

การศึกษาผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ที่ถูกปรับออกจากดัชนี SET100: การศึกษาเหตุการณ์จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

A Study of Abnormal Returns of Securities Removed from the SET100 Index: An Event Study from the Stock Exchange of Thailand

พีระพล ศรีวิชัย^{1*}, ทิพย์สุดา ฟองสมุทร² และไพฑูรย์ อินตะขัน³

Pheerapol Sriwichai^{1*}, Thipsuda Fongsamut² and Phaithun Intakhan³

¹ นักศึกษาปริญญาเอก คณะบัญชี มหาวิทยาลัยราชภัฏ เชียงราย

² นักศึกษาปริญญาเอก คณะบัญชี มหาวิทยาลัยราชภัฏ เชียงราย

³ รองศาสตราจารย์ ดร. คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏ ลำปาง

¹ Ph.D. student, Faculty of Accounting, Chiang Rai Rajabhat University

² Ph.D. student, Faculty of Accounting, Chiang Rai Rajabhat University

³ Associate Professor Dr., Faculty of Management Sciences, Lampang Rajabhat University

* Email: phee_ppp@hotmail.com

Received April 18, 2025 Revised May 19, 2026 Accepted June 11, 2026

บทคัดย่อ

ตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นแหล่งระดมทุนของภาคธุรกิจและเป็นแหล่งลงทุนของผู้ลงทุนเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนในรูปแบบที่ต้องการ แต่อย่างไรก็ตามอาจมีเหตุการณ์ต่าง ๆ เกิดขึ้นและอาจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความผิดปกติและค่าผิดปกติของราคาหลักทรัพย์จากผลกระทบของการถูกปรับออกจากดัชนี SET100 โดยใช้วิธี Event Study รวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถูกปรับออกจากดัชนี SET100 และผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่วันที่ 16 มกราคม 2567 ถึงวันที่ 1 กรกฎาคม 2567 เลือกช่วง Event Window วันที่ -10 ถึง +10 และช่วง Estimate Window 120 วัน และทดสอบนัยสำคัญทางสถิติด้วยการทดสอบแบบ t-test ผลการวิจัยพบว่า พบความผิดปกติของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในช่วงที่หลักทรัพย์ถูกปรับออกจากดัชนี SET100 โดยอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย ในวันที่ 2 หลังจากวันที่ถูกปรับออกจากดัชนี SET100 เกิดผลตอบแทนเกินปกติเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ส่วนอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม ในวันที่ 2 และ 3 หลังจากวันที่ถูกปรับออกจากดัชนี SET100 เกิดผลตอบแทนเกินปกติเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

คำสำคัญ: การถูกปรับออกจากดัชนี SET100, ราคาหลักทรัพย์, ผลตอบแทนเกินปกติ

Abstract

The stock exchange serves as a capital-raising platform for businesses and an investment avenue for investors seeking returns in their desired forms. However, various events may occur, potentially affecting stock prices both positively and negatively. This study examines the average abnormal returns and cumulative average abnormal returns of stock prices following their removal from the SET100 Index. The Event Study methodology was employed, utilizing secondary data on the returns of stocks removed from the SET100 Index and the overall returns of the Stock Exchange of Thailand. The study period spans from January 16, 2024, to July 1, 2024. The Event Window is set from day -10 to day +10, while the Estimate Window covers 120 days. Statistical significance was tested using the t-test. The findings indicate that stock returns exhibited anomalies during the period when securities were removed from the SET100 Index. On the second day following their removal, the average abnormal return was significantly negative at the 0.01 level. Additionally, the cumulative average abnormal returns on the second and third days after removal were also significantly negative at the 0.01 and 0.05 levels, respectively.

Keywords: Exclusion from the SET100 Index, Stock Price, Abnormal Return

บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวกลางที่เชื่อมโยงผู้ประกอบการให้สามารถเข้าถึงแหล่งทุนและเป็นช่องทางให้ผู้ลงทุนเข้าถึงผลิตภัณฑ์การลงทุนที่มีหลากหลาย เมื่อผู้ประกอบการที่มีคุณภาพเข้าระดมทุนมากขึ้นจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้เกิดการลงทุนและทำให้ตลาดทุนขยายตัวอย่างต่อเนื่องจนนำไปสู่ผลลัพธ์ที่ดีต่อระบบเศรษฐกิจ อัตราการจ้างงานสูงขึ้น ทำให้มีเม็ดเงินหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจ ช่วยยกระดับคุณภาพชีวิตของคนในสังคมโดยรวม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2565) และการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถือเป็นอีกหนึ่ง

ทางเลือกที่จะสร้างผลตอบแทนให้แก่นักลงทุนในการบรรลุเป้าหมายทางการเงินส่วนบุคคล แต่นักลงทุนกลุ่มต่างๆ อาจมีความได้เปรียบหรือเสียเปรียบกันในเรื่องการเข้าถึงข่าวสารข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน (วีระณัฐ บารมี และศาสตราจารย์สุเจริญสิน, 2563) อย่างไรก็ตาม ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้มีการจัดทำดัชนีให้สอดคล้องกับการพัฒนาตลาดทุนและใช้เป็นเครื่องมือในการสะท้อนการเคลื่อนไหวและการซื้อขายในตลาดทุน โดยมีการจัดกลุ่มดัชนีที่สะท้อนการเคลื่อนไหวราคาของหลักทรัพย์ในตลาด และกลุ่มดัชนีที่สะท้อนการเคลื่อนไหวราคาของกลุ่มหลักทรัพย์ เพื่อใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจของนักลงทุน

กลุ่มดัชนีที่สะท้อนการเคลื่อนไหวราคาของกลุ่มหลักทรัพย์ ซึ่งประกอบด้วย ดัชนี SET50 ดัชนี SET100 เป็นกลุ่มดัชนีที่พิจารณาถึงสภาพคล่อง มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด และสัดส่วนผู้ถือหลักทรัพย์รายย่อย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567) ทำให้นักลงทุนเชื่อมั่นว่าหุ้นในกลุ่มดัชนี SET50 ดัชนี SET100 ประกอบด้วยหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่และเติบโตสูง จึงมีโอกาสนในการสร้างผลตอบแทนสูงในระยะยาว ลดความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของการลงทุน และยังพบว่า ผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET 100 เป็นไปในทิศทางที่ไม่สอดคล้องกัน เมื่อหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในระดับสูง จะมีระดับความเสี่ยงที่ต่ำกว่า (ศุภกรณ์ บุตรพรหม, 2564) แต่เมื่อเกิดเหตุการณ์หุ้นบางตัวถูกปรับเข้าหรือออกจาก SET100 เป็นเหตุการณ์ที่นักลงทุนต้องตระหนัก และใช้ข้อมูลสำหรับการตัดสินใจมากกว่าปกติ ซึ่งระหว่างที่เหตุการณ์เกิดขึ้น จะเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติขึ้น โดยผลตอบแทนที่ปกตินี้สามารถเป็นได้ทั้งด้านบวกและด้านลบ (มรกต ชินินทรานุรักษ์ และคณะ, 2554) และคาดว่าหลักทรัพย์ที่ถูกปรับเข้าจะมีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าปกติ ในทางกลับกันหลักทรัพย์ที่ถูกปรับออกจากดัชนีจะมีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าปกติ และงานวิจัยในอดีตพบว่า หลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนีจะส่งผลกระทบต่อเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนของหุ้น (Papachristou, G. et al., 2018) สอดคล้องกับ ญัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์ (2566) พบว่า ในวันประกาศการปรับออกจากดัชนี เป็นวันที่หุ้นถูกปรับออกมีผลตอบแทนผิดปกติเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ Lu, M. P., & Ahmad, Z.

(2019) พบว่า เมื่อหลักทรัพย์ถูกปรับออกจากดัชนีราคาหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้น และผลตอบแทนจะผันผวนน้อยกว่าเมื่อเทียบกับหุ้นที่ถูกปรับเข้า สอดคล้องกับ ไทธัม พัฒนภูมิโท (2558) พบว่า ช่วงหลังที่มีการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ถูกถอดออกจากดัชนี SET100 ไม่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ดังนั้น จากข้อมูลข้างต้นผลการศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ที่ถูกปรับเข้าและออกจากดัชนียังมีผลการศึกษาที่แตกต่างกันและหาข้อสรุปยังไม่ได้ การศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งเน้นที่จะทดสอบว่าหลักทรัพย์ที่ถูกปรับออกจากดัชนี SET100 จะมีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าปกติหรือไม่ และเป็นไปทางด้านบวกหรือด้านลบ เนื่องจากดัชนี SET100 ได้รับความสนใจจากนักลงทุน ด้วยปัจจัยพื้นฐานที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง มีความมั่นคง มีสภาพคล่องสม่ำเสมอ และมีการกระจายหุ้นที่เหมาะสม

วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาความผิดปกติเฉลี่ยของราคาหลักทรัพย์จากผลกระทบของการถูกปรับออกจากดัชนี SET100
2. เพื่อศึกษาความผิดปกติเฉลี่ยสะสมของราคาหลักทรัพย์จากผลกระทบของการถูกปรับออกจากดัชนี SET100

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

1. ทฤษฎีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis - EMH) ถูกเสนอโดย Fama (1970) เป็นแนวคิดในด้านการเงินและเศรษฐศาสตร์ที่ระบุว่า ราคา

หลักทรัพย์ในตลาดจะสะท้อนข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดในช่วงเวลานั้น และนักลงทุนแต่ละรายมีโอกาสได้ข้อมูลข่าวสารเท่าเทียมกัน (วิภาดา อุดลยศิริ, 2566) ซึ่งสามารถแบ่งความมีประสิทธิภาพของตลาดได้ 3 ระดับ คือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak Form) ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-Strong Form) และตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับสูง (Strong Form) จากทฤษฎีข้างต้น หากผู้ลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารการประกาศปรับเข้าและออกจากดัชนี SET100 อย่างเท่าเทียมกัน ผู้ลงทุนจะสามารถปรับตัวและหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นได้

2. การปรับเข้าและออกจากดัชนี

SET100 ดัชนี SET100 เป็นดัชนีที่สะท้อนความเคลื่อนไหวของราคากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีสภาพคล่องสูง ที่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ จำนวน 100 หลักทรัพย์ รวมถึงมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูง และเป็นหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนผู้ถือหลักทรัพย์รายย่อย (Free float) ไม่น้อยกว่าร้อยละ 20 ของทุนชำระแล้ว ซึ่งการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ในกลุ่มดัชนี SET100 อาจมีความสำคัญต่อภาพตลาดโดยรวม จึงอาจพิจารณาเพิ่มหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นองค์ประกอบในดัชนี และนำหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดน้อยที่สุดออกจากดัชนีไปอยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์สำรอง เพื่อให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ ในทางกลับกัน หากหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนีขาดคุณสมบัติ ที่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการจัดทำดัชนีนั้น ซึ่งอาจเกิดได้หลายกรณี อาจพิจารณานำหลักทรัพย์นั้นออกจากองค์ประกอบของดัชนี โดยผลกระทบจากการปรับเข้าและออกจากดัชนี SET100 อาจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ทั้ง

เชิงบวกและลบ โดยหลักทรัพย์ที่ถูกปรับออกจากดัชนีมีผลกระทบต่อผลตอบแทนเชิงลบหลังจากวันที่ประกาศและเปลี่ยนแปลง (Kassim, Ramlee & Kassim, 2017; Chayanit, 2016) ซึ่งเหตุการณ์นี้อาจส่งผลให้เกิดความเสี่ยงต่อผู้ลงทุน

3. ผลตอบแทนเกินปกติ

Brown & Warner (1985) นิยามว่าเป็นความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับตามปกติ (normal return) ซึ่งโดยทั่วไปมักคำนวณโดยใช้โมเดลตลาด (market model) ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Herwany, et al., 2021; Kusnandar & Bintari, 2020; Chandra, 2018) โดยผลตอบแทนเกินปกติมักเกิดจากเหตุการณ์ที่มีผลกระทบทั้งเชิงบวกและลบกับหลักทรัพย์ต่าง ๆ เช่น การย้ายตลาด การควบรวมกิจการ การซื้อหุ้นคืน การถูกรวมหรือตัดออกจากดัชนีหุ้นยั่งยืน รวมถึงการถูกปรับเข้าหรือออกจากดัชนีต่าง ๆ ดังนั้นงานวิจัยนี้ จึงศึกษาผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์จากการถูกปรับออกจากดัชนี SET100 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเลือกใช้การคำนวณตามโมเดลตลาด (market model)

วิธีดำเนินการวิจัย

1. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การวิจัยนี้ใช้วิธี Event Study ในศึกษาความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์จากผลกระทบของการถูกปรับออกจากดัชนี SET100 โดยรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถูกปรับออกจากดัชนี SET100 และผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บรวบรวม

ข้อมูลจากราคาปิด ตั้งแต่วันที่ 16 มกราคม 2567 ถึงวันที่ 1 กรกฎาคม 2567 พบว่า มีจำนวนบริษัทที่ถูกปรับออกจากดัชนี SET100 ทั้งหมด 9 บริษัท

2. ตัวแปรในการวิจัย

ตัวแปรอิสระ ได้แก่ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ถูกปรับออกจากดัชนี SET100

ตัวแปรตาม ได้แก่ ความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการปรับออกจากดัชนี SET100

3. วิธีดำเนินการวิจัย

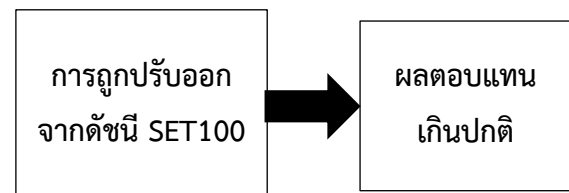
งานวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาเกี่ยวกับการปรับรายชื่อของหุ้นที่ถูกปรับเข้าและออกจากดัชนี SET100 โดยวิธีการดำเนินการวิจัยใช้การศึกษาแบบ Event Study ซึ่งเป็นการศึกษาถึงผลกระทบของช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งเท่านั้น งานวิจัยนี้จะมีเหตุการณ์ที่สนใจคือ ช่วงเวลาของการปรับออกจากดัชนี โดยจะศึกษาว่า การถูกปรับออกจากดัชนี SET100 จะมีผลกระทบต่อความผิดปกติของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญอย่างไร ในการกำหนดกรอบ Estimation Windows และ Event Windows ได้อ้างอิงจากงานวิจัยของ กุลธิดา วรรณวิสูตร (2563) พบว่า ช่วง Event Window คือ ช่วงวันที่ $(-10,+10)$ เพื่อให้ครอบคลุมผลกระทบของการประกาศข่าวกับวันที่ข่าวดังกล่าวมีผล ซึ่งการยืดเวลาเพื่อให้ครอบคลุมอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่มีทั้งเชิงบวกและเชิงลบและ Campbell and Lo (1997) ที่แนะนำให้ใช้ช่วงเวลา 120 วัน ก่อนวันที่เกิดเหตุการณ์เป็นช่วง Estimate Window ซึ่งเพียงพอที่จะเป็นฐานในการคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติได้ โดยผู้วิจัยตั้งสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

H1a: ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ (AAR) แต่ละวันเท่ากับ 0 หรือไม่พบความผิดปกติของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในช่วงที่หลักทรัพย์ถูกปรับออกจากดัชนี SET100

H1b: ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ (AAR) แต่ละวันไม่เท่ากับ 0 หรือพบความผิดปกติของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในช่วงที่หลักทรัพย์ถูกปรับออกจากดัชนี SET100

H2a: ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ (CAAR) แต่ละวันเท่ากับ 0 หรือไม่พบความผิดปกติของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในช่วงที่หลักทรัพย์ถูกปรับออกจากดัชนี SET100

H2b: ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ (CAAR) แต่ละวันไม่เท่ากับ 0 หรือพบความผิดปกติของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในช่วงที่หลักทรัพย์ถูกปรับออกจากดัชนี SET100



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้คำนวณผลตอบแทน (Actual Return) ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากตลาด (Expected Return of Market) ตามทฤษฎีแบบจำลองตลาด (Market Model) ผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return) ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return) และทดสอบนัยสำคัญทางสถิติด้วยการทดสอบแบบ t (t-test)

ผลการศึกษา

การศึกษาเหตุการณ์จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีผลการศึกษาดังนี้

การศึกษาผลตอบแทนเกินปกติของ
หลักทรัพย์ที่ถูกปรับออกจากดัชนี SET100:

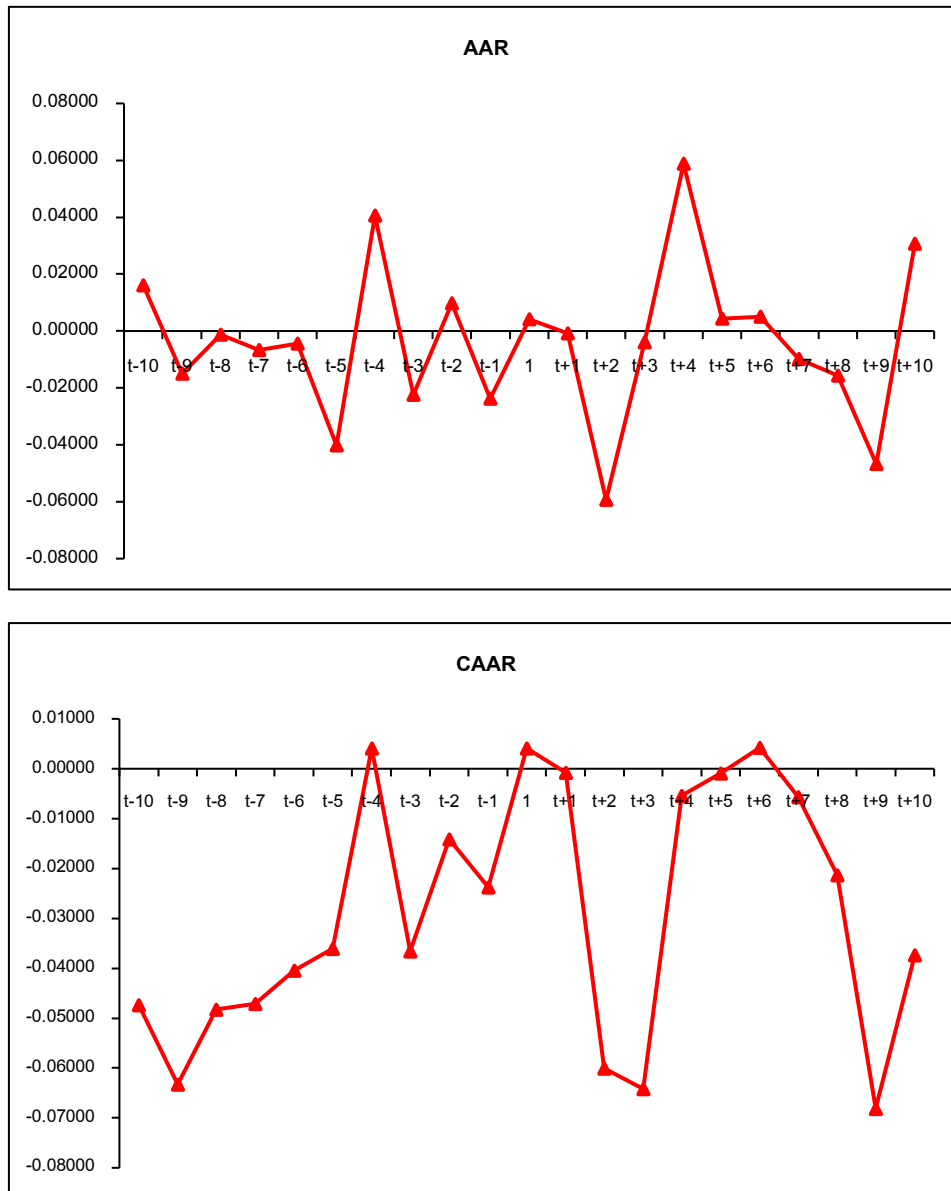
ตารางที่ 1 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกปรับออกจากดัชนี SET100

Daily AARs, CAARs, and t-value for the pre & post-event period				
Pre-Post event				
Day	AAR	AAR t-value	CAAR	CAAR t-value
t-10	0.01604	1.00955	-0.04730	-0.94142
t-9	-0.01506	-0.94788	-0.06334	-1.32886
t-8	-0.00123	-0.07739	-0.04828	-1.07435
t-7	-0.00662	-0.41676	-0.04705	-1.11927
t-6	-0.00433	-0.27258	-0.04043	-1.03881
t-5	-0.04016	-2.52748 **	-0.03610	-1.01606
t-4	0.04062	2.55666 **	0.00406	0.12775
t-3	-0.02250	-1.41619	-0.03656	-1.32858
t-2	0.00975	0.61354	-0.01406	-0.62577
t-1	-0.02381	-1.49851	-0.02381	-1.49851
T	0.00404	0.25438	0.00404	0.25438
t+1	-0.00075	-0.04691	-0.00075	-0.04691
t+2	-0.05936	-3.73593 ***	-0.06010	-2.67488 ***
t+3	-0.00403	-0.25383	-0.06413	-2.33058 **
t+4	0.05879	3.70037 ***	-0.00534	-0.16815
t+5	0.00443	0.27859	-0.00092	-0.02581
t+6	0.00512	0.32239	0.00421	0.10805
t+7	-0.00983	-0.61897	-0.00563	-0.13391
t+8	-0.01564	-0.98462	-0.02127	-0.47338
t+9	-0.04684	-2.94785	-0.06811	-1.42892
t+10	0.03077	1.93668	-0.03734	-0.74316

*** : sig at $\alpha = 0.01$, ** : sig at $\alpha = 0.05$, * : sig at $\alpha = 0.10$

จากตารางที่ 1 พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์มีความผิดปกติเชิงลบในวันที่ -5 ก่อนวันที่ถูกปรับออกจากดัชนี SET100 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 และวันที่ -4 เกิดผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์มีความผิดปกติเชิงบวก อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

หลังจากนั้นในวันที่ 2 หลังจากวันที่ถูกปรับออกจากดัชนี SET100 เกิดผลตอบแทนเกินปกติเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และวันที่ 4 เกิดผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์มีความผิดปกติเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01



ภาพที่ 2 ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ (ARR)
และผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ (CAAR)

จากภาพที่ 2 เมื่อวิเคราะห์จากภาพแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ (CARR) พบว่า ช่วงก่อนและหลังเหตุการณ์การปรับหลักทรัพย์ออกจากดัชนี SET100 ส่วนใหญ่ มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมเป็นลบ ตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา (-10, +10) แสดงถึง หลักทรัพย์ที่ถูกปรับออกจากดัชนี SET100 จะมีความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ และอาจใช้ระยะเวลาในการฟื้นตัว หากนักลงทุนได้รับข่าวสารที่เพียงพอต่อการตัดสินใจและประมาณการในช่วงที่ผลตอบแทนเป็นลบและคาดการณ์ช่วงระยะเวลาฟื้นตัวของหลักทรัพย์ นักลงทุนอาจซื้อหุ้นเพื่อเฉลี่ยต้นทุนและขายหลักทรัพย์ออกเมื่อราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น แต่หากต้องการลดความเสี่ยง นักลงทุนควรเลือกช่วงเวลาที่ผลตอบแทนเป็นบวก ขายหลักทรัพย์ออกไปก่อนเพื่อหลีกเลี่ยงผลขาดทุนเมื่อหลักทรัพย์ถูกปรับออกจากดัชนี SET100

สรุปผลการวิจัย

จากผลการวิจัยที่นำเสนอไปข้างต้น รวมทั้งแผนภาพแสดงแผนภูมิเส้น ที่ระบุได้ว่า ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ (AAR) และผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ (CARR) พบว่า ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ไม่เท่ากับศูนย์ แสดงถึง มีผลตอบแทนผิดปกติในอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย ซึ่งมีทั้งบวกและลบ ยอมรับสมมติฐานทางเลือก H1a และยังพบว่า มีผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ (CAAR) ไม่เท่ากับศูนย์ แสดงถึงมีผลตอบแทนผิดปกติในอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมเป็นบวกและลบ หลังหลักทรัพย์ถูกปรับออกจากดัชนี

SET100 ยอมรับสมมติฐานทางเลือก H1b ดังนั้น หลักทรัพย์ที่ถูกปรับออกจากดัชนี SET100 ส่วนใหญ่ จะมีผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย และผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมเป็นลบ แสดงให้เห็นว่า เมื่อหลักทรัพย์ถูกปรับออกจากดัชนี SET100 จะส่งผลให้ราคาหุ้นผันผวนหรือลดลง และอาจใช้ระยะเวลาในการฟื้นตัวมากกว่า 10 วันหลังวันเกิดเหตุการณ์ จึงยอมรับสมมติฐานที่กำหนดไว้

อภิปรายผล

จากผลการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ (AAR) แต่ละวันไม่เท่ากับ 0 หรือพบความผิดปกติของผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในช่วงที่หลักทรัพย์ถูกปรับออกจากดัชนี SET100 โดยอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย ในวันที่ 2 หลังจากวันที่ถูกปรับออกจากดัชนี SET100 เกิดผลตอบแทนเกินปกติเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ส่วนอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม ในวันที่ 2 และ 3 หลังจากวันที่ถูกปรับออกจากดัชนี SET100 เกิดผลตอบแทนเกินปกติเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ เมื่อบริษัทมีสภาพคล่องต่ำ มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดลดลง และสัดส่วนผู้ถือหลักทรัพย์รายย่อยไม่เป็นไปตามที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด หรือขาดคุณสมบัติที่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการจัดทำดัชนี ซึ่งอาจเกิดได้หลายกรณี อาจถูกตลาดหลักทรัพย์พิจารณานำหลักทรัพย์นั้นออกจากดัชนี และปรับหลักทรัพย์ที่เข้าคุณสมบัติตามที่กำหนด มีสภาพคล่อง มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด และสัดส่วนผู้ถือหลักทรัพย์

รายย่อยเป็นไปตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดเข้าดัชนีแทน และเมื่อบริษัทถูกปรับออกจากดัชนี SET100 จะทำให้มีมูลค่าหลักทรัพย์ลดลงสอดคล้องกับ Papachristou, G. et al. (2018) หลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนีจะส่งผลกระทบต่อเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนของหุ้น และสอดคล้องกับ ญัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์ (2566) พบว่า ในวันประกาศการปรับออกจากดัชนี เป็นวันที่หุ้นถูกปรับออกมีผลตอบแทนผิดปกติเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ข้อจำกัดงานวิจัย

1. งานวิจัยนี้เลือกเหตุการณ์วันประกาศการปรับเข้าและออกจากดัชนี SET100 ซึ่งในวันดังกล่าวอาจเกิดเหตุการณ์อื่นที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ดังนั้นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นอาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติเช่นกัน

2. การเลือกใช้แบบจำลองในการคำนวณผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากตลาด ทั้งแบบจำลอง Market Model แบบจำลอง 3 ปัจจัย และแบบจำลอง 5 ปัจจัย ของ Fama-French อาจได้ผลที่แตกต่างกัน

ข้อเสนอแนะ

1. การศึกษาครั้งนี้มีข้อจำกัดด้านขนาดกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาเพียงเหตุการณ์เดียว ในการวิจัยครั้งต่อไปจึงควรขยายขอบเขตให้ครอบคลุมการปรับดัชนีหลายรอบ (Multi-period Event Study) เพื่อลดความคลาดเคลื่อนทางสถิติและยืนยันแนวโน้ม Index Effect ในตลาดหุ้นไทย นอกจากนี้ ควรขยายการวิเคราะห์ไปสู่หลักทรัพย์ที่ถูกปรับเข้าดัชนีควบคู่กันไป เพื่อเปรียบเทียบ

ผลกระทบที่เกิดขึ้นในทิศทางที่ตรงข้ามกัน ซึ่งจะช่วยสร้างองค์ความรู้ทางทฤษฎีที่สมบูรณ์และชัดเจนยิ่งขึ้นเกี่ยวกับกลไกการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อการเปลี่ยนรายชื่อในดัชนีอ้างอิง

2. ผลการศึกษาแสดงให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ภายหลังการประกาศปรับรายชื่อ ดังนั้น ผู้ลงทุนควรใช้ข้อมูลการประกาศปรับดัชนีเป็นสัญญาณบ่งชี้ความเสี่ยงเพื่อวางแผนกลยุทธ์การปรับพอร์ตการลงทุนล่วงหน้า โดยควรติดตามคุณสมบัติของหลักทรัพย์ที่ต้นถือครองอย่างใกล้ชิด เพื่อป้องกันผลตอบแทนเกินปกติเชิงลบที่อาจเกิดขึ้น ในขณะเดียวกันบริษัทจดทะเบียนควรให้ความสำคัญกับการรักษามาตรฐานเกณฑ์การคำนวณดัชนีอย่างสม่ำเสมอเพื่อรักษาเสถียรภาพของราคาหุ้นและความเชื่อมั่นต่อนักลงทุนในระยะยาว

เอกสารอ้างอิง

กุลธิดา วรรณวิสูตร. (2563). การศึกษาผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ที่มีการย้ายตลาดหลักทรัพย์จาก MAI สู่ SET. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 16(52), 45-60.

ญัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์. (2566). การตอบสนองของราคาของหุ้นที่ถูกปรับเข้าและออกจากดัชนี SET 50: หลักฐานเชิงประจักษ์ล่าสุด. *วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์*, 17(26), 18-36.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2567). *แนวทางการดำเนินการของดัชนีที่เกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์*

- และ *Corporate Action*. จาก <https://www.set.or.th>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2565). *การขับเคลื่อนสังคมอย่างยั่งยืน*. จาก <https://www.set.or.th>
- ไธ้ม พัฒนภูมิโท. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์ที่เข้าออกจากราคา SET50 และ SET100 กับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบัน*. (การจัดการมหาบัณฑิต). นครปฐม: มหาวิทยาลัยมหิดล.
- มรกต ชนินทรานุรักษ์, ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์ และไทยศิริ เวทไว. (2554). ผลกระทบต่อราคาและปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ถูกปรับเข้าและออกจากราคา SET50. *Creative Business and Sustainability Journal*, 33(3), 1–24.
- วิภาดา อุดลย์ดิศร. (2566). *การศึกษาผลกระทบต่อราคาหุ้นที่ถูกรวมและตัดออกจากดัชนีหุ้นยั่งยืน SET ESG*. (การค้นคว้าอิสระ วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- วีระณัฐ บารมี และสรศาสตร์ สุขเจริญสิน. (2563). ผลกระทบจากการซื้อขายของผู้บริหารต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *พัฒนาการเศรษฐกิจปริทรรศน์*, 14(2), 75-101.
- ศุภกรณ์ บุตรพรหม. (2564). *การวิเคราะห์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (การค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). นนทบุรี: มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช.
- Brown, Stephen J., Warner, Jerold B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31
- Campbell, J. Y., & Lo, A. W. (1997). *The econometrics of financial markets*. New Jersey, NJ: Princeton University Press.
- Chandra, T. (2018). Stock market reaction towards SPECT events using CAPM adjusted return. *Opción: Revista de Ciencias Humanas y Sociales*, (15), 338-374.
- Chayanit Trisupinyo. (2016). Stock price effect after inclusion in/exclusion from the stock index: empirical evidence from the set 100 index. (Master of science in finance and economics). Bangkok: Assumption University.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25, 383-417.

- Herwany, A., Febrian, E., Anwar, M., & Gunardi, A. (2021). The influence of the COVID-19 pandemic on stock market returns in Indonesia stock exchange. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 39-47.
- Kassim, N. S., Ramlee, R., & Kassim, S. (2017). Impact of Inclusion into and Exclusion from the Shariah Index on a Stock Price and Trading Volume: An Event Study Approach. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2), 40-51.
- Kusnandar, D. L., & Bintari, V. I. (2020). Perbandingan abnormal return saham sebelum dan sesudah perubahan waktu perdagangan selama pandemi Covid-19. *Jurnal Pasar Modal Dan Bisnis*, 2(2), 195-202.
- Lu, M. P., & Ahmad, Z. (2019) Impact of additions and deletions from stock index in malaysia: the role of opinion divergence theory. *International Journal of Business and Society*, 20(2), 709-729.
- Papachristou, G., Papadamou, S. and Spyromitros, E. (2018). Asymmetric price responses to stock addition to and deletion from the Athens Stock Exchange Index. *Managerial Finance*, 44(4) , 406-423. <https://doi.org/10.1108/MF-12-2016-0350>

