็นไปตามที่ตั้งสมมติฐาน ซึ่งสอดคล้องกับการสรุปผลของงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง มีเพียงค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติในสัปดาห์ก่อนหน้าที่มีความสัมพันธ์กับความสนใจของนักลงทุนซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน เนื่องจากความคลาดเคลื่อนของเวลา โดยความสัมพันธ์ของความสนใจของนักลงทุนกับอัตราหมุนเวียนการซื้อขายในสัปดาห์ก่อนหน้าเป็นความสัมพันธ์ในลักษณะ 2 ทาง แต่ความสัมพันธ์ของความสนใจของนักลงทุนกับค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ และความผันผวนของอัตราผลตอบแทน เป็นความสัมพันธ์แบบทางเดียวขัดแย้งกับสมมติฐาน ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าผลตอบแทนเกินปกติ และความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในสัปดาห์ก่อนหน้าไม่มีความสัมพันธ์กับความสนใจของนักลงทุนเนื่องจากส่วนมากนักลงทุนต้องการได้รับผลตอบแทนที่สูงแต่มีความเสี่ยงต่ำซึ่งเป็นลักษณะของนักลงทุนที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Averse Investor) จึงมองว่าหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนเกินปกติอาจมาจากข่าวลือหรือข่าววงในซึ่งราคาของหลักทรัพย์สะท้อนข่าวทั้งหมดแล้วจึงไม่มีความสนใจในหลักทรัพย์ดังกล่าว รวมถึงนักลงทุนจะให้ความสนใจในหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนของอัตราผลตอบแทนสูงน้อยกว่าหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่ำตามแนวคิดทฤษฎีเรื่องความมีเหตุผล (Rational) ของมนุษย์ และการจัดสรรทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัดให้มีประสิทธิภาพและเกิดประโยชน์สูงสุด

ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าผู้ที่ศึกษางานวิจัยนี้จะสามารถนำความรู้ในด้านต่างๆ ไปปรับใช้ในชีวิตประจำวันหรือเป็นประโยชน์ต่อผู้ทำวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสนใจของนักลงทุน และผู้บริหารองค์กรได้ เนื่องจากเดิมปัจจัยด้านความสนใจของนักลงทุนยังไม่มีการวัดผลและจัดเก็บข้อมูลที่เป็นมาตรฐาน รวมถึงความยากในการเก็บข้อมูลความสนใจ ซึ่งการใช้ SVI เพื่อเป็นปัจจัยในการวัดความสนใจของนักลงทุนสามารถนำไปประยุกต์ใช้กับ พนักงาน ผู้บริหารองค์กรและบุคคลที่เกี่ยวข้อง เพื่อคาดการณ์แนวโน้มและวางแผนในการดำเนินธุรกิจให้เกิดประโยชน์สูงสุดได้

เนื่องจากงานวิจัยนี้จัดทำขึ้นในเวลาที่กำลังศึกษาเพียงบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ยังไม่รวมถึงตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) และข้อมูลดัชนีค่าค้นหาจาก Google ที่ใช้ในการวิจัยใช้ข้อมูลเป็นรายสัปดาห์ระยะเวลา 5 ปี หากมีการศึกษาข้อมูลรายวัน รายชั่วโมง หรือรายนาที โดยการประยุกต์ใช้กับการศึกษาแบบ Event Study ซึ่งอาจทำให้อธิบายความสนใจและพฤติกรรมของนักลงทุนที่มีต่อเหตุการณ์ต่างๆ ได้มากขึ้น



## บรรณานุกรม

- Aouadi, A., et al. (2013). "Investor attention and stock market activity: Evidence from France." J Economic Modelling 35: 674-681.
- Bikhchandani, S., et al. (1992). "A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades." Journal of political Economy 100(5): 992-1026.
- Christie, W. G. and R. D. J. F. A. J. Huang (1995). "Following the pied piper: Do individual returns herd around the market?" 51(4): 31-37.
- Da, Z., et al. (2011). "The Journal of Finance." 66(5): 1461-1499.
- Fama, E. F. (1991). "Efficient capital markets: II." J The journal of finance 46(5): 1575-1617.
- Joseph, K., et al. (2011). "Forecasting abnormal stock returns and trading volume using investor sentiment: Evidence from online search." Journal of Forecasting 27(4): 1116-1127.
- Kim, N., et al. (2019). "Google searches and stock market activity: Evidence from Norway." J Finance Research Letters 28: 208-220.
- Lao, P. and H. J. Singh (2011). "Herding behaviour in the Chinese and Indian stock markets." Journal of Asian economics 22(6): 495-506.
- Li, J. and J. J. Yu (2012). "Investor attention, psychological anchors, and stock return predictability." Journal of Financial Economics 104(2): 401-419.
- Nofsinger, J. R. and R. W. Sias (1999). "Herding and feedback trading by institutional and individual investors." J The journal of finance 54(6): 2263-2295.
- Takeda, F. and T. Wakao (2014). "Google search intensity and its relationship with returns and trading volume of Japanese stocks." J Pacific-Basin Finance Journal 27: 1-18.
- Tan, L., et al. (2008). "Herding behavior in Chinese stock markets: An examination of A and B shares." 16(1-2): 61-77.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- Tantaopas, P., et al. (2016). "Attention effect via internet search intensity in Asia-Pacific stock markets." Pacific-Basin Finance Journal 38: 107-124.
- Tanwarat, S. a. (2018). "Relation between Google Search Volume Index and IPO stock return."
- Tversky, A. and D. J. S. Kahneman (1981). "The framing of decisions and the psychology of choice." 211(4481): 453-458.
- Ungeheuer, M. (2017). "Stock returns and the cross-section of investor attention."
- Von Neumann, J. J. P., New Jersey (1944). "O. Morgenstern. 1953. Theory of games and economic behavior."
- Vozlyublennaia, N. (2014). "Investor attention, index performance, and return predictability." Journal of Banking Finance 41: 17-35.



ภาคผนวก ก  
งานวิจัยที่มีการศึกษาเกี่ยวข้อง

Authors	Data	Method	Variables	Result
Da, Engelberg et al. (2011)	บริษัทใน Russell 3000 หุ่นตั้งแต่ปี 2004 ถึง 2008	Vector Autoregressive (VAR)	- Investor attention - Abnormal Return - Turnover	Search Volume Index (SVI) ใช้เป็นตัวแทนของ ความสนใจของนักลงทุน และสามารถให้พยากรณ์ ผลตอบแทนและอัตรา หมุนเวียนการซื้อขายโดย มีความสัมพันธ์เชิงบวก
Joseph, Wintoki et al. (2011)	บริษัทใน S&P ตั้งแต่ ปี 2005 ถึงปี 2008	Regression แบ่งเป็น 5 ระดับตามความ สนใจของนัก ลงทุน	- Investor attention - Abnormal Return - Turnover	กลุ่มหลักทรัพย์ที่นัก ลงทุนให้ความสนใจมาก จะมีผลตอบแทนและ ปริมาณการซื้อขายที่ ผิดปกติที่สูงกว่า
Li and Yu (2012)	ดัชนี Dow Jones Industrial Average โดยใช้กลยุทธ์การ ลงทุน nearness to Dow 52-week high และ nearness to Dow historical High	Regression	- Investor attention - Market Return	nearness to Dow 52-week high สามารถทำนาย ผลตอบแทนเชิงบวกใน อนาคตตลาดได้ และ nearness to Dow historical High ทำนายผลตอบแทนเชิงลบในอนาคต
Aouadi, Arouri et al. (2013)	บริษัทใน CAC 40 ตั้งแต่ มกราคมปี 2004 ถึงมิถุนายนปี 2010	Regression	- Investor attention - Amihud's Illiquidity Ratio - Return Volatility	ความสนใจของนักลงทุน มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ Amihud's Illiquidity Ratio สะท้อนว่าหลักทรัพย์ที่นัก ลงทุนให้ความสนใจมาก จะมีการซื้อขายมากกว่า และสอดคล้องกับความผันผวนที่สูงขึ้น

Authors	Data	Method	Variables	Result
Vozlyublenniaia (2014)	ดัชนีหุ้น Dow Jones Industrial Average, S&P 500, Nasdaq ดัชนีทองคำและดัชนีตราสารหนี้อายุ 10 ปีในตลาด Chicago ราคาน้ำมันดิบ WTI ตั้งแต่ปี 2547 ถึงปี 2555	Vector Autoregressive (VAR)	- Investor attention - Return - Return Volatility	ดัชนีของหลักทรัพย์ที่ข้างต้นอาจมีอัตราผลตอบแทนในเชิงบวกหรือลบขึ้นกับข้อมูลข่าวสารที่นักลงทุนได้รับ โดยผลที่เกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจะเกิดขึ้นในช่วงระยะสั้นเพียง 1-2 สัปดาห์เท่านั้น
Takeda and Wakao (2014)	ดัชนี Nikkei 225 ตั้งแต่ปี 2008 ถึง 2011	Regression	- Investor attention - Return - Trading Volume	Search Volume Index (SVD) ใช้เป็นตัวแทนของความสนใจของนักลงทุน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้นแต่มีความสัมพันธ์น้อยกว่าความสัมพันธ์กับปริมาณการซื้อขาย
Tantaopas, Padungsaksawa sdi et al. (2016)	ดัชนี ASX 200, Shanghai Stock Exchange Composite Index, Hangseng Index, S&P BSE SENSEX Index, Nikkei 225 Index, SET 50 Index ตั้งแต่ปี 2008 ถึงปี 2011	Vector Autoregressive (VAR)	- Search Volume - Return - Trading Volume - Volatility	ความสนใจของนักลงทุนมีความสัมพันธ์ในลักษณะ 2 ทางกับ ผลตอบแทนในเชิงลบ ขณะที่มีความสัมพันธ์ใน ลักษณะ 2 ทางกับความผันผวนของอัตราผลตอบแทน
Ungeheuer (2017)	จำนวนการเข้าชม Wikipedia ของบริษัทใน USA ซึ่งอยู่ใน CRSP's NYSE, AMEX และ NASDAQ โดยใช้ข้อมูลในช่วง มกราคม 2008 ถึง ธันวาคม 2015	Vector Autoregressive (VAR)	- Investor attention - Return	มีเพียงหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนรายวันสูงสุดและต่ำสุด ซึ่งอยู่ในเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 1-9 และเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 92-100 มีผลกับระดับความสนใจผิดปกติของนักลงทุน

Authors	Data	Method	Variables	Result
Kim, LuČivjanská et al. (2019)	28 บริษัท ใน Oslo Stock Exchange ตั้งแต่ 2 มกราคม 2012 ถึง 2 มกราคม 2017	Regression	- Investor attention - Abnormal Return - Trading Volume - Volatility	หลักทรัพย์ที่มีจำนวน น้อยในตลาด ส่งผลนัก ลงทุนให้ความสนใจจะมี ปริมาณการซื้อขายที่ ผิดปกติสูง และความผัน ผวนไม่ผลต่อการ ตัดสินใจ





## ภาคผนวก ข

## สรุปผลการประมาณการแบบจำลองอนุกรมภาคตัดขวางเชิงพลวัต

ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	ระดับนัยสำคัญทางสถิติ	ทิศทางความสัมพันธ์
ความสนใจของนักลงทุน (ATTit)	ความสนใจของนักลงทุนใน สัปดาห์ก่อนหน้า (ATTit-1)	***	+
ค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกินปกติ (ABSOLUTE ABRETURNit)		+	
ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน (VOLit)		+	
อัตราหมุนเวียนการซื้อขาย (TOVERit)		*	+
ความสนใจของนักลงทุน (ATTit)	ความสนใจของนักลงทุนใน สัปดาห์ก่อนหน้า (ATTit-1)	***	+
	ค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนเกิน ปกติในสัปดาห์ก่อนหน้า (ABSOLUTE ABRETURNit-1)	**	-
	ความผันผวนของอัตรา ผลตอบแทนในสัปดาห์ก่อนหน้า (VOLit-1)		+
	อัตราหมุนเวียนการซื้อขายใน สัปดาห์ก่อนหน้า (TOVERit-1)	***	+

ภาคผนวก ก  
รายชื่อบริษัทที่นำข้อมูลมาใช้ในการวิจัย

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดอุตสาหกรรม
1	AAV	บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน)	SERVICE	TRANS
2	ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
3	AH	บริษัท อปโก้ ไฮเทค จำกัด (มหาชน)	INDUS	AUTO
4	AHC	บริษัท โรงพยาบาลเอกชล จำกัด (มหาชน)	SERVICE	HEALTH
5	AJ	บริษัท เอ.เจ.พลาสติก จำกัด (มหาชน)	INDUS	PKG
6	AKR	บริษัท เอกรัฐวิศวกรรม จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
7	AMANAH	บริษัท อะมานะฮ์ ลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	FIN
8	AMATA	บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
9	ANAN	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
10	AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)	SERVICE	TRANS
11	APCO	บริษัท เอเชียัน ไลฟ์ไคชูติกอลส์ จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	PERSON
12	APURE	บริษัท อกริเพียว โซลคิงส์ จำกัด (มหาชน)	AGRO	FOOD
13	AQUA	บริษัท อควา คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	SERVICE	MEDIA
14	ASIAN	บริษัท ห้องเย็นเอเชียัน ซีฟู้ด จำกัด (มหาชน)	AGRO	FOOD
15	ASP	บริษัท เอเชีย พลัส กรุ๊ป โซลคิงส์ จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	FIN
16	BAFS	บริษัท บริการเชื้อเพลิงการบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
17	BANPU	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
18	BBL	ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	BANK
19	BCH	บริษัท บางกอก เชน ฮอสปิทอล จำกัด (มหาชน)	SERVICE	HEALTH
20	BCP	บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
21	BEAUTY	บริษัท บีวดี คอมมูนิตี้ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	COMM
22	BEC	บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	MEDIA
23	BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	HEALTH
24	BJC	บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	COMM
25	BJCHI	บริษัท บีเจซี เฮฟวี อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONS
26	BLA	บริษัท กรุงเทพประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	INSUR
27	BLAND	บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
28	BROCK	บริษัท บ้านร็อคคาร์เด็น จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
29	BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โซลคิงส์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	TRANS
30	CCP	บริษัท ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONMAT
31	CEN	บริษัท แคปพิทอล เอ็นจิเนียริง เน็ดเวิร์ค จำกัด (มหาชน)	INDUS	STEEL
32	CENTEL	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)	SERVICE	TOURISM

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดอุตสาหกรรม
33	CGD	บริษัท กันทรวิถีสถิตีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
34	CHARAN	บริษัท จริญประกันภัย จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	INSUR
35	CHG	บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	HEALTH
36	CHOTI	บริษัท ห้องเย็นโซลิวชันขนาดใหญ่ จำกัด (มหาชน)	AGRO	AGRI
37	CI	บริษัท ชาญอิสสระ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
38	CK	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONS
39	CKP	บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
40	CM	บริษัท เชียงใหม่ฟู้ดโปรดักส์ จำกัด (มหาชน)	AGRO	FOOD
41	CMR	บริษัท เชียงใหม่ร่วมธุรกิจการแพทย์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	HEALTH
42	CNS	บริษัทหลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	FIN
43	CNT	บริษัท คริสเตียนีและนิลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONS
44	CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	COMM
45	CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)	AGRO	FOOD
46	CPH	บริษัท คาสเซอรัฟิคโซลิวชันส์ จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	FASHION
47	CPI	บริษัท ชุมพรอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน)	AGRO	FOOD
48	CPL	บริษัท ซีพีแอส จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	FASHION
49	CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
50	CRANE	บริษัท ชูไก จำกัด (มหาชน)	INDUS	IMM
51	CSC	บริษัท ฝาจิบ จำกัด (มหาชน)	INDUS	PKG
52	CSP	บริษัท ซีเอสพี สตีลเซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	STEEL
53	CTW	บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด (มหาชน)	INDUS	IMM
54	CWT	บริษัท ชัยวัฒนา แทนเนอรี กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	INDUS	AUTO
55	DCC	บริษัท ไดนาสตีเซรามิค จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONMAT
56	DCON	บริษัท ดีคอนโปรดักส์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONMAT
57	DEMCO	บริษัท เด็มโก้ จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
58	DRT	บริษัท ผลิตภัณฑ์ตราเพชร จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONMAT
59	DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็กเซส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
60	DTC	บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน)	SERVICE	TOURISM
61	EASTW	บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
62	ECL	บริษัท ตะวันออกพาณิชย์ส์ซิ่ง จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	FIN
63	EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
64	EMC	บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONS
65	EPCO	บริษัท โรงพิมพ์ตะวันออก จำกัด (มหาชน)	SERVICE	MEDIA
66	ERW	บริษัท ดี เอราวัณ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	SERVICE	TOURISM
67	ESSO	บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
68	ESTAR	บริษัท อีสเทอร์น สดาร์ รีเทล เอสเตท จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
69	EVER	บริษัท เอเวอร์แลนด์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
70	FANCY	บริษัท แฟนชีวู๊ด อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	HOME

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดอุตสาหกรรม
71	FORTH	บริษัท ฟอर्थ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
72	FSS	บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	FIN
73	GC	บริษัท โกลบอล คอนเน็คชั่นส์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	PETRO
74	GENCO	บริษัทบริหารและพัฒนาเพื่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม จำกัด(มหาชน)	SERVICE	PROF
75	GFPT	บริษัท จีเอฟพีที จำกัด (มหาชน)	AGRO	AGRI
76	GL	บริษัท กรู๊ปลีส์ จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	FIN
77	GLAND	บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
78	GLOW	บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
79	GOLD	บริษัท แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
80	GRAMMY	บริษัท จีเอ็มเอ็ม แกรมมี่ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	MEDIA
81	GRAND	บริษัท แกรนด์ แอสเสท ไทเทิลส์ แอนด์ พรอพเพอร์ตี้ จำกัด(มหาชน)	SERVICE	TOURISM
82	GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
83	HANA	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	TECH	ETRON
84	HFT	บริษัท ฮัฟฟิง รัมเบอร์ (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)	INDUS	AUTO
85	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	COMM
86	ICC	บริษัท ไอ.ซี.ซี. อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	FASHION
87	IFS	บริษัท ไอเอฟเอส แลปโปรดอล (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	FIN
88	ILINK	บริษัท อินเทอร์เน็ต คอมมิวนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
89	INET	บริษัท อินเทอร์เน็ตประเทศไทย จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
90	INOX	บริษัท โปสโค-ไทยน็อกซ์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	STEEL
91	INSURE	บริษัท อินทประกันภัย จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	INSUR
92	INTUCH	บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
93	IRC	บริษัท อีโนเว รัมเบอร์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	INDUS	AUTO
94	IRPC	บริษัท อีอาร์พีซี จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
95	ITD	บริษัท อีดีเอไทย ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONS
96	IVL	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)	INDUS	PETRO
97	JAS	บริษัท จัสมิน อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
98	JMART	บริษัท เจ มาร์ท จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
99	JMT	บริษัท เจ เอ็ม ที เน็ทเวอร์ค เซอร์วิสเซส จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	FIN
100	JTS	บริษัท จัสมิน เทเลคอม ซิสเต็มส์ จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
101	KAMART	บริษัท คาร์มาร์ท จำกัด (มหาชน)	SERVICE	COMM
102	KBANK	ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	BANK
103	KCE	บริษัท เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	TECH	ETRON
104	KGI	บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	FIN
105	KKC	บริษัท กุลธรคอร์ปี้ จำกัด (มหาชน)	INDUS	IMM
106	KSL	บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)	AGRO	FOOD
107	KTB	ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	BANK
108	KTC	บริษัท บัตรกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	FIN

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดอุตสาหกรรม
109	KYE	บริษัท กันยงอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	HOME
110	LANNA	บริษัท ลานนาวิซอร์สเชส จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
111	LH	บริษัท แลนด์เอนด์เฮาส์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
112	LOXLEY	บริษัท ล็อกซ์เลย์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	COMM
113	LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
114	LST	บริษัท ลำสูง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	AGRO	FOOD
115	MACO	บริษัท มาสเตอร์ แอด จำกัด (มหาชน)	SERVICE	MEDIA
116	MAJOR	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	SERVICE	MEDIA
117	MAKRO	บริษัท ซยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน)	SERVICE	COMM
118	MALEE	บริษัท มาลีกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	AGRO	FOOD
119	MATI	บริษัท มติชน จำกัด (มหาชน)	SERVICE	MEDIA
120	MAX	บริษัท แมกซ์ เมทัล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	INDUS	STEEL
121	MBK	บริษัท เอ็ม บี เค จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
122	MBKET	บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	FIN
123	MCOT	บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน)	SERVICE	MEDIA
124	MCS	บริษัท เอ็ม.ซี.เอส.สตีล จำกัด (มหาชน)	INDUS	STEEL
125	MDX	บริษัท เอ็ม ดี เอ็กซ์ จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
126	MEGA	บริษัท เมก้า ไลฟ์ไชนเอนซ์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	COMM
127	MFC	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	FIN
128	MFEC	บริษัท เอ็ม เอฟ อี ซี จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
129	MIDA	บริษัท ไมต้า แอสเซท จำกัด (มหาชน)	SERVICE	COMM
130	MILL	บริษัท มิลล์คอน สตีล จำกัด (มหาชน)	INDUS	STEEL
131	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	AGRO	FOOD
132	ML	บริษัท ไมต้า ลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	FIN
133	MODERN	บริษัท โมเดิร์นฟurniture จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	HOME
134	MONO	บริษัท โมโน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	SERVICE	MEDIA
135	NOBLE	บริษัท โนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
136	NTV	บริษัท โรงพยาบาลนนทเวช จำกัด (มหาชน)	SERVICE	HEALTH
137	NUSA	บริษัท นูสาสิริ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
138	NWR	บริษัท นาวรัตน์พัฒนาการ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONS
139	NYT	บริษัท นามยง เทอร์มินัล จำกัด (มหาชน)	SERVICE	TRANS
140	OCC	บริษัท โอ ซี ซี จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	PERSON
141	OGC	บริษัท โอเชียนกลาส จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	HOME
142	OISHI	บริษัท โออิชิ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	AGRO	FOOD
143	PAF	บริษัท แพนเอเชียฟู้ดแวร์ จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	FASHION
144	PAP	บริษัท แปซิฟิกไพพ์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	STEEL
145	PDI	บริษัท ผาแดงอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	RESOURC	MINE
146	PERM	บริษัท เพิ่มสินสตีลเว็ลด์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	STEEL

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดอุตสาหกรรม
147	PF	บริษัท พร็อพเพอร์ตี้ เพอร์เฟค จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
148	PLE	บริษัท เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONS
149	PM	บริษัท พรีเมียร์ มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน)	AGRO	FOOD
150	PRG	บริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน)	AGRO	FOOD
151	PRIN	บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
152	PSL	บริษัท พรีเมเชียส ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน)	SERVICE	TRANS
153	PT	บริษัท พรีเมียร์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
154	PTG	บริษัท พีทีจี เอ็นเนอจี จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
155	PTL	บริษัท โพลีเท็กซ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	INDUS	PKG
156	PTT	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
157	PTTEP	บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
158	PTTGC	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)	INDUS	PETRO
159	PYLON	บริษัท ไพลอน จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONS
160	QH	บริษัท ควอลิตี้เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
161	RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
162	RCI	บริษัท โรเชล ซีรามิก อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONMAT
163	RCL	บริษัท อาร์ ซี แอล จำกัด (มหาชน)	SERVICE	TRANS
164	RML	บริษัท ไรมอน แลนด์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
165	ROBINS	บริษัท โรบินสัน จำกัด (มหาชน)	SERVICE	COMM
166	ROJNA	บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
167	RPC	บริษัท อาร์พีซีจี จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
168	RS	บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน)	SERVICE	MEDIA
169	SABINA	บริษัท ซาบีน่า จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	FASHION
170	SAMART	บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
171	SAMCO	บริษัท สัมมากร จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
172	SAMTEL	บริษัท สามารถเทลคอม จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
173	SAWANG	บริษัท สว่างเอ็กซ์พอร์ต จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	FASHION
174	SC	บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
175	SCB	ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	BANK
176	SCC	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONMAT
177	SCCC	บริษัท ปูนซิเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONMAT
178	SCG	บริษัท สหโภคิน (ชลบุรี) จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
179	SE-ED	บริษัท ซีอีดูเคชั่น จำกัด (มหาชน)	SERVICE	MEDIA
180	SENA	บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
181	SF	บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
182	SGP	บริษัท สยามแก๊ส แอนด์ ปิโตรเคมีคัลส์ จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
183	SHANG	บริษัท แซงกรี-ลา โฮเทล จำกัด (มหาชน)	SERVICE	TOURISM
184	SIS	บริษัท เอสไอเอส ดิสทริบิวชั่น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดอุตสาหกรรม
185	SITHAI	บริษัท ศรีไทยซูเปอร์แวร์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	PKG
186	SKR	บริษัท ศิครินทร์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	HEALTH
187	SMIT	บริษัท สหมิตรเครื่องกล จำกัด (มหาชน)	INDUS	STEEL
188	SMK	บริษัท สนิม้นคงประกันภัย จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	INSUR
189	SMT	บริษัท สดาร์ส ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	TECH	ETRON
190	SNC	บริษัท เอส เอ็น ซี ฟอรัมเมอร์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	IMM
191	SPACK	บริษัท เอส. แพ็ค แอนด์ ฟรินท์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	PKG
192	SPC	บริษัท สหพัฒนพิบูล จำกัด (มหาชน)	SERVICE	COMM
193	SPCG	บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
194	SPI	บริษัท สหพัฒนาอินเตอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	SERVICE	COMM
195	SSF	บริษัท สุรพลฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)	AGRO	FOOD
196	SST	บริษัท ทรัพย์ศรีไทย จำกัด (มหาชน)	AGRO	FOOD
197	STA	บริษัท ศรีตราง์แอโกรอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	AGRO	AGRI
198	STEC	บริษัท ชีโน-ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด(มหาชน)	PROPCON	CONS
199	STPI	บริษัท เอสทีพี แอนด์ ไอ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONS
200	SUC	บริษัท สหยูเนียน จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	FASHION
201	SUSCO	บริษัท ซัสโก้ จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
202	SVOA	บริษัท เอสวีโอเอ จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
203	SYNEX	บริษัท ซินเน็ค (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
204	SYNTEC	บริษัท ซินเท็ค คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONS
205	TASCO	บริษัท ทีปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONMAT
206	TBSP	บริษัท ไทยบริดจ์ซีเคียวริตี้ ฟรินด์ซ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	MEDIA
207	TC	บริษัท ทรอปปิคอลแคนนิง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	AGRO	FOOD
208	TCAP	บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	BANK
209	TCC	บริษัท ไทย แคปิตอล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
210	TGPRO	บริษัท ไทย-เยอรมัน โปรดัคส์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	STEEL
211	THAI	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)	SERVICE	TRANS
212	THANI	บริษัท ราชธานีดีสซิ่ง จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	FIN
213	THCOM	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
214	THIP	บริษัท ทานตะวันอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	INDUS	PKG
215	THRE	บริษัท ไทยรับประกันภัยต่อ จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	INSUR
216	THREL	บริษัท ไทยรับประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	INSUR
217	TIP	บริษัท ทีพีประกันภัย จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	INSUR
218	TIPCO	บริษัท ทีปโก้ฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)	AGRO	FOOD
219	TISCO	บริษัท ทีสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	BANK
220	TK	บริษัท ฐิติกร จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	FIN
221	TKS	บริษัท ที.เค.เอส. เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	SERVICE	MEDIA
222	TKT	บริษัท ที.กรุงไทยอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	INDUS	AUTO

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดอุตสาหกรรม
223	TMB	ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	BANK
224	TMT	บริษัท สี่เหล็กไทย จำกัด (มหาชน)	INDUS	STEEL
225	TOG	บริษัท ไทยออปติคอลล กิ๊ป จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	PERSON
226	TOP	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
227	TOPP	บริษัท ไทย โอ.พี.พี. จำกัด (มหาชน)	INDUS	PKG
228	TPA	บริษัท ไทยโพลีเอคริลิก จำกัด (มหาชน)	INDUS	PETRO
229	TIPL	บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONMAT
230	TPOLY	บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONS
231	TR	บริษัท ไทยเรยอน จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	FASHION
232	TRC	บริษัท ทีอาร์ซี คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONS
233	TRUE	บริษัท โทร คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
234	TSC	บริษัท ไทยสตีลเคเบิ้ล จำกัด (มหาชน)	INDUS	AUTO
235	TSI	บริษัท ไทยเศรษฐกิจประกันภัย จำกัด (มหาชน)	FINCIAL	INSUR
236	TTA	บริษัท โทรคมนาคมไทย เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	TRANS
237	TTCL	บริษัท ทีทีซีแอล จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONS
238	TTI	บริษัท โรงงานผ้าไทย จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	FASHION
239	TTW	บริษัท ทีทีดับบลิว จำกัด (มหาชน)	RESOURC	ENERG
240	TVO	บริษัท น้ำมันพืชไทย จำกัด (มหาชน)	AGRO	FOOD
241	TWZ	บริษัท ทีดับบลิวแซด คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	TECH	ICT
242	UMI	บริษัท สหโมเสคอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONMAT
243	UNIQ	บริษัท ยูนิค เอ็นจิเนียริ่ง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	PROPCON	CONS
244	UTP	บริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน)	INDUS	PAPER
245	UV	บริษัท ยูนิเวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
246	VGI	บริษัท วี จี ไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)	SERVICE	MEDIA
247	VIBHA	บริษัท โรงพยาบาลวิภาวดี จำกัด (มหาชน)	SERVICE	HEALTH
248	VIH	บริษัท ศรีวิชัยเวชวิวัฒน์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	HEALTH
249	WACOAL	บริษัท ไทยวาโก้ จำกัด (มหาชน)	CONSUMP	FASHION
250	WG	บริษัท วัฏจักรู๊ป จำกัด (มหาชน)	INDUS	PETRO
251	WHA	บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	PROPCON	PROP
252	WORK	บริษัท เวิร์คพอยท์ เอ็นเทอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE	MEDIA



## ภาคผนวก ง

ตารางเปรียบเทียบการประมาณค่าแบบจำลองอนุกรมภาคตัดขวางเชิงพลวัตของงานวิจัยกับผลการประมาณค่าของแบบจำลองเชิงพลวัตของแต่ละบริษัท

Model	ATT					ABSOLUTE ABRETURN					VOL					TOVER				
	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons
PVAR	0.13 ***	(3.97) **	2.96	7.63 ***		0.00	0.02	0.15 ***	(0.00)		(0.00)	0.00	0.09 ***	0.00		0.00 *	(0.03)	0.17 ***	0.06 *	
AAV	0.14 *	(12.11)	(77.35)	15.88	12.25 ***	(0.00)	0.06	0.05	0.03	0.01 *	(0.00)	0.03	0.10	(0.00)	0.01 ***	(0.00) **	0.01	0.08	0.10 *	0.00
ADVANC	0.22 ***	(43.08)	(49.99)	160.09	5.99 ***	(0.00) ***	(0.05)	(0.32) **	0.12	0.00 *	(0.00) ***	(0.04)	0.16 **	(0.02)	0.00 ***	(0.00) ***	(0.07) ***	0.00	0.17 ***	(0.00)
AH	0.13 **	(3.19)	19.18	(81.51)	16.93 ***	(0.00)	(0.11)	0.05	(0.01)	0.03 **	(0.00)	(0.05) **	0.06	0.01	0.01 ***	(0.00)	(0.01)	(0.06)	0.14 **	0.00
AHC	0.18 ***	60.73	(110.43)	144.53	10.31 ***	0.00	0.08	(0.35) *	0.96 ***	0.01 **	0.00	0.04	(0.01)	0.17	0.00 ***	(0.00)	0.05 ***	(0.04)	0.05	(0.00)
AJ	0.17 ***	(25.05)	(2.98)	30.76	6.00 ***	(0.00)	0.03	0.37 **	(0.04)	0.03 ***	(0.00)	0.01	0.11	0.01	0.02 ***	(0.00)	(0.02)	0.25	(0.02)	0.02 **
AKR	(0.12)	(44.40)	121.41	25.77 ***	5.28 **	(0.00) **	(0.09)	0.37 *	0.02	0.01 ***	(0.00)	(0.02)	0.12	0.01	0.01 ***	(0.00) ***	0.12	(0.27)	(0.02)	(0.01)
AMANAH	0.20 ***	3.86	8.52	22.42	7.78 ***	(0.00)	0.15 *	(0.01)	(0.06)	0.01 *	0.00	(0.00)	0.11	(0.05) **	0.01 ***	0.00	0.18 **	0.01	(0.08)	(0.02) **
AMATA	0.05	(53.97) *	211.23 **	38.05	25.96 ***	(0.00)	(0.06)	(0.12)	0.03	0.01	0.00	0.01	0.01	0.00	0.01 *	(0.00)	(0.08)	0.22	0.06	(0.01) *
ANAN	(0.01)	12.42	91.35	(57.17)	27.24 ***	(0.00)	0.07	(0.22)	0.05	0.04 ***	(0.00)	0.01	0.02	(0.06) *	0.01 ***	(0.00)	0.03	0.12	(0.04)	(0.00)
AOT	0.10	(18.86)	(79.00)	31.40	8.82 ***	(0.00) **	(0.11) *	0.09	(0.18)	0.02 ***	(0.00) *	0.02	0.09	(0.02)	0.01 ***	(0.00) ***	(0.05) **	0.04	0.08	0.00 ***
APCO	0.06	12.74	(54.75)	57.99	13.34 ***	(0.00)	0.14 *	(0.08)	0.06	0.01	0.00	(0.00)	0.07	(0.06)	0.00	(0.00)	0.06 *	(0.02)	0.04	(0.01) **
APURE	(0.04)	(19.49)	16.10	11.74	9.04 ***	0.00 **	(0.08)	0.01	0.00	0.02 ***	0.00	(0.05) *	0.07	0.00	0.01 ***	(0.00)	(0.19)	0.06	0.11	0.01
AQUA	0.12 **	(5.79)	(94.74)	46.88 **	27.70 ***	0.00	0.04	(0.02)	(0.01)	(0.00)	0.00	(0.03)	0.20 ***	(0.00)	0.00	(0.00)	0.00	0.03	0.15 **	0.02
ASIAN	0.06	(1.31)	15.66	(7.48)	12.59 ***	(0.00)	(0.02)	(0.02)	0.14 **	0.05 *	(0.00)	(0.02)	(0.01)	0.08 ***	0.02 ***	(0.00)	(0.04)	(0.05)	0.13 *	0.00
ASP	0.19 ***	(71.44)	(91.05)	123.66	9.44 ***	(0.00)	0.12 *	(0.12)	(0.15)	0.01	(0.00)	0.04	(0.01)	(0.00)	0.00 **	0.00	(0.00)	(0.26) **	0.11	(0.00) *
BAFS	0.24 ***	(110.72) **	75.28	431.79	13.41 ***	0.00	(0.07)	0.12	(1.36)	0.01 ***	0.00	0.05 **	(0.01)	(0.23)	0.01 ***	0.00 **	(0.00)	(0.01)	0.04	0.00 ***
BANPU	0.14 *	(2.86)	(118.22) *	34.58	10.60 ***	0.00	0.10	0.43 ***	(0.15) ***	0.02 ***	(0.00) **	0.04	0.18 **	(0.02)	0.01 ***	(0.00)	(0.02)	0.05	0.04	0.00
BBL	0.14 **	(18.10)	85.96	(62.95)	5.45 ***	0.00	(0.03)	0.13	0.00	0.01 ***	0.00 ***	0.02	0.06	0.15 **	0.00 **	0.00	0.00	0.14 ***	0.06	0.00 ***
BCH	0.16 ***	(17.78)	(194.39) *	154.81	11.15 ***	(0.00)	0.06	(0.09)	0.16	0.03 ***	(0.00)	0.01	(0.07)	0.18 **	0.02 ***	(0.00)	(0.03)	(0.06)	0.36 ***	0.01 ***
BCP	- ***	0.14 **	(71.58)	64.91	14.64 ***	- ***	(0.00)	(0.07)	0.07	0.02 ***	- ***	0.00	0.04	0.14 **	0.01 ***	- ***	(0.00)	(0.05)	(0.06)	0.00 *
BEAUTY	0.14 **	(4.09)	(14.43)	20.63 ***	3.89 ***	0.00	(0.24) ***	0.26	0.04	0.03 ***	0.00	0.01	(0.01)	0.01	0.01 ***	0.00	(0.19)	(0.64)	0.24 **	(0.01)
BEC	0.05	25.97	(34.08)	(42.41)	25.86 ***	(0.00)	(0.06)	0.14	0.00	0.02 **	(0.00)	0.00	0.04	0.04	0.01 ***	(0.00)	0.02	(0.07)	0.04	0.00
BH	0.01	(36.96)	105.25 *	50.72	16.12 ***	0.00	0.05	0.01	(0.52)	0.01 **	0.00	(0.01)	0.04	(0.05)	0.00	0.00	(0.02)	(0.03)	0.15 **	0.00
BJC	(0.00)	(23.34)	1.87	367.67	29.34 ***	(0.00)	0.10	(0.32) *	0.25	0.01	(0.00) *	0.02	(0.01)	0.16	0.01 ***	(0.00)	(0.00)	(0.02)	0.08	(0.00) *
BJCHI	0.09	12.06	0.54	111.28	20.12 ***	(0.00)	(0.04)	(0.03)	(0.01)	0.03 ***	0.00	0.02	(0.09)	0.01	0.01 ***	0.00 *	(0.01)	0.12 **	0.12 *	0.00
BLA	0.12 *	0.45	(284.38) **	(321.23)	25.88 ***	0.00	(0.03)	0.30	(0.75)	0.01	(0.00)	(0.01)	0.04	0.18	0.01 ***	(0.00)	(0.00)	(0.01)	0.11	0.00
BLAND	0.06	(12.05)	(74.95)	52.65 **	7.67 ***	(0.00) *	0.11 *	(0.12)	0.05	0.02 ***	(0.00)	0.06 **	0.12 **	(0.04) **	0.00	(0.00) *	0.22 ***	(0.03)	0.05	(0.01) ***
BROCK	0.02	(27.76)	(9.10)	(22.43)	15.72 ***	(0.00)	(0.02)	(0.13)	0.01	0.02 ***	(0.00)	(0.02)	0.05	(0.01)	0.01 **	0.00	(0.06)	(0.15)	0.19 ***	(0.02) **

Model	ATT					ABSOLUTE ABRETURN					VOL					TOVER				
	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons
BTS	0.16 ***	(1.96)	92.05	(29.81)	4.07 *	(0.00)	(0.04)	(0.13)	0.13	0.01 ***	(0.00)	0.02	(0.10)	0.13 **	0.01 ***	(0.00)	0.02	(0.16) *	0.10	0.02 ***
CCP	0.05	41.37	(13.31)	47.46	30.17 ***	(0.00)	(0.08)	0.02	0.03	0.01	(0.00)	0.00	(0.04)	0.04	0.01 ***	(0.00) **	0.01	(0.10)	0.19 ***	(0.00)
CEN	0.18 ***	19.12	91.48	10.39	21.99 ***	0.00 ***	0.11	(0.30)	0.07	0.00	0.00	0.02	(0.08)	0.00	(0.00)	0.00	0.14	(0.29)	0.04	(0.05) ***
CENDEL	0.05	57.23	(288.74) **	(10.50)	18.72 ***	(0.00)	0.09	0.21	(0.51) *	0.01 *	(0.00)	0.05 *	0.15 **	(0.19)	0.01 ***	(0.00)	0.03 **	(0.01)	(0.06)	0.00 ***
CGD	0.01	20.52	1.00	8.44	4.42 ***	0.00	0.04	0.21	(0.08)	0.01 *	(0.00)	(0.00)	0.16 **	(0.02)	0.01 ***	0.00	(0.15) **	0.23	0.05	(0.00)
CHARAN	0.01	21.08	(50.74)	(124.00)	22.68 ***	(0.00)	0.04	0.09	(0.30)	0.02 ***	(0.00) **	(0.00)	0.12	(0.09)	0.02 ***	(0.00) *	0.00	0.03	(0.02)	0.00
CHG	0.14 *	(57.52) **	(51.62)	142.39 *	10.92 ***	(0.00)	0.03	0.01	0.05	0.01 *	(0.00) *	(0.04)	0.06	0.12 *	0.01 ***	(0.00)	(0.02)	(0.02)	0.07	(0.00)
CHOTI	0.15 **	8.16	(209.06)	561.73	16.15 ***	0.00	0.07	(0.07)	(0.51)	0.02 ***	(0.00)	0.02	0.03	(0.10)	0.01 ***	(0.00)	0.00	(0.01)	0.14 **	0.00 ***
CI	0.13 **	(6.82)	(138.34) *	1.68	26.99 ***	(0.00) *	(0.11)	0.01	0.04	0.04 ***	(0.00)	(0.00)	0.24 ***	(0.02)	0.02 ***	(0.00)	(0.46) **	0.76	0.01	0.05 *
CK	0.14 **	(10.74)	(23.67)	(10.30)	27.41 ***	(0.00)	0.00	(0.21)	(0.03)	0.04 ***	(0.00)	(0.03)	(0.04)	0.04 *	0.02 ***	(0.00)	(0.08)	(0.20)	0.06	0.05 ***
CKP	0.16 **	17.75	13.47	(1.89)	13.47 ***	(0.00)	(0.00)	0.17	(0.11)	(0.00)	(0.00)	(0.01)	0.00	0.00	0.01 ***	(0.00)	(0.03)	0.06	0.02	(0.01) **
CM	0.12 *	(35.99) **	46.67	(10.18)	18.19 ***	(0.00)	0.01	0.11	0.01	0.03	0.00	(0.03)	0.12	(0.01)	0.01	(0.00)	(0.22) *	0.36	(0.07)	0.01
CMR	0.06	30.97	59.42	298.75	17.39 ***	0.00	0.06	(0.13)	0.74	0.00	(0.00)	0.08 **	(0.10)	0.20	0.01 **	0.00	0.01 *	(0.04) *	0.17 **	(0.00) **
CNS	0.08	48.04	(54.38)	(98.56)	42.59 ***	(0.00)	(0.02)	(0.01)	(0.19)	0.01	(0.00)	0.01	(0.06)	(0.04)	0.01 *	0.00	0.08	(0.27) *	0.23 ***	(0.00)
CNT	0.01	(148.83) ***	69.25	246.59	32.41 ***	(0.00)	(0.03)	0.44 *	(0.37)	0.03 ***	(0.00)	(0.03)	0.16	(0.11)	0.01 ***	(0.00)	(0.01)	0.02	(0.02)	0.00
CPALL	0.16 **	38.51	(170.12)	76.98	9.76 ***	(0.00)	(0.09)	0.21	0.14	0.01 ***	(0.00) ***	0.00	0.12 *	0.06	0.01 ***	(0.00) ***	0.01	0.07	0.04	0.00 **
CPF	0.09	(10.17)	(80.05)	96.79	24.62 ***	(0.00)	(0.02)	0.12	0.22	(0.00)	(0.00)	(0.02)	0.16 **	0.13	0.01 *	(0.00)	(0.03)	0.08	0.08	(0.00)
CPH	0.03	20.84	(61.18)	(34.36)	24.68 ***	(0.00)	0.11	(0.06)	(0.11)	0.03 ***	(0.00)	0.04	(0.07)	0.03	0.02 ***	(0.00)	0.04	(0.07)	0.00	(0.01)
CPI	(0.00)	(21.87)	106.08	80.82	21.68 ***	0.00 **	0.03	(0.18)	0.11	0.00	0.00 *	0.01	(0.04)	0.02	0.01 *	0.00	0.01	(0.09)	0.13 *	0.00
CPL	0.03	58.03	65.03	(103.00)	42.82 ***	(0.00) **	0.02	0.15	(0.68)	0.02 *	(0.00)	(0.00)	0.19 ***	(0.41) *	0.01 ***	(0.00)	(0.01)	0.03	0.02	0.00
CPN	0.15 **	40.89	(183.01)	253.54	24.02 ***	(0.00)	0.02	0.05	0.44	0.01 ***	(0.00)	0.00	0.05	0.03	0.01 ***	(0.00) **	(0.01)	0.03	0.08	0.00 ***
CRANE	0.15 **	(16.96)	(12.88)	6.88	33.58 ***	0.00	(0.08)	0.02	0.01	0.04 **	(0.00)	0.00	(0.01)	0.03	0.02 ***	(0.00) **	(0.10) *	(0.04)	0.09	0.02
CSC	0.08	55.70	63.91	(970.16)	16.61 ***	0.00	0.02	(0.02)	(0.61)	0.01 *	(0.00)	0.08 ***	(0.10)	(0.31)	0.01 ***	(0.00)	(0.00)	0.00	0.03	0.00 ***
CSP	0.11 *	33.07	(150.65)	67.45 ***	20.85 ***	(0.00)	0.25 ***	(0.22)	0.03	0.01	(0.00)	0.12 ***	(0.17)	0.01	0.01 ***	(0.00)	0.38 ***	(0.49) *	0.02	(0.01)
CTW	(0.00)	(67.37) **	211.40 **	(38.47)	18.00 ***	(0.00)	0.04	0.12	(0.10)	0.03 ***	0.00	0.01	0.02	(0.11)	0.02 ***	(0.00)	0.02	(0.06)	(0.05)	0.01 *
CWT	0.14 **	14.09	7.55	(18.67) **	5.78 ***	(0.00)	0.13 *	(0.38) *	0.01	0.01	(0.00)	(0.04)	0.04	0.03	0.01 ***	0.00	(0.09)	(0.03)	(0.06)	(0.03) *
DCC	(0.00)	41.50	258.63	478.17	26.05 ***	0.00	0.02	0.57 ***	0.00	0.01	0.00	(0.01)	0.20 ***	0.08	0.01 ***	0.00	(0.01) **	0.07 ***	0.13 *	0.00
DCCON	0.08	(11.07)	(87.28)	52.91 **	5.00 ***	(0.00) *	(0.06)	0.68 ***	(0.07)	0.00	(0.00)	0.01	0.15 **	(0.01)	0.01 ***	(0.00) ***	0.02	0.32 *	0.04	(0.01)

Model	ATT					ABSOLUTE ABRETURN					VOL					TOVER				
	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons
DEMCO	0.05	(6.21)	34.80	(13.14) *	4.03 ***	0.00	(0.03)	0.27	(0.08) **	0.01	(0.00)	(0.03)	0.13 *	(0.02)	0.01 ***	(0.00)	0.04	0.18	(0.08) **	(0.03) ***
DRT	0.14 **	21.99	(180.15)	179.18	20.08 ***	0.00	0.13 **	0.08	(1.10) ***	0.01 ***	0.00	0.02	0.16 **	(0.18) *	0.01 ***	0.00	0.01	0.11 ***	(0.24) ***	(0.00)
DTAC	0.24 ***	2.18	(26.03)	28.21	8.02 ***	(0.00)	(0.09)	0.65 ***	(0.34) **	0.02	0.00	(0.00)	0.27 ***	(0.18) ***	0.02 ***	0.00	0.02	0.24 **	(0.11)	0.02 **
DTC	0.24 ***	24.73	(65.98)	10.05	13.25 ***	(0.00) **	(0.17) *	0.48 **	(0.61)	0.03 ***	(0.00)	(0.05)	0.08	0.08	0.01 ***	(0.00)	(0.00)	0.02	0.17 **	0.00
EASTW	0.10	6.33	(207.36)	377.88 **	10.31 ***	(0.00)	0.04	(0.09)	0.12	0.01 **	(0.00)	0.02	0.08	0.08	0.00 ***	(0.00)	0.04 **	0.02	0.33 ***	(0.00) ***
ECL	0.18 **	14.13	(62.54)	17.92 ***	7.59 ***	(0.00) *	0.08	(0.02)	(0.01)	0.01 **	(0.00) **	0.04	0.02	0.01	0.01 ***	(0.00)	(0.38)	(1.16)	0.10	(0.01)
EGCO	0.20 ***	25.80	547.55 ***	(537.66)	19.42 ***	(0.00)	0.04	(0.25)	0.42	0.01 ***	(0.00)	(0.01)	0.06	0.01	0.01 ***	0.00	0.02	(0.01)	0.16 **	0.00 **
EMC	0.05	(13.42)	(19.19)	58.38 ***	20.70 ***	(0.00)	(0.07)	0.22	0.07	0.03 **	(0.00) *	(0.00)	0.12 *	(0.04)	0.02 ***	(0.00) **	(0.04)	0.10	0.17 ***	(0.01)
EPCO	(0.09)	(15.56)	77.02	(31.91)	18.68 ***	0.00	0.01	(0.01)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	0.07 **	(0.13)	0.04	0.01 ***	0.00 **	0.07	(0.26)	0.10	(0.02) ***
ERW	0.00	21.78	(171.29)	(27.76)	16.18 ***	(0.00)	0.05	(0.16)	(0.22)	0.02 ***	(0.00)	0.02	0.07	(0.11)	0.01 ***	(0.00)	0.01	(0.07)	0.02	0.00 *
ESSO	0.14 **	(37.96) **	(105.08) **	20.36	3.65 **	(0.00)	0.00	0.16	0.00	0.00	(0.00) **	0.06 ***	(0.00)	0.05	0.01 ***	(0.00) ***	0.15 ***	(0.09)	0.28 ***	(0.01) *
ESTAR	0.06	(5.17)	85.77	32.90	13.19 ***	0.00	(0.00)	(0.05)	0.03	0.02 ***	0.00	(0.02)	0.12 *	0.00	0.01 ***	0.00	(0.01)	0.14	0.05	(0.03) ***
EVER	0.07	0.41	(33.33)	11.21	13.65 ***	0.00	(0.08)	(0.01)	0.16 **	0.01	(0.00)	(0.03)	0.06	0.00	0.03 ***	0.00	(0.16) **	(0.05)	0.29 ***	0.01
FANCY	0.20 ***	(9.27)	(6.89)	30.01 **	5.48 **	(0.00)	(0.13) *	0.14	0.25 ***	0.02	0.00	(0.03)	0.06	0.03	0.01	0.00 **	(0.12) *	(0.18)	0.22 ***	(0.02) **
FORTH	0.15 **	25.54	(132.69) *	117.37	15.72 ***	(0.00)	(0.02)	(0.05)	0.65 ***	0.01	0.00	0.06 *	(0.07)	0.15 **	0.00	(0.00)	0.06 *	(0.28) ***	0.26 ***	(0.00)
FSS	0.30 ***	41.21	(289.94) *	30.02	12.63 ***	0.00	0.02	(0.07)	0.10	0.01 ***	(0.00) ***	0.01	0.05	0.10	0.01 ***	(0.00)	0.03	(0.03)	0.07	0.00 *
GC	0.11 *	6.86	84.13	2.87	25.36 ***	(0.00)	0.07	0.02	0.05	0.01	(0.00)	0.04	0.17	(0.05) **	0.01 **	0.00	(0.06)	0.10	(0.05)	0.01
GENCO	(0.06)	(21.55)	98.28 ***	11.95 ***	2.46 **	(0.00) **	(0.10)	(0.03)	(0.00)	0.02 ***	(0.00) ***	0.00	0.21 ***	(0.02) ***	0.00 **	(0.01) ***	0.18	(0.09)	(0.06)	(0.02)
GFPT	0.13 *	(13.30)	(96.72)	100.91	15.30 ***	0.00	(0.09)	(0.13)	0.06	0.02 **	0.00	(0.01)	0.03	0.05	0.01 ***	(0.00)	(0.04) *	0.05	0.01	0.00
GL	(0.03)	(10.86)	0.58	(1.39)	2.86 *	(0.00)	0.05	0.10	(0.10)	0.01	(0.00)	0.04	(0.03)	(0.03)	0.01	(0.00)	0.00	(0.14)	(0.08) *	(0.03) ***
GLAND	0.16 **	19.03	(15.98)	6.09	21.06 ***	0.00	0.08	0.29	(0.09)	0.00	0.00	0.09 **	0.05	(0.04)	(0.00)	(0.00)	(0.04) *	0.04	0.27 ***	(0.00) *
GLOW	0.19 ***	18.87	(34.77)	(30.35)	12.04 ***	0.00	0.08	0.12	(0.46)	0.02 **	(0.00)	0.06 *	0.08	(0.20)	0.01 ***	0.00	0.01	(0.01)	0.15 **	(0.00)
GOLD	0.16 **	(2.94)	51.21 *	(28.26)	9.47 ***	(0.00)	0.04	(0.31) *	0.08	0.05 ***	0.00	0.07 **	(0.06)	(0.07)	0.02 **	0.00	0.02	(0.05)	0.02	0.01 *
GRAMMY	0.12 **	(8.29)	148.80 **	(209.04) **	5.04 ***	0.00	(0.01)	(0.09)	(0.39)	0.02 ***	(0.00)	(0.03)	(0.00)	0.01	0.01 ***	0.00	(0.02)	(0.00)	0.01	0.00
GRAND	0.03	(10.99)	4.42	0.71	8.98 ***	0.00	(0.12)	0.21	0.03	0.00	(0.00)	0.01	(0.08)	0.07 ***	0.01	(0.00)	(0.23) *	(0.16)	0.27 ***	(0.03)
GUNKUL	0.07	(49.41)	(56.08)	(2.68)	17.70 ***	(0.00)	(0.01)	0.04	(0.03)	0.03 ***	(0.00)	0.01	0.09	0.02	0.01 ***	(0.00)	(0.04)	0.04	0.08	0.00
HANA	0.14 **	0.04	31.24	(97.34)	24.62 ***	(0.00) *	0.03	(0.05)	0.03	0.05 ***	(0.00)	0.06 ***	(0.06)	(0.02)	0.02 ***	(0.00)	0.01	(0.10) *	0.12 *	0.01 ***
HFT	0.12 *	32.86	(42.04)	(14.48)	9.22 ***	0.00	(0.09)	0.24	(0.06)	0.01 *	0.00 **	0.03	(0.09)	(0.01)	0.01 ***	0.00	0.03	(0.17)	(0.09)	0.00

Model	ATT					ABSOLUTE ABRETURN					VOL					TOVER				
	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons
HMPRO	0.21 ***	(34.09)	(5.29)	8.14	11.22 ***	(0.00)	0.03	0.22	(0.64)	0.02 ***	(0.00)	(0.01)	0.13 *	(0.19)	0.01 ***	(0.00)	(0.01)	0.00	0.02	0.00 ***
ICC	0.31 ***	75.57 *	(1.76)	(7,038.24)	1.77 **	0.00	0.08	(0.07)	(16.54) *	0.01 ***	0.00	0.02	(0.01)	(2.47)	0.00 ***	(0.00)	0.00	(0.00)	(0.02)	0.00 ***
IFS	(0.01)	22.75	(13.12)	(6.85)	19.06 ***	(0.00)	(0.26) ***	0.44 **	0.08 *	0.01	(0.00)	(0.06) *	0.15 *	0.03 *	0.01 **	(0.00)	(0.60) ***	0.42	0.20 **	(0.02)
ILINK	(0.13) *	16.85	59.13	56.77	8.31 ***	(0.00)	0.12 *	0.10	(0.03)	0.02 ***	0.00	0.01	(0.05)	0.06	0.01 ***	(0.00)	0.09 **	(0.03)	0.23 ***	0.00
INET	0.14 **	32.36	161.57 **	(25.89) *	13.81 ***	0.00 *	0.02	0.28	(0.01)	(0.01)	0.00	(0.01)	0.11	(0.01)	(0.01) *	0.00	(0.07)	0.40	(0.03)	(0.02)
INOX	(0.06)	51.28	(109.39)	523.81	24.69 ***	(0.00)	(0.10)	0.12	1.03	0.01	(0.00)	(0.07) **	0.16 **	0.83 **	0.01 ***	(0.00)	(0.01) *	0.00	0.14 **	(0.00) **
INSURE	0.13 **	(23.00)	64.38	(12,139.15) *	24.97 ***	0.00	0.03	0.02	30.00	0.01	0.00	(0.01)	0.05	34.78 **	0.01	(0.00)	(0.00)	(0.00)	0.19 ***	0.00 *
INTUCH	0.15 *	(77.43) *	67.02	62.79	7.05 ***	(0.00) ***	(0.12) *	(0.09)	0.10	0.00 *	(0.00) ***	(0.06) *	0.16 **	0.02	0.00 *	(0.00) ***	(0.07) **	0.07	0.07	0.00
IRC	(0.02)	60.19	(171.44)	(2,505.62) *	53.06 ***	(0.00)	(0.09)	0.12	1.70	0.01 **	0.00	0.01	0.06	0.25	0.01 **	(0.00)	(0.00)	(0.01)	0.17 **	0.00 ***
IRPC	0.16 **	(15.31)	77.22	(33.87)	7.99 ***	0.00	0.16 **	0.27 *	(0.17)	0.01 ***	0.00	0.02	0.17 **	0.02	0.01 ***	(0.00)	0.01	0.12	0.15 **	0.01 *
ITD	0.12 *	(25.11)	36.60	5.74	7.87 ***	0.00	(0.10)	0.36 *	(0.04)	0.01	(0.00)	(0.03)	0.20 ***	(0.00)	0.00 **	(0.00)	(0.01)	0.60 **	(0.08)	(0.01)
IVL	0.10	0.99	(227.12) **	171.12 *	10.99 ***	(0.00)	(0.01)	0.40 **	(0.21)	0.01 **	(0.00) **	0.02	0.07	(0.01)	0.01 ***	(0.00) **	0.05 **	0.06	0.14 **	0.00
JAS	0.08	21.30	(104.33) ***	(1.26)	4.72 ***	0.00 **	0.07	(0.72) ***	0.07 **	0.01 **	(0.00)	(0.03)	(0.12)	0.03 ***	0.01 ***	0.00	(0.00)	(0.11)	0.26 ***	0.01
JMART	(0.02)	(13.35)	(67.79)	(26.06)	28.10 ***	(0.00) *	0.10	(0.02)	(0.03)	0.03 **	(0.00)	(0.03)	0.09	0.05	0.02 ***	(0.00)	0.02	0.09	(0.00)	0.01
JMT	0.11 *	1.09	(0.67)	88.49	10.87 ***	0.00	0.04	0.27	(0.24)	0.03 ***	0.00	0.02	(0.06)	0.15	0.01 ***	0.00	0.01	(0.03)	0.12	0.00
JTS	0.12	14.11	(6.09)	(3.98)	9.88 ***	0.00	0.10	(0.19)	0.09 **	(0.01)	(0.00)	(0.02)	0.10	0.02	(0.00)	(0.00)	0.19	1.32 ***	(0.08)	(0.06) ***
KAMART	0.23 ***	(21.96)	11.30	(31.22)	21.75 ***	(0.00)	0.06	0.00	0.24	0.02 **	(0.00)	0.05 *	0.13 *	(0.04)	0.01 ***	(0.00)	(0.03)	0.12	0.20 **	0.00
KBANK	0.48 ***	(9.09)	15.24	(139.74) *	4.60 *	0.00	0.01	0.13	(0.16)	0.02 ***	0.00	0.00	0.00	0.10	0.01 ***	0.00	0.01	0.03	0.13 *	0.01 ***
KCE	0.08	(3.53)	(114.06)	(22.25)	15.49 ***	(0.00)	0.01	(0.12)	(0.17)	0.02 ***	(0.00)	0.04 *	0.01	(0.12) **	0.01 ***	0.00	(0.01)	(0.03)	(0.06)	0.00
KGI	0.28 ***	(62.72)	37.91	113.96	16.82 ***	(0.00)	0.00	0.13	(0.26)	0.02 ***	(0.00) *	0.00	(0.02)	(0.04)	0.01 ***	(0.00) *	0.02	(0.08)	0.09	0.01 ***
KKC	(0.02)	20.60	(123.97) *	60.62	10.15 ***	0.00	0.01	0.25	(0.13)	0.02 ***	(0.00)	0.08 **	(0.01)	(0.12) **	0.01 ***	0.00	0.11 **	(0.25) **	(0.12) *	0.01 **
KSL	0.06	(57.59)	227.69 **	(210.84)	14.51 ***	(0.00) **	(0.02)	0.14	(0.45)	0.01 *	(0.00)	(0.01)	0.00	0.27	0.01 ***	(0.00)	(0.01)	0.01	0.12	0.00
KTB	0.36 ***	(37.16)	34.38	(61.64)	13.45 ***	0.00 **	0.00	(0.36) **	0.35 **	0.01	0.00 ***	(0.01)	(0.06)	0.21 ***	0.00	0.00 **	0.03	(0.09)	0.14 **	0.00 **
KTC	0.40 ***	(26.67) *	(92.58) ***	73.95 *	12.35 ***	(0.00)	(0.03)	(0.38) **	0.37 **	0.05 ***	(0.00)	0.10 ***	(0.07)	0.06	0.01	0.00	0.04	(0.09)	0.11	(0.01)
KYE	0.10	77.43	(6.34)	(122.63)	18.17 ***	(0.00)	(0.05)	0.19	(1.21) *	0.02 ***	(0.00)	(0.05)	0.14	(0.26)	0.01 ***	(0.00)	(0.01)	0.00	0.01	0.00 ***
LANNA	(0.00)	(41.96)	124.46	38.67	21.13 ***	(0.00)	0.10	0.08	(0.18)	(0.00)	(0.00)	0.03	0.06	0.04	0.01	(0.00)	0.05 *	0.03	0.15 *	(0.00)
LH	0.14 **	(121.95) ***	(46.17)	308.18 ***	23.61 ***	0.00	(0.07)	0.24 *	0.49 **	0.01	(0.00)	(0.03)	0.14 **	0.13	0.01 **	0.00	(0.03)	(0.00)	0.28 ***	(0.00)
LOXLEY	0.15 **	(57.26) *	(124.99)	33.74	8.09 ***	(0.00)	0.18 ***	(0.14)	0.00	0.02 ***	0.00	0.11 ***	0.06	(0.03)	0.01 ***	(0.00)	0.09	(0.20)	0.00	(0.00)

Model	ATT					ABSOLUTE ABRETURN					VOL					TOVER				
	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons
LPN	0.14 **	(15.21)	(10.78)	(60.84)	11.39 ***	(0.00)	(0.00)	(0.26)	0.31 *	0.01	(0.00)	(0.01)	0.06	0.07	0.01 ***	(0.00) **	0.02	(0.09)	0.14 *	0.01 ***
LST	(0.01)	(22.60)	(17.75)	118.92	18.98 ***	0.00	0.20 **	(0.49) *	0.24	(0.00)	(0.00)	0.07 **	(0.07)	(0.02)	0.00 *	(0.00)	0.14 ***	(0.06)	(0.12)	(0.00)
MACO	0.01	(19.52)	(6.17)	13.59	16.86 ***	(0.00)	0.11	(0.49) **	(0.01)	0.03 ***	(0.00)	0.00	(0.06)	0.05 *	0.01 ***	(0.00)	(0.05)	(0.10)	0.09	0.00
MAJOR	0.09	(15.55)	(28.68)	38.92	16.26 ***	(0.00)	0.10	0.12	(0.01)	0.03 ***	(0.00)	0.03	0.11	(0.10)	0.02 ***	(0.00)	0.00	(0.01)	0.08	0.01 ***
MAKRO	0.13 **	9.40	49.78	82.83	21.79 ***	(0.00) *	(0.09)	0.82 ***	0.68	0.00	(0.00)	0.01	0.15 **	0.03	0.00	(0.00)	(0.01) ***	0.05 ***	0.17 ***	(0.00) **
MALEE	0.16 **	(44.06)	203.39 **	151.13 **	19.88 ***	(0.00)	(0.11)	0.16	0.02	0.02 **	(0.00)	(0.02)	0.05	(0.03)	0.01 ***	0.00	(0.08) **	0.25 **	0.04	(0.01)
MATI	(0.00)	(31.64)	(95.98) *	796.67 *	39.22 ***	0.00	0.05	0.08	(1.13)	0.03 ***	0.00	0.02	0.04	(0.74)	0.02 ***	(0.00)	0.00	(0.01)	0.18 ***	0.00
MAX	0.15 **	(2.60)	1.46	(1.61)	4.86 ***	0.00	(0.04)	0.14 *	(0.04)	0.13 ***	0.00	0.10 **	0.23 ***	(0.08)	0.02	0.00	(0.02)	(0.05)	0.13 **	0.06 ***
MBK	0.25 ***	18.77	3.84	(17.32)	3.58 *	0.00	0.12	0.10	(0.45) *	0.00	0.00	0.05 *	0.09	(0.01)	0.00	0.00	0.04 *	(0.06)	(0.15) **	(0.00) *
MBKET	0.18 **	(15.72)	19.43	5.58	8.30 ***	(0.00)	(0.15)	0.49 **	0.04	(0.00)	(0.00)	(0.07) *	0.29 ***	(0.05) *	0.00	(0.00)	(0.08)	0.29	(0.09)	(0.01) ***
MCOT	0.13 **	(82.22) **	9.05	370.87	13.03 ***	(0.00) *	(0.07)	0.18	0.97	0.02 ***	(0.00)	(0.03)	(0.04)	0.64 *	0.01 ***	(0.00)	(0.01)	0.00	0.16 *	0.00
MCS	0.01	(38.36)	75.72	46.93	26.29 ***	(0.00)	0.20 ***	(0.19)	(0.05)	0.01	(0.00)	0.02	0.05	0.00	0.01 *	(0.00)	(0.02)	0.06	0.21 ***	0.00
MDX	0.03	(32.13)	41.43	73.21 ***	6.20 ***	0.00	(0.00)	0.08	(0.03)	0.03 ***	0.00 **	0.05 *	(0.05)	0.06 *	0.01 ***	0.00 **	0.02	0.11	(0.07)	(0.00)
MEGA	0.15 **	22.94	(4.57)	(20.98)	16.62 ***	0.00	0.10	0.32 *	(0.12)	0.01	0.00	(0.00)	0.01	0.10	0.02 ***	(0.00)	0.04	(0.07)	0.09	0.00
MFC	0.16 **	(18.99)	(38.02)	188.79	28.14 ***	(0.00)	(0.01)	0.28 *	(0.03)	0.01	(0.00)	0.07 **	(0.00)	(0.14)	0.00	(0.00)	(0.00)	0.01	0.10	0.00 **
MFEC	0.17 ***	(48.66)	155.05	13.53	21.71 ***	0.00	(0.00)	0.16	0.09	0.01 **	(0.00)	0.03	0.03	0.04	0.00 **	(0.00)	0.07	(0.11)	0.17 **	(0.00)
MIDA	(0.11) *	(82.49) *	25.57	(0.25)	44.14 ***	0.00	(0.10)	0.16	0.01	0.01	(0.00)	(0.05) *	0.13 *	(0.04) ***	0.00	(0.00)	(0.81) ***	1.20 ***	(0.24) ***	(0.02)
MILL	0.08	13.13	(29.29)	(21.58)	25.52 ***	(0.00)	0.05	0.08	(0.12)	0.01	(0.00) *	0.02	0.05	(0.04)	0.01 *	(0.00) **	0.10 *	0.03	0.05	(0.00)
MINT	(0.05)	(5.95)	7.18	30.40	3.75 ***	(0.00)	0.08	0.04	(0.17)	0.02 ***	0.00	0.01	(0.06)	0.06	0.01 ***	0.00	(0.01)	(0.08) *	0.13 *	0.01 ***
ML	0.21 ***	9.32	14.46	(2.11)	5.97 **	(0.00)	(0.04)	(0.30)	(0.00)	0.07 ***	(0.00)	0.01	(0.18) *	0.03 *	0.03 ***	(0.00)	(0.05)	(0.34)	0.05	0.05
MODERN	0.26 ***	(20.55)	32.32	(133.57)	5.67 **	0.00	0.23 ***	0.12	(0.06)	0.01	0.00	0.04	(0.03)	0.21	0.01 **	(0.00)	0.05 **	(0.04)	(0.00)	0.00 *
MONO	0.18 ***	25.09	(9.40)	(4.46)	11.91 ***	0.00	(0.02)	0.04	(0.19) *	0.02 **	(0.00)	(0.00)	0.04	(0.05)	0.01 ***	0.00	(0.08) *	0.02	(0.01)	0.00
NOBLE	0.28 ***	(9.02)	(29.45)	21.61	6.53 ***	(0.00)	0.09	0.22	(1.05) **	0.02 ***	0.00	0.01	0.07	(0.11)	0.01 ***	0.00	0.01	0.02	(0.25) ***	0.00
NTV	0.20 ***	59.46	(53.52)	0.99	9.53 ***	(0.00)	(0.19) **	0.39 *	0.86	0.01 ***	(0.00)	(0.00)	0.03	0.94 *	0.01 ***	(0.00)	0.00	(0.01)	0.13 *	0.00 ***
NUSA	0.14 **	2.28	23.15	(14.98)	11.83 ***	0.00	(0.03)	(0.01)	0.04	0.02 **	0.00	(0.03)	0.05	0.03	0.01 ***	(0.00)	(0.09)	0.09	0.18 ***	0.01
NWR	0.26 ***	(8.00)	(27.52)	13.12	5.85 ***	0.00	0.10	0.19	(0.10) *	0.02 ***	0.00	0.05 **	0.05	(0.05) **	0.01 ***	0.00 *	(0.05)	(0.16)	(0.01)	(0.00)
NYT	0.18 ***	(20.20)	0.82	(20.12)	19.54 ***	(0.00)	0.06	0.04	(0.04)	0.02 ***	(0.00)	(0.01)	0.08	0.01	0.01 ***	(0.00)	0.04	0.02	0.13 **	(0.00)
OCC	0.36 ***	(10.22)	172.60 *	(4,630.59) *	5.72 ***	(0.00)	0.06	(0.03)	(0.29)	0.01 ***	0.00	(0.07)	0.13 *	(1.26)	0.01 ***	(0.00)	0.00	(0.00)	(0.01)	0.00 ***

Model	ATT					ABSOLUTE ABRETURN					VOL					TOVER				
	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons
OGC	0.09	(17.11)	35.12	(154.71)	25.50 ***	(0.00)	0.03	(0.29)	(0.26)	0.03 ***	0.00	(0.05)	(0.06)	0.48 *	0.01 ***	(0.00)	0.01	(0.04)	0.00	0.00 **
OISHI	(0.05)	(14.01)	(2.02)	65.48	5.87 ***	0.00	0.07	0.32	(0.01)	0.02 ***	0.00	0.03	0.07	(0.56)	0.01 ***	0.00	0.01 ***	0.03 ***	0.06	(0.00)
PAF	0.12	(23.94) *	26.50	9.11 **	4.77 ***	0.00	0.05	(0.04)	0.03	0.01	0.00	0.06 **	(0.03)	0.01	0.01 ***	0.00 *	0.58 ***	(0.02)	0.17 ***	(0.05) **
PAP	0.07	(37.51)	159.04	59.15	35.05 ***	0.00	0.08	0.03	(0.20)	(0.00)	0.00 *	0.05 *	(0.06)	(0.20) **	0.00	0.00	(0.01)	(0.06)	0.08	(0.01) ***
PDI	0.11	0.85	(63.95)	21.00	16.96 ***	(0.00)	0.08	0.45 **	(0.14) **	0.01 *	(0.00)	0.03	0.09	(0.03)	0.01 ***	(0.00)	0.14	0.06	(0.03)	0.00
PERM	0.08	(9.94)	96.99 **	(5.90)	15.50 ***	(0.00)	(0.00)	0.21	0.03	(0.03)	(0.00)	(0.02)	0.01	0.00	0.01	(0.00)	(0.59) ***	1.17 **	0.11	(0.11) ***
PF	0.04	(45.05)	36.46	35.03	41.81 ***	(0.00)	0.13	0.47 **	(0.13) *	0.01	0.00	0.04	(0.00)	0.03	0.00	(0.00)	0.05	0.25	(0.03)	(0.02)
PLE	(0.01)	17.14	(79.04)	(7.79)	32.76 ***	(0.00) **	0.07	(0.22)	(0.01)	0.03 ***	(0.00) **	0.01	(0.01)	0.00	0.01 ***	(0.00)	0.04	(0.57) *	0.30 ***	(0.00)
PM	0.24 ***	4.40	57.19	(69.57)	14.38 ***	0.00	(0.08)	0.01	(0.19)	0.02	(0.00)	0.00	0.04	(0.03)	0.01 **	(0.00)	(0.03)	(0.09)	0.13 *	0.00
PRG	(0.04)	(11.57)	20.22	(73,975.05) *	23.93 ***	(0.00)	(0.06)	0.22	(44.74)	0.00	0.00	(0.02)	0.07	(58.46)	0.00	(0.00)	0.00	(0.00)	0.12 *	0.00 *
PRIN	0.00	6.24	(25.98)	(2.48)	29.13 ***	(0.00)	(0.08)	0.35 **	(0.06) **	0.03 ***	(0.00)	(0.09) **	0.15 *	(0.02) *	0.01 *	(0.00)	(0.51) ***	0.51	(0.15) *	(0.00)
PSL	0.07	3.33	(23.92)	111.51	31.38 ***	(0.00)	0.08	(0.16)	(0.28)	0.02 *	(0.00)	0.02	0.04	(0.01)	0.01 ***	(0.00)	0.03	0.02	(0.02)	(0.00)
PT	0.26 ***	21.19	(9.72)	(11.28) **	7.28 ***	0.00	0.05	0.62 ***	(0.09) ***	0.04 ***	(0.00)	(0.00)	0.17 *	0.02	0.02 ***	0.00	0.18	2.52 ***	0.07	0.01
PTG	0.14 **	(17.03)	59.71	29.87	5.40 **	(0.00)	0.09	(0.02)	(0.19)	0.01 **	(0.00)	0.01	0.02	(0.04)	0.01 ***	(0.00)	0.04	0.06	(0.11)	0.00
PIL	0.20 ***	(38.46) *	80.48	11.20	9.51 ***	(0.00)	(0.13) *	0.33	0.02	0.02 **	(0.00)	(0.05) *	0.13	(0.00)	0.01 ***	(0.00) *	(0.11) **	0.10	0.24 ***	(0.01)
PIT	0.17 **	18.01	(125.04) **	327.47 ***	5.48 ***	(0.00)	0.06	(0.22)	0.55	0.02 ***	0.00	0.00	0.06	0.17	0.00 *	(0.00) **	0.01	(0.05)	0.22 ***	0.00
PITTEP	0.12 *	18.38	131.86	(415.83) **	18.14 ***	(0.00)	0.14 **	(0.10)	0.28	0.00	(0.00)	0.04	0.01	0.13	0.00	(0.00)	0.04 ***	(0.02)	0.21 ***	0.00
PTTGC	0.29 ***	(3.81)	(166.42) *	9.77	11.97 ***	(0.00)	0.01	0.17	(0.34)	0.02 ***	(0.00)	0.07 **	0.12 *	0.14	0.00	(0.00) **	0.02	0.00	0.05	0.00 **
PYLON	0.08	(66.88)	23.89	(41.72)	23.03 ***	(0.00)	0.05	(0.10)	(0.03)	0.01 **	0.00	0.02	(0.10)	0.03	0.01 ***	0.00	0.04	(0.16)	(0.02)	0.01 *
QH	0.22 ***	50.66	(258.66) **	146.83	18.59 ***	0.00	0.02	(0.27) *	0.00	0.02 ***	0.00 **	(0.01)	(0.03)	0.02	0.01 ***	0.00	0.02	(0.02)	0.04	0.00
RATCH	(0.09)	(21.76)	105.90	676.45 *	15.97 ***	(0.00)	0.06	(0.18)	(0.35)	0.01 ***	(0.00)	0.01	0.05	(0.18)	0.01 ***	(0.00)	0.02 *	(0.04)	0.12 **	0.00 ***
RCI	0.05	(18.79)	31.02	0.78	21.78 ***	0.00	(0.03)	0.45 **	(0.06)	0.02 **	0.00 *	0.01	0.12	(0.04) *	0.01 ***	0.00 **	(0.07)	(0.04)	(0.08)	(0.01)
RCL	0.10	65.71 *	(16.04)	107.85	27.22 ***	(0.00)	0.05	0.06	0.10	0.01	(0.00) *	0.03	0.07	0.01	0.01 **	(0.00)	(0.01)	(0.01)	0.18 ***	(0.00)
RML	0.06	(69.39) **	60.40	18.92	13.99 ***	(0.00) ***	0.09	(0.07)	(0.08)	0.02 ***	(0.00)	0.07 **	0.07	(0.07) **	0.01 **	(0.00)	0.09	(0.02)	(0.03)	(0.01) **
ROBINS	0.07	(13.69)	(101.53)	(16.96)	27.10 ***	(0.00)	(0.06)	0.12	0.07	0.02 ***	0.00	(0.03)	0.05	0.06	0.01 ***	0.00	(0.02)	(0.03)	0.14 *	0.00 ***
ROJNA	0.05	(48.11)	(60.79)	147.04	25.98 ***	(0.00) *	(0.12)	0.06	0.12	0.02 ***	0.00	0.00	0.06	0.03	0.01 ***	0.00	(0.03)	0.03	0.07	0.00
RPC	0.33 ***	1.50	(80.16) **	6.02	3.21 **	(0.00)	0.06	0.14	(0.05) ***	(0.00)	(0.00) **	0.03	0.13	(0.02) **	0.01 **	(0.00) ***	0.17	0.23	(0.03)	(0.05) ***
RS	0.11	2.80	13.82	(15.75)	5.54 ***	(0.00)	(0.03)	(0.19)	0.03	0.05 ***	(0.00)	(0.03)	(0.04)	0.02	0.02 ***	(0.00)	(0.07) *	(0.09)	0.07	(0.02) **

Model	ATT					ABSOLUTE ABRETURN					VOL					TOVER				
	ATT <sub>t-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>t-1</sub>	VOL <sub>t-1</sub>	TOVER <sub>t-1</sub>	Cons	ATT <sub>t-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>t-1</sub>	VOL <sub>t-1</sub>	TOVER <sub>t-1</sub>	Cons	ATT <sub>t-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>t-1</sub>	VOL <sub>t-1</sub>	TOVER <sub>t-1</sub>	Cons	ATT <sub>t-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>t-1</sub>	VOL <sub>t-1</sub>	TOVER <sub>t-1</sub>	Cons
SABINA	0.04	35.55	(93.88)	66.09	6.07 ***	0.00	(0.16) *	1.57 ***	(0.19)	(0.01)	0.00	(0.07) ***	0.46 ***	0.05	0.00	0.00	0.01	0.11	(0.09)	(0.00) *
SAMART	0.11 *	(17.52)	38.32	23.50	1.60	(0.00)	(0.01)	0.05	(0.00)	0.03 ***	0.00	0.00	0.20 ***	(0.01)	0.01 ***	(0.00)	(0.05)	0.24 *	0.04	0.00
SAMCO	0.03	(19.07)	79.66 **	4.68	4.35 ***	0.00	0.07	(0.15)	0.02	(0.01) *	(0.00)	(0.02)	0.02	0.03	(0.00)	0.00	(0.13) *	(0.23)	0.10	(0.02) **
SAMTEL	(0.00)	(36.68)	(172.68)	511.46 *	24.48 ***	(0.00)	(0.03)	0.30	0.06	0.02 ***	(0.00)	0.01	0.01	0.14	0.02 ***	(0.00)	0.01	0.03	0.10	0.00
SAWANG	0.08	(12.91)	13.91	(1,292.43)	22.99 ***	0.00	(0.03)	(0.01)	(3.23)	0.03 ***	0.00	(0.04)	0.02	(1.63)	0.02 ***	(0.00)	0.00	(0.00)	0.01	0.00 *
SC	0.13 **	49.04 **	(25.94)	154.36	8.87 ***	(0.00) ***	0.04	0.20	(0.37)	0.02 **	(0.00)	0.03	0.02	0.10	0.01 ***	(0.00)	0.01	0.01	0.06	(0.00)
SCB	0.33 ***	94.13 **	47.24	(326.27) **	16.92 ***	0.00	0.07	0.15	(0.41) *	0.01	(0.00)	0.01	0.12 *	0.01	0.01 **	0.00	0.02	0.01	0.13 *	0.00 **
SCC	0.26 ***	(28.90)	22.61	133.11	7.63 ***	0.00	0.12 *	0.01	(0.04)	0.00	(0.00)	0.06 **	(0.02)	0.13	0.01 ***	(0.00)	0.01	(0.03)	0.07	0.00 ***
SCCC	0.05	(55.53)	(137.96)	1,339.41 *	22.38 ***	(0.00)	(0.12) *	0.47 **	(0.37)	0.01 ***	(0.00)	(0.02)	0.15 **	(0.18)	0.01 ***	0.00	(0.00)	0.04 *	0.08	0.00
SCG	0.20 ***	(32.98)	25.37	28.79	12.90 ***	(0.00)	(0.03)	0.06	2.79	0.02 ***	(0.00) ***	0.08 *	0.06	(0.45)	0.01 ***	(0.00)	0.00	(0.00) *	0.07	0.00 **
SE-ED	0.15 **	2.18	(82.23)	(6.09)	7.75 ***	(0.00) **	0.07	0.04	0.04	0.02 ***	0.00	0.03	0.04	0.02	0.01 ***	(0.00)	(0.00)	0.01	0.09	(0.00)
SENA	0.09	31.02	(58.32)	4.99	5.72 ***	0.00 **	0.03	0.24	(0.01)	0.01 **	0.00	(0.00)	0.10	0.02	0.01 ***	0.00	(0.06)	0.86 **	0.11	(0.01)
SF	0.18 ***	(15.46)	34.84	28.00	5.48 **	0.00	(0.00)	0.05	0.10	0.02 ***	(0.00)	(0.02)	0.11	0.08 *	0.01 ***	0.00	(0.04)	0.12	0.19 ***	0.00
SGP	0.12 *	(10.39)	(29.17)	22.65	9.26 ***	(0.00)	0.04	0.02	0.14	0.02 **	(0.00)	0.03	(0.07)	0.10 **	0.02 ***	(0.00)	(0.08) *	0.11	0.20 ***	0.01 ***
SHANG	(0.02)	(17.72)	(70.68)	(2,418.93)	40.22 ***	0.00	(0.06)	0.63 ***	(2.04)	0.01 *	0.00	(0.06) *	0.20 ***	4.99	0.00	(0.00) *	(0.00)	0.00 *	0.03	0.00 ***
SIS	(0.08)	8.70	72.40	(27.29)	18.19 ***	0.00	0.07	0.01	(0.04)	0.02 ***	0.00	(0.03)	(0.04)	0.03	0.02 ***	0.00	(0.08)	(0.08)	0.04	0.01
SITHAI	0.06	(24.84)	266.12 *	96.43 *	8.58 ***	(0.00)	0.06	(0.38) *	0.07	0.01 ***	(0.00)	(0.01)	0.04	0.06 **	0.01 ***	(0.00)	(0.00)	0.07	(0.00)	(0.01) **
SKR	(0.06)	(26.35)	(0.78)	650.24	23.25 ***	0.00	(0.00)	0.06	(0.87)	(0.00)	(0.00)	0.02	0.02	(0.58)	0.00	0.00	0.00	(0.02) ***	0.15 **	0.00 ***
SMT	0.05	8.62	(21.40)	(184.27)	22.33 ***	(0.00)	0.11	0.09	0.31 **	0.01 **	0.00	(0.01)	0.04	0.14 ***	0.00 ***	0.00	0.07 *	0.15	0.31 ***	(0.00)
SMK	0.09	(118.29)	(28.47)	(1,635.18)	43.86 ***	(0.00)	(0.02)	0.07	2.60	0.01 ***	0.00	0.01	(0.01)	(0.33)	0.01 **	(0.00)	(0.00)	0.01 ***	(0.01)	0.00 **
SMT	0.08	(18.86)	38.72	38.40	35.70 ***	0.00	(0.06)	0.62 ***	(0.04)	0.00	(0.00) **	(0.01)	0.28 ***	0.02	0.01 ***	(0.00)	(0.08)	0.06	0.38 ***	0.00
SNC	0.11	38.89	(161.97)	(18.94)	28.91 ***	(0.00)	0.05	(0.20)	(0.02)	0.01	0.00	0.02	(0.04)	(0.00)	0.00 **	(0.00)	0.09	(0.44) **	0.09	(0.00)
SPACK	0.16 **	(13.96)	61.61	(0.95)	12.77 ***	0.00	(0.07)	0.54 ***	0.03	(0.00)	0.00 **	(0.01)	0.08	0.05	(0.00)	0.00	(0.12)	0.53 **	0.12	(0.02) ***
SPC	0.06	(29.54)	(2.14)	7,632.05	21.24 ***	(0.00) *	0.19 ***	(0.05)	(19.51) *	0.01	(0.00) **	0.02	0.09	(12.51) **	0.01 ***	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.01)	0.00 **
SPCG	0.09	(67.79) *	63.69	136.59	10.57 ***	(0.00)	(0.08)	0.00	0.06	0.01 **	0.00 **	0.00	0.00	0.10 *	0.00	(0.00)	(0.01)	(0.02)	(0.05)	(0.01) ***
SPI	(0.09)	15.48	308.18 ***	783.26	35.27 ***	(0.00)	(0.04)	0.15	12.73 *	0.01	(0.00)	(0.04)	0.16 **	2.05	0.01 ***	0.00	(0.00)	0.00	0.00	(0.00)
SSF	0.09	6.01	(143.61) **	766.61	10.59 ***	(0.00)	0.09	(0.03)	0.61	0.02 ***	(0.00) *	0.03	0.01	(0.08)	0.01 ***	(0.00)	(0.01) *	(0.00)	0.11 *	0.00
SST	0.04	5.47	20.04	(4.33)	8.54 ***	(0.00) **	(0.02)	0.06	0.13	0.02 ***	(0.00)	0.01	0.08	0.04	0.01 **	(0.00) **	0.01	0.22 *	0.04	(0.01) **

Model	ATT					ABSOLUTE ABRETURN					VOL					TOVER				
	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons	ATT <sub>it-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>it-1</sub>	VOL <sub>it-1</sub>	TOVER <sub>it-1</sub>	Cons
STA	0.03	(26.67)	29.99	(10.14)	32.63 ***	(0.00)	0.03	(0.12)	(0.05)	0.01	(0.00)	(0.01)	(0.06)	0.09	0.01	(0.00)	(0.01)	(0.01)	0.24 ***	(0.02) ***
STEC	0.10	3.74	10.71	62.34	14.22 ***	(0.00) *	(0.06)	0.02	(0.12)	0.02 **	0.00	(0.03)	0.06	0.02	0.01 ***	(0.00) *	(0.11) **	0.13	0.01	0.00
STPI	(0.01)	(39.53)	178.79 **	(36.42)	10.56 ***	(0.00) **	0.07	0.23	(0.06)	0.01 ***	(0.00) *	0.04 *	0.10	0.04	0.01 ***	(0.00) **	0.05	(0.01)	0.19 ***	(0.01) **
SUC	0.10 *	54.93	143.52	(2,057.42)	19.25 ***	0.00	0.03	(0.25)	0.39	0.01 ***	(0.00)	(0.03)	0.00	(0.39)	0.01 ***	(0.00)	(0.01)	(0.01)	0.13 **	0.00 ***
SUSCO	0.20 ***	(49.04)	19.55	40.54 *	11.12 ***	(0.00)	(0.03)	0.12	0.02	0.01 **	(0.00)	0.01	0.01	0.03 *	0.01 ***	(0.00) **	(0.00)	0.37	(0.04)	(0.02) **
SVOA	0.17 ***	32.78	122.53	(25.10) *	13.48 ***	(0.00)	0.03	0.14	(0.00)	0.01 **	0.00	0.00	0.08	(0.01)	0.01 ***	(0.00)	(0.14)	0.28	(0.04)	(0.01)
SYNEX	0.11 *	(16.52)	1.34	141.51 **	15.40 ***	(0.00)	0.00	(0.12)	0.12	0.02 **	0.00	(0.01)	(0.03)	0.02	0.01 ***	0.00	(0.01)	(0.26) **	0.16 **	(0.00)
SYNTEC	0.17 **	8.36	(36.01)	64.23 **	21.80 ***	0.00	(0.01)	(0.03)	(0.06)	0.02 ***	(0.00)	0.06 **	(0.00)	(0.01)	0.01 ***	(0.00)	0.13	0.18	(0.05)	(0.01)
TASCO	0.24 ***	2.48	(12.32)	22.54	2.68 *	(0.00) **	0.07	0.18	(0.07)	0.01 ***	(0.00)	0.06 **	(0.07)	0.02	0.01 ***	(0.00) **	0.10 *	0.04	(0.06)	(0.00)
TBSP	0.17 ***	(13.68)	(3.14)	(7,927.96) *	21.20 ***	0.00	0.05	(0.07)	(4.75)	0.00	0.00 **	0.04	(0.01)	(0.08)	0.00	(0.00)	0.00	(0.00)	(0.01)	0.00
TC	0.26 ***	(13.61)	(110.18) *	27.14	13.81 ***	(0.00)	(0.03)	(0.02)	0.04	0.02 **	(0.00)	(0.02)	(0.03)	0.05	0.02 ***	(0.00)	0.00	(0.11)	0.03	0.01 **
TCAP	0.18 ***	53.70	(28.12)	(78.11)	25.51 ***	(0.00)	0.01	(0.14)	0.18	0.02 ***	(0.00)	0.02	(0.02)	0.08	0.01 ***	(0.00)	(0.03)	(0.16) *	0.27 ***	0.01 ***
TCC	0.12 **	4.30	(26.45)	(9.44)	18.12 ***	(0.00)	(0.02)	0.26	(0.05)	0.02	(0.00)	0.05	0.07	(0.01)	0.02 ***	(0.00) *	0.16 *	(0.26)	0.12	0.03 *
TGPRO	0.22 ***	(12.82)	(56.13)	126.00 ***	10.12 ***	(0.00)	(0.12) *	0.09	(0.10)	0.03 ***	(0.00)	0.02	0.01	(0.07)	0.02 ***	0.00 **	(0.03)	0.05	0.03	(0.00)
THAI	0.10	9.27 *	18.69	(21.07) *	4.07 **	(0.00)	0.13 *	(0.01)	(0.03)	0.01	(0.00)	0.02	0.19 ***	(0.05)	0.02 ***	(0.00)	(0.04)	0.11	0.08	0.02
THANI	0.18 ***	4.87	31.29	11.83	6.61 ***	(0.00)	0.16 **	0.25	(0.24)	0.01	(0.00) **	0.06 **	0.07	(0.02)	0.01 ***	(0.00)	0.17 ***	(0.09)	0.14 *	0.01
THCOM	0.12	4.24	26.83	12.54	7.27 ***	(0.00)	(0.02)	0.09	(0.18)	0.01 ***	(0.00)	0.03	0.02	(0.07)	0.01 ***	(0.00) **	0.00	0.09	(0.05)	0.00 *
THIP	0.22 ***	(48.78)	158.53	(937.56)	17.20 ***	(0.00)	0.22 **	(0.39)	(1.20)	0.03 ***	(0.00)	0.06	(0.08)	(0.56)	0.01 ***	0.00	0.01	(0.01)	(0.03)	0.00 **
THRE	0.06	(1.64)	41.88	(201.27)	17.62 ***	0.00	0.11	(0.00)	(0.75) *	0.01 ***	0.00	(0.02)	0.03	(0.11)	0.01 ***	0.00	(0.01)	(0.00)	0.06	(0.00)
THREL	0.01	1.98	(217.71) *	286.03 ***	17.41 ***	(0.00) ***	0.00	0.49 *	(0.33) *	0.01 *	(0.00)	(0.02) *	0.11	(0.03)	0.00 **	(0.00)	(0.02)	0.03	0.01	0.00
TIP	0.10	(39.04)	(8.34)	91.03	28.98 ***	(0.00)	0.13	0.39 *	(0.20)	0.00	(0.00)	(0.00)	0.19 **	(0.13)	0.00	(0.00)	0.01	(0.00)	(0.00)	(0.00)
TIPCO	(0.05)	(61.73) **	199.03 ***	(2.85)	20.90 ***	0.00	0.15 **	(0.11)	(0.03)	(0.02) *	0.00	0.07 ***	(0.04)	0.00	0.01	(0.00)	0.41 ***	(0.67)	(0.00)	(0.05) **
TISCO	0.23 ***	21.08	77.47	(110.62)	19.65 ***	0.00	(0.11) *	0.15	(0.16)	0.03 ***	(0.00) **	(0.00)	0.01	0.02	0.01 ***	(0.00)	(0.00)	(0.15) *	0.15 **	0.01 **
TK	0.14 **	(57.64) **	(36.93)	116.67	25.12 ***	(0.00)	0.07	0.06	(0.00)	0.04 ***	(0.00)	0.04	(0.09)	0.02	0.03 ***	(0.00)	0.02	(0.07)	0.01	0.01
TKS	0.03	(12.18)	101.96	117.05	18.55 ***	(0.00)	0.12	(0.17)	(0.05)	0.01 ***	(0.00)	0.03	0.01	(0.01)	0.01 ***	(0.00) **	0.03	(0.24) *	0.02	0.01
TKT	0.27 ***	5.40	166.45 ***	(14.95)	3.94 **	0.00	(0.07)	0.50 ***	(0.01)	0.01 *	0.00	0.01	0.16 *	(0.02)	0.00	0.00	0.03	0.31	(0.07)	(0.00)
TMB	0.47 ***	(68.04) **	7.17	(19.82)	16.63 ***	0.00 **	(0.04)	(0.00)	(0.03)	0.02 **	0.00	0.01	0.07	(0.02)	0.01 **	0.00 **	(0.06)	(0.06)	0.10	0.01
TMT	0.22 ***	(39.29)	188.41	(115.27)	13.84 ***	0.00	0.02	0.08	0.11	0.01	(0.00)	0.02	(0.03)	0.21 **	0.01 ***	(0.00)	0.03	0.00	0.10	0.00



Model	ATT					ABSOLUTE ABRETURN					VOL					TOVER				
	ATT <sub>t-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>t-1</sub>	VOL <sub>t-1</sub>	TOVER <sub>t-1</sub>	Cons	ATT <sub>t-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>t-1</sub>	VOL <sub>t-1</sub>	TOVER <sub>t-1</sub>	Cons	ATT <sub>t-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>t-1</sub>	VOL <sub>t-1</sub>	TOVER <sub>t-1</sub>	Cons	ATT <sub>t-1</sub>	ABSOLUTE ABRETURN <sub>t-1</sub>	VOL <sub>t-1</sub>	TOVER <sub>t-1</sub>	Cons
TOG	0.03	(46.70)	(0.51)	50.13	31.85 ***	0.00	0.08	0.14	0.03	0.01 *	0.00	0.00	0.18 **	0.01	0.01 ***	0.00	(0.02)	0.06	0.03	0.00
TOP	0.24 ***	0.67	(2.66)	(10.28)	6.20 **	(0.00)	(0.13) *	0.07	0.39	0.02	(0.00)	0.00	0.14 **	(0.01)	0.02 ***	(0.00)	(0.00)	0.08	0.04	0.02 ***
TOPP	0.34 ***	(31.42)	(38.05)	2,842.87	2.03 *	0.00	(0.11)	0.06	(5.17)	0.02 ***	0.00	(0.02)	(0.01)	1.83	0.01 ***	0.00	(0.00)	(0.00)	0.06	0.00 ***
TPA	(0.04)	23.79	19.54	(6.76)	24.06 ***	0.00	0.03	(0.21)	(0.16) **	0.01	(0.00)	(0.00)	(0.09)	0.03	0.01 **	(0.00)	(0.09)	0.06	(0.14) **	(0.02) **
TPIPL	0.13 *	7.06	58.85	(2.50)	6.33 ***	(0.00)	0.07	(0.05)	0.01	0.01 ***	0.00	(0.01)	0.08	0.08 *	0.01 ***	(0.00)	0.03	(0.03)	0.12	0.00
TPOLY	0.16 **	(37.56) *	52.78	27.61	9.78 ***	0.00 *	0.02	0.06	(0.03)	0.01	0.00	0.00	0.05	(0.00)	0.01 ***	0.00	(0.11)	0.12	0.04	(0.01)
TR	0.12 **	7.76	9.65	510.07	7.14 ***	(0.00)	0.23 ***	0.18	(2.83)	0.03 ***	(0.00)	0.05 *	0.10	(0.58)	0.01 ***	(0.00)	0.00	(0.01)	0.11	0.00 ***
TRC	0.09	(7.94)	14.66	(4.54)	28.95 ***	(0.00)	(0.02)	0.15	(0.14) ***	(0.00)	0.00	0.06 *	0.15 **	(0.03)	(0.00)	(0.00)	(0.14)	0.14	(0.15) **	(0.03) *
TRUE	0.01	(20.04) *	63.67 **	3.11	28.38 ***	0.00	0.09	0.32 *	(0.04)	0.04	0.00	(0.03)	0.25 ***	0.00	0.01	0.00	(0.07)	0.21 **	0.08	0.03 *
TSC	0.06	35.75	(10.25)	6,141.62	18.63 ***	(0.00) *	0.09	0.30 **	(13.76) *	0.01 **	(0.00)	0.02	0.14 *	(4.37)	0.01 ***	0.00	0.00	0.00	(0.01)	0.00
TSI	0.38 ***	4.90	(14.53)	22.29 *	1.71	(0.00) *	0.01	0.02	(0.09)	0.02	(0.00)	0.02	0.01	(0.02)	0.02 ***	(0.00)	0.01	(0.04)	0.17 **	0.01
TTA	0.09	(9.12)	(24.32)	37.51	9.30 ***	0.00	0.03	0.26 *	(0.08)	0.02 ***	(0.00)	(0.01)	0.05	(0.00)	0.01 ***	(0.00) **	(0.07)	0.22	0.09	0.00
TTCL	0.12	(0.24)	(2.95)	14.13	6.47 ***	0.00	(0.01)	(0.03)	0.07	0.02 ***	(0.00)	(0.01)	0.03	0.07 ***	0.01 ***	(0.00)	(0.05)	0.05	0.01	0.01
TTI	(0.01)	20.48	(110.60)	(8,803.50)	28.96 ***	0.00	0.00	0.23	(2.84)	0.00	0.00	0.05	0.02	2.67	0.00	0.00 **	(0.00)	0.00	0.05	(0.00) *
TTW	0.20 ***	132.59 *	213.99	(65.07)	10.93 ***	0.00	(0.04)	0.31	(0.32)	0.00	0.00	0.00	0.12 *	0.08	0.01 ***	0.00	0.00	0.03	0.05	0.00 **
TVO	0.12 *	17.54	(80.35)	31.63	10.15 ***	(0.00)	(0.02)	0.57 **	(0.51)	0.01 ***	(0.00) **	0.05 **	0.02	0.13	0.01 ***	(0.00)	(0.00)	0.04	0.01	0.00
TWZ	0.21 ***	(15.08)	8.30	(6.00)	6.72 ***	(0.00)	0.00	(0.02)	0.00	0.04 ***	(0.00) *	0.03	0.09	(0.02)	0.03 ***	(0.00) *	0.33 **	(0.25)	(0.15) **	0.02
UMI	0.12 **	1.99	54.30	(56.44)	24.87 ***	0.00 **	0.03	0.13	(0.12)	0.00	0.00 ***	(0.01)	0.10	(0.08) *	0.00	0.00	(0.06)	0.15	(0.07)	(0.01)
UNIQ	0.20 ***	(24.85)	(104.28)	6.03	4.63 ***	0.00	(0.09)	0.45 **	(0.11)	0.02 ***	0.00 *	(0.02)	0.03	0.03	0.01 ***	0.00	(0.05)	0.08	0.11	0.01 ***
UTP	0.06	(3.19)	(48.40)	(23.66)	20.36 ***	(0.00)	0.10	0.00	0.01	0.02 **	(0.00) *	0.10 ***	0.05	0.01	0.01 ***	(0.00) ***	0.31 ***	0.17	(0.07)	0.01
UV	0.17 ***	1.97	27.18	(14.69)	15.93 ***	(0.00)	0.04	(0.49) **	0.01	0.03 **	(0.00)	0.01	(0.13) *	0.03	0.03 ***	(0.00)	0.09	(0.15)	0.01	0.02 *
VGI	0.13 *	(0.81)	60.24	(61.56)	6.68 ***	0.00	(0.04)	(0.07)	0.12	0.03 ***	0.00 *	0.02	0.01	(0.02)	0.01 ***	0.00	(0.03)	(0.04)	0.16 **	0.00 **
VIBHA	0.18 ***	(14.24)	212.84	123.42	5.10 *	(0.00)	(0.06)	(0.02)	0.49 **	(0.00)	(0.00)	0.03	0.07	(0.04)	0.01 ***	(0.00) **	(0.01)	0.09	0.19 ***	(0.00) *
VIH	0.11	(46.62) **	58.71	84.84 ***	6.68 ***	(0.00)	0.16 **	(0.30)	(0.06)	0.01 **	(0.00)	0.04	(0.07)	0.00	0.01 ***	(0.00)	(0.03)	(0.27) *	0.21 ***	(0.00)
WACOAL	(0.03)	(22.29)	226.86	2,129.83	38.58 ***	0.00	0.04	0.02	(9.40)	0.01 *	0.00	(0.01)	0.05	(6.34)	0.00	0.00 ***	0.00	(0.00)	(0.11)	(0.00)
WG	0.06	(4.39)	183.15	86.31	28.81 ***	(0.00)	(0.07)	0.07	0.05	0.01 ***	(0.00)	(0.05)	0.16 **	(0.18)	0.01 ***	(0.00)	(0.00)	0.03	(0.03)	0.00
WHA	0.25 ***	16.51	(29.17)	59.08	9.31 ***	(0.00)	0.10 *	0.08	(0.30) **	0.03 ***	(0.00)	0.06 ***	0.03	(0.04)	0.01 ***	(0.00)	0.01	(0.05)	0.03	0.01 *
WORK	0.03	(15.14)	56.41 *	(69.00) **	11.90 ***	0.00	(0.19) ***	0.07	0.46 **	0.03 *	(0.00) **	(0.00)	0.07	0.07	0.01	(0.00)	(0.06) **	(0.10)	0.36 ***	(0.00)
Direction	217	144	127	147		96	144	157	143		161	152	180	137		82	130	122	185	
Significant	132	30	40	47		40	37	50	40		45	52	53	49		50	57	40	92	