

นักลงทุนสถาบันและเสถียรภาพของราคาดัชนี ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ภิษญาณี สุขสารัญ*
สมชาย สุภัทรกุล**

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ 3 ประเด็น ได้แก่ (1) ความสัมพันธ์ของความผันผวนของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน (2) พฤติกรรมการซื้อขายบนข้อมูลกับการซื้อขายที่ไม่อ้างอิงปัจจัยพื้นฐานของนักลงทุนสถาบัน และ (3) พฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนวโน้มตลาดของนักลงทุนสถาบัน

งานวิจัยนี้พบว่าการซื้อขาย (ขาย) ของนักลงทุนสถาบันสร้าง (ทำลาย) เสถียรภาพของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่สุดท้ายแล้ว การซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันช่วยรักษาเสถียรภาพ

ของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ไม่สามารถสรุปได้อย่างแน่ชัดว่านักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผลจริง เนื่องจากพบหลักฐานเชิงประจักษ์เฉพาะในวันที่ตลาดลงเท่านั้นว่านักลงทุนสถาบันมีการซื้อสุทธิซึ่งช่วยรักษาเสถียรภาพของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้แต่ไม่พบหลักฐานเชิงประจักษ์ในวันที่ตลาดขึ้น นอกจากนี้ งานวิจัยนี้พบว่านักลงทุนสถาบันมีการลงทุนตามกันและมีพฤติกรรมการซื้อขายตามแนวโน้มของตลาดในอดีต แต่พฤติกรรมนี้ไม่ได้ทำลายเสถียรภาพของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่กลับช่วยรักษาเสถียรภาพของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

คำสำคัญ: เสถียรภาพของราคา นักลงทุนสถาบัน พฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกัน พฤติกรรมการซื้อขายบนข้อมูล

*นักบัญชีที่มีมาตรฐานบัญชีและงบการเงิน ฝ่ายการเงินและการบัญชี ธนาคารแห่งประเทศไทย

**รองศาสตราจารย์สังกัดภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

Institutional Investors and SET Index Stability

*Pichayanee Sooksarun**

*Somchai Supattarakul***

Abstract

This study aims at providing empirical evidence on three issues: (1) the relationship between the volatility of SET (The Stock Exchange of Thailand) index and trading volume of institutional investors, (2) Information-based trading and noise trading by institutional investors, and (3) Herding and positive feedback trading by institutional investors.

This study finds that institutional investor buy (sell) stabilizes (destabilizes) SET index but

eventually, their net buy stabilizes SET index. However, it is inconclusive that institutional investors are reasonable because this study finds empirical evidence suggesting that institutional investors' net buy stabilizes SET index only during the down market, not during the up market. This study finds herding and positive-feedback trading by institutional investors; however, these trading behaviors enhance SET index stability.

Keywords: Price Stability, Institutional Investors, Herding, Information-based Trading



*Accountant, Accounting Standard and Financial Statement Team, Finance and Accounting Department, Bank of Thailand

**Associate Professor, Accounting Department, Thammasat Business School, Thammasat University.

1. บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์เป็นสถาบันหนึ่งที่มีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการส่งเสริมการระดมเงินออมและจัดสรรเงินทุนในตลาดทุน ดังนั้น การกำหนดนโยบายและระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์จึงต้องคำนึงถึงเสถียรภาพ (Stability) ของราคาหลักทรัพย์ เพื่อให้ นักลงทุนมั่นใจในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และ บริษัทมีแหล่งเงินทุนที่ต้องการ

ตลาดหลักทรัพย์ที่มีเสถียรภาพมีต้นทุนของเงินทุนในระดับต่ำ มีสภาพคล่องสูง และมีความผันผวนในระดับที่ควบคุมได้ หากตลาดหลักทรัพย์มีความผันผวนสูงจากการที่ระดับราคาของหลักทรัพย์เคลื่อนไหว ออกจากระดับราคาที่ควรเป็นหรือราคาคุณภาพ จะทำให้เกิดความเสี่ยงและส่งผลกระทบต่อความต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงออกจากตลาดหลักทรัพย์ มิฉะนั้น นักลงทุนเหล่านี้ก็ต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้น ส่งผลให้ ต้นทุนของเงินทุนสูงขึ้น ดังนั้น เสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์จึงเป็นสิ่งสำคัญในการพัฒนาตลาดทุน และ ปัจจัยสำคัญในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ให้มีเสถียรภาพ คือ การเพิ่มสัดส่วนและบทบาทของนักลงทุนสถาบัน¹

คณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทยเล็งเห็นความสำคัญของบทบาทนักลงทุนสถาบันในการพัฒนาตลาดทุนไทย จึงกำหนดการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบันในตลาดหลักทรัพย์เป็นมาตรการหนึ่งในแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทย ฉบับที่ 2 (2549-2553) ที่มุ่งเพิ่มผู้ลงทุนสถาบันในประเทศให้มีสัดส่วนถึงร้อยละ 20 ของมูลค่าซื้อขายทั้งหมด และดำเนินการต่อเนื่องมายังแผนแม่บท

พัฒนาตลาดทุนไทย ฉบับที่ 3 (2554-2557) ในการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน ซึ่งเน้นการเพิ่มคุณภาพและปริมาณธุรกรรม โดยพัฒนาช่องทางและปรับปรุงหลักเกณฑ์ให้เอื้อต่อการเข้าถึงของนักลงทุนสถาบันมากขึ้น และเพิ่มสัดส่วนการถือครองหุ้นของนักลงทุนสถาบันในประเทศเป็นร้อยละ 12-15 ของมูลค่าตลาดรวม เช่น การจัดตั้งกองทุนการออมแห่งชาติ ซึ่งเป็นการเพิ่มนักลงทุนสถาบัน และการจัดตั้งกองทุนสำรองเลี้ยงชีพเพิ่มมากขึ้นเพื่อเพิ่มทางเลือกในการลงทุนแก่สมาชิก ซึ่งจะส่งผลให้เกิดการขยายฐานการลงทุนผ่านนักลงทุนสถาบันในอนาคต รวมทั้งเพิ่มปริมาณเงินออมระยะยาวในระบบ ซึ่งจะช่วยให้ตลาดทุนมีแหล่งเงินทุนขนาดใหญ่ และช่วยสร้างเสถียรภาพได้อย่างยั่งยืน

นักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่ไม่ตื่นตระหนกไปกับปัจจัยแวดล้อมมากเกินไป จึงช่วยให้ตลาดหลักทรัพย์มีเสถียรภาพ² ต่างจากนักลงทุนรายย่อยที่มีลักษณะการลงทุนเป็นไปตามกระแสข่าวหรือเก็งกำไรระยะสั้น จึงไม่เป็นการสร้างเสถียรภาพในราคาหลักทรัพย์ (ธนวัฒน์ สกุศลสมบัติ, 2550) อย่างไรก็ตาม การศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์กับนักลงทุนสถาบันมีผลการศึกษาที่ขัดแย้งกัน เช่น Grier และ Albin (1973) Reilly (1977) และ Arbel, Carvell และ Strebel (1983) พบว่า การซื้อขายของนักลงทุนสถาบันช่วยสร้างเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ได้ ในขณะที่ Sias (1996) และ Brown Harlow และ Starks (1996) พบว่า การซื้อขายของนักลงทุน สถาบันทำลายเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น

¹ จากบทความเรื่อง “เสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์” โดยสำนักนโยบายการออมและการลงทุน สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง เมื่อวันที่ 9 ธันวาคม พ.ศ. 2546

² คำสัมภาษณ์ของนายจรัมพร โชติกเสถียร กรรมการและผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เผยแพร่ในหนังสือพิมพ์กรุงเทพธุรกิจ วันจันทร์ที่ 10 มกราคม พ.ศ. 2554

การศึกษาเหล่านี้เป็นการศึกษาสำหรับตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว (Developed Market) ซึ่งนักลงทุนที่มีอิทธิพลในตลาดหลักทรัพย์คือ นักลงทุนสถาบัน ต่างจากตลาดทุนเกิดใหม่ (Emerging Market) ที่นักลงทุนรายย่อยมีอิทธิพลในตลาดหลักทรัพย์มากกว่านักลงทุนประเภทอื่น ทั้งนี้ การศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบันกับเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์สำหรับตลาดทุนเกิดใหม่ยังมีน้อยมาก และความสัมพันธ์ดังกล่าวสำหรับตลาดทุนที่พัฒนาแล้วอาจจะแตกต่างจากตลาดทุนเกิดใหม่ได้ เนื่องจากประเภทนักลงทุนที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มีผลต่อความผันผวนของราคาที่แตกต่างกัน (Bessembinder and Seguin, 1992; Daigler and Wiley, 1999) ดังนั้นการอ้างอิงผลการศึกษาในตลาดทุนที่พัฒนาแล้วเพื่อกำหนดนโยบายเกี่ยวกับบทบาทของนักลงทุนสถาบันในการสร้างเสถียรภาพในตลาดทุนไทยซึ่งเป็นตลาดทุนเกิดใหม่อาจไม่เหมาะสม

แม้จะมีการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ดังกล่าวสำหรับตลาดทุนเกิดใหม่อยู่บ้าง เช่น Li และ Wang (2010) ศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวสำหรับตลาดทุนจีนและพบว่า นักลงทุนสถาบันช่วยลดความผันผวนในตลาดทุนได้ เป็นต้น การอ้างอิงผลการศึกษาสำหรับตลาดทุนจีนนี้อาจไม่เหมาะสม เนื่องจากตลาดทุนเกิดใหม่ยังคงมีองค์ประกอบอื่นๆ ที่แตกต่างกันซึ่งอาจส่งผลต่อความผันผวนที่ต่างกันได้ เช่น การกำกับการลงทุนของนักลงทุนสถาบันส่งผลต่อความสามารถในการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบัน³ และปริมาณการซื้อขาย

หลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบันของแต่ละตลาดหลักทรัพย์มีความแตกต่างกัน ซึ่งปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (Wang and Huang, 2012)

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ในการรายงานหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ 3 ประเด็น ได้แก่ (1) การศึกษาความสัมพันธ์ของความผันผวนของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์กับปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน เพื่อแสดงให้เห็นว่ามาตรการในแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทยที่ต้องการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อช่วยรักษาเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์นั้น เป็นมาตรการในการสร้างเสถียรภาพที่เป็นผลสำเร็จหรือไม่ (2) การศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายบนข้อมูลกับการซื้อขายที่ไม่อ้างอิงปัจจัยพื้นฐานของนักลงทุนสถาบัน เพื่อทดสอบความถูกต้องของแนวคิดที่นำมาใช้ร่างมาตรการการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบันของคณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทยที่ว่า นักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีข้อมูลและซื้อขายบนข้อมูลซึ่งการซื้อขายเช่นนี้จะช่วยสร้างเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ได้ ซึ่งต่างจากนักลงทุนรายย่อยที่มีพฤติกรรมซื้อขายที่ไม่อ้างอิงปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งจะเป็นการทำลายเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ และ (3) การศึกษาพฤติกรรมซื้อขายแบบลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนวโน้มตลาดของนักลงทุนสถาบัน เพื่อทดสอบความเหมาะสมของแนวคิดที่นำมาใช้ร่างมาตรการดังกล่าวเช่นกัน โดยผลการศึกษาดังกล่าวจะสัมพันธ์กับผลการ

³ ตัวอย่างเช่น ตลาดหุ้นในจีนกำหนดให้นักลงทุนต่างชาติประเภทสถาบันที่ลงทุนในหุ้นประเภท A ได้ต้องเป็น Qualified Foreign Institutional Investor (QFII) หรือนักลงทุนต่างชาติประเภทสถาบันที่มีคุณสมบัติตามเงื่อนไขที่ทางการจีนกำหนดเท่านั้น แต่ตลาดหุ้นในประเทศไทยไม่มีการกำหนดกฎเกณฑ์ดังกล่าว

ศึกษาในประเด็นที่สองด้วย กล่าวคือ หากนักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผลและมีการซื้อขายบนข้อมูลตามแนวคิดที่ไร้ร่างแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทย พฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนวโน้มตลาดของนักลงทุนสถาบันก็จะไม่ทำลายเสถียรภาพของราคา แต่จะผลักดันให้ราคาเข้าสู่ปัจจัยพื้นฐานเร็วขึ้น ซึ่งสร้างเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์อย่างไรก็ตาม หากนักลงทุนสถาบันไม่ได้เป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผล พฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนวโน้มตลาดของนักลงทุนสถาบันก็จะเป็นอันตรายต่อเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์

งานวิจัยนี้พบว่าการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันลดความผันผวนหรือช่วยสร้างเสถียรภาพของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่การขายของนักลงทุนสถาบันเพิ่มความผันผวนหรือทำลายเสถียรภาพของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ แต่สุดท้ายแล้ว การซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันช่วยรักษาเสถียรภาพของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งอาจกล่าวได้ว่ามาตรการการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบันในตลาดหลักทรัพย์เพื่อสร้างเสถียรภาพในตลาดหลักทรัพย์ที่กำหนดไว้ในแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทยนั้น เป็นแนวทางในการสร้างเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ที่ประสบผลสำเร็จ

งานวิจัยนี้ไม่สามารถสรุปได้อย่างแน่ชัดว่านักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผลจริงเนื่องจากพบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่แน่ชัดเฉพาะในวันที่ตลาดลงว่านักลงทุนสถาบันมีการซื้อสุทธิซึ่งช่วยรักษาเสถียรภาพของราคาได้แต่ไม่พบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่แน่ชัดในวันที่ตลาดขึ้นว่านักลงทุนสถาบันมีการขายสุทธิซึ่งช่วยลดความผันผวนของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์

ถึงแม้ว่างานวิจัยนี้ไม่สามารถสรุปได้อย่างแน่ชัดว่านักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผลจริง แต่เมื่อพิจารณาร่วมกับผลการศึกษาที่พบว่านักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกันและการซื้อขาย

ตามแนวโน้มของตลาด และผลการศึกษาส่วนแรกที่พบว่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันช่วยลดความผันผวนของราคาได้ จึงแสดงให้เห็นว่าการมีพฤติกรรมการลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนวโน้มของตลาดนั้นไม่ได้เป็นการทำลายเสถียรภาพของราคาแต่อย่างใด ซึ่งอาจเป็นเพราะนักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผล ทำให้การมีพฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนวโน้มของตลาดยังเป็นการปรับราคาของหลักทรัพย์ให้เข้าสู่ปัจจัยพื้นฐานเร็วขึ้น ซึ่งเป็นระดับที่มีเสถียรภาพนั่นเอง การพิจารณาเช่นนี้ทำให้ผลการศึกษาเกี่ยวกับการเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผลและซื้อขายบนข้อมูล จากเดิมที่ยังไม่สามารถสรุปผลการศึกษาได้แน่ชัด มีความชัดเจนมากขึ้น ดังนั้น ผลการศึกษานี้จึงสนับสนุนแนวคิดที่นำมาใช้กำหนดมาตรการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน ที่เชื่อว่านักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผลนั้น เป็นแนวคิดที่เหมาะสมในการนำมาใช้ร่างแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนในการสร้างเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์

ส่วนต่อไปของบทความวิจัยนี้อธิบายข้อมูลพื้นฐานของนักลงทุนสถาบัน ส่วนที่ 3 อธิบายงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับบทบาทของนักลงทุนสถาบันต่อเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ ส่วนที่ 4 อธิบายระเบียบวิธีวิจัย ส่วนที่ 5 อภิปรายผลการวิจัย และส่วนที่ 6 สรุปผลการวิจัยรวมทั้งระบุข้อจำกัดของงานวิจัยและข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

2. ข้อมูลพื้นฐานของนักลงทุนสถาบัน

การเปรียบเทียบการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนประเภทต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วง 10 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2555 พบว่านักลงทุนรายย่อยในประเทศมีสัดส่วนการซื้อขายสูงสุด ซึ่งสูงถึงร้อยละ 72 ใน พ.ศ. 2546 และอยู่ในระดับร้อยละ 50 ถึง 60 มาโดยตลอด รองลงมา ได้แก่ นักลงทุนต่างชาติ

และนักลงทุนสถาบันในประเทศ ตามลำดับ แม้ว่าสัดส่วนการซื้อขายของนักลงทุนรายย่อยในประเทศจะเป็นสัดส่วนที่สูงที่สุด แต่การซื้อขายของนักลงทุนกลุ่มนี้กำลังลดลงอย่างต่อเนื่อง จากเดิมที่เคยสูงสุดถึงร้อยละ 72 ใน พ.ศ. 2546 หลังจากนั้นก็มีแนวโน้มลดลง โดยลดลงเหลือเพียงประมาณร้อยละ 53 ใน พ.ศ. 2555 ในขณะที่สัดส่วนการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน ที่แม้จะเป็นสัดส่วนที่น้อยที่สุด แต่การซื้อขายของนักลงทุนสถาบันกลับกำลังสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากเดิมที่มีสัดส่วนต่ำกว่าร้อยละ 10 ก่อน พ.ศ. 2548 ได้ขยายตัวมาอยู่ที่ระดับร้อยละ 20 ใน พ.ศ. 2552 และสูงถึงประมาณร้อยละ 23 ใน พ.ศ. 2554⁴

สาเหตุหนึ่งที่ทำให้สัดส่วนการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันในประเทศเพิ่มขึ้นเป็นผลจากการดำเนินการตามแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทย ฉบับที่ 2 ที่ต้องการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน โดยการสนับสนุนระบบการออม ทั้งโดยสมัครใจที่ให้ผู้มีเงินออมลงทุนผ่านกองทุนรวมและการออมภาคบังคับที่ให้ผู้ออมมีสิทธิในการกำหนดทางเลือกต่างๆ ในการลงทุน ทั้งการเลือกผู้บริหารการลงทุนและประเภทตราสาร การให้ความรู้ความเข้าใจเรื่องการลงทุนและทางเลือกในการลงทุนที่เหมาะสม และส่งเสริมการลงทุนผ่านกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long Term Fund: LTF) รวมทั้งการให้ความรู้ความเข้าใจด้านหลักเกณฑ์และวิธีการจัดตั้งกองทุนให้กับบริษัทจดทะเบียนและกลุ่มนายจ้าง เพื่อเพิ่มจำนวนนักลงทุนสถาบันทั้งในส่วนกลางและภูมิภาคและยังคงดำเนินการต่อเนื่องตามแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทย ฉบับที่ 3 ซึ่งได้มีการจัดตั้งกองทุนการออมแห่งชาติ

และสนับสนุนการจัดตั้งกองทุน ล่ารองเลี้ยงชีพเพื่อเพิ่มสัดส่วนและขยายขนาดของนักลงทุนสถาบันในตลาดหลักทรัพย์ฯ

ประเภทของนักลงทุนสถาบันที่มีการเติบโตอย่างชัดเจน ได้แก่ กองทุนรวม ซึ่งตั้งแต่ พ.ศ. 2548 อุตสาหกรรมกองทุนรวมไทยขยายตัวเฉลี่ยกว่าร้อยละ 20 ต่อปี ซึ่งเกิดจากการขยายตัวของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวเป็นหลัก (สรายุทธ์ นาทะพันธ์, 2553) โดยใน พ.ศ. 2555 พบว่า กองทุนรวมหุ้นระยะยาวมีสินทรัพย์สุทธิเพิ่มขึ้นจาก 1.48 แสนล้านบาท เป็น 1.99 แสนล้านบาท หรือเพิ่มขึ้นร้อยละ 34.62 เนื่องจากการที่ภาครัฐจูงใจให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่ผู้ลงทุนเพื่อจูงใจให้เกิดการลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาวและเพื่อเป็นการขยายขนาดของนักลงทุนสถาบัน

นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังมีแผนที่จะเพิ่มนักลงทุนสถาบันให้เป็นร้อยละ 25 ภายในปี พ.ศ. 2556⁵ โดยการเดินทางไปจัดแสดงงานเพื่อให้ข้อมูล (Roadshow) แก่นักลงทุนสถาบันต่างประเทศ ซึ่งใน พ.ศ. 2554 ถึง พ.ศ. 2555 ตลาดหลักทรัพย์ฯ เริ่มให้ข้อมูลแก่กองทุนที่ปักกิ่งและเซี่ยงไฮ้ และเพิ่มประเทศมาเลเซีย เข้ามาในแผนด้วยเพื่อสนับสนุน ASEAN Linkage รวมทั้งประเทศอื่นๆ ได้แก่ กลุ่มประเทศสแกนดิเนเวียและประเทศในตะวันออกกลางที่มีนักลงทุนสถาบันหรือกองทุนบำเหน็จบำนาญ⁶

การดำเนินการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบันโดยภาครัฐอย่างจริงจังและต่อเนื่องมาโดยตลอด ทั้งการสนับสนุนการลงทุนในกองทุนโดยการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีในการลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาว การจัด

⁴ ข้อมูลสถิติการซื้อขายหลักทรัพย์แยกตามกลุ่มผู้ลงทุนจาก SETSMART

⁵ คำสัมภาษณ์ของนายจรัมพร โชติกเสถียร กรรมการและผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เผยแพร่ในหนังสือพิมพ์มติชน วันที่ 22 ตุลาคม พ.ศ. 2555

⁶ ประชาชาติธุรกิจออนไลน์ วันที่ 10 ธันวาคม พ.ศ. 2555

ตั้งกองทุนต่างๆ และการให้ข้อมูลแก่นักลงทุนสถาบันต่างประเทศ เพื่อดึงดูดการลงทุนจากนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงคาดได้ว่านักลงทุนสถาบันจะมีบทบาทและสัดส่วนการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ มากขึ้น

3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยในอดีตที่ศึกษาบทบาทของนักลงทุนสถาบันในการสร้างเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์มีผลการวิจัยที่ไม่สอดคล้องกัน งานวิจัยบางกลุ่มพบว่า นักลงทุนสถาบันช่วยสร้างเสถียรภาพ ในขณะที่งานวิจัยบางกลุ่มพบว่า นักลงทุนทำลายเสถียรภาพ ซึ่งงานวิจัยเหล่านี้ต่างมีสมมติฐานที่ใช้ในการอธิบายผลการศึกษาดังกล่าวไป สมมติฐานต่างๆ ที่อธิบายบทบาทของนักลงทุนสถาบันเกี่ยวกับเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ ได้แก่ นักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีข้อมูลมาก (Informed Investor) การศึกษาตามลักษณะการลงทุน (Investment Preference) และพฤติกรรมการลงทุนตามกัน (Herding) กับการซื้อขายตามแนวโน้มของตลาด (Positive Feedback)

นักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีข้อมูลมาก เนื่องจากนักลงทุนสถาบันสามารถเข้าถึงข้อมูลด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่าอันเป็นผลของการประหยัดจากขนาด (Grullon and Wang, 2001) โดยนักลงทุนที่มีข้อมูลมากจะใช้ข้อมูลในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ (Zhou, 2011) ซึ่งต่างจากนักลงทุนที่มีข้อมูลน้อย (Less Informed Investor) หรือไม่มีข้อมูล (Uninformed Investor) ซึ่งการซื้อขายของนักลงทุนกลุ่มหลังนี้ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เคลื่อนไหวรุนแรงและระดับความผันผวนของราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น (French and Roll, 1986) โดย De Long,

Shleifer, Summers และ Waldmann (1991) เรียกนักลงทุนที่มีข้อมูลน้อยและเพิ่มความผันผวนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มนี้ว่า นักลงทุนแมลงเม่า (Noise Trader) ทั้งนี้ ธนโชติ บุญวรโชติ (2554) พบว่าสำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นักลงทุนรายย่อยภายในประเทศมีแนวโน้มที่จะเป็นนักลงทุนแมลงเม่ามากที่สุด เมื่อเปรียบเทียบกับนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างชาติ ด้วยเหตุผลดังกล่าว นักลงทุนสถาบันจึงมีพฤติกรรมซื้อขายที่มีเหตุผลมากกว่านักลงทุนรายย่อย (Chopra, Lakonishok and Ritter, 1992; Brennan, 1995; Kaniel, Saar and Titman, 2008) โดย Zweig (1973) และ Daigler และ Wiley (1999) พบว่า การซื้อขายของนักลงทุนสถาบันช่วยหักล้างการซื้อที่ไม่มีเหตุผลของนักลงทุนรายย่อยได้ ดังนั้น การที่นักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีข้อมูลมากและซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลอย่างมีเหตุผลจึงทำให้นักลงทุนสถาบันมีบทบาทในการช่วยรักษาเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์

สำหรับการศึกษาตามลักษณะการลงทุนของนักลงทุนสถาบันนั้น Arbel et al. (1983) และ Badrinath, Gay และ Kale (1989) พบว่า นักลงทุนสถาบันจะหลีกเลี่ยงการลงทุนในหุ้นที่มีความเสี่ยงสูงซึ่งมักเป็นหุ้นขนาดเล็ก และพบว่า หุ้นที่มีความปลอดภัย (Safety-net Potential) ซึ่งเป็นหุ้นที่มีความผันผวนต่ำจะมีสัดส่วนการถือครองโดยนักลงทุนสถาบันสูง ดังนั้น นักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์แบบผกผันกับความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม Kothare และ Laux (1995) Falkenstein (1996) Sias (1996) และ Gompers และ Metrick (2001) พบว่านักลงทุนสถาบันเลือกถือครองหุ้นที่มีขนาดใหญ่และมีสภาพคล่องสูงซึ่งส่งผลให้ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์สูง⁷

⁷ Christophe และ Hany (2003) ตั้งข้อสังเกตว่าผลการศึกษาของ Falkenstein (1996) อาจเป็นผลมาจากการเก็บตัวอย่างในช่วงตลาดขาขึ้น ดังนั้น Christophe and Hany (2003) จึงศึกษาเฉพาะช่วงตลาดขาลง และพบว่านักลงทุนสถาบันจะเลือกถือครองหุ้นที่มีราคาผันผวนน้อยกว่านักลงทุนรายย่อย ซึ่งอาจเป็นเพราะนักลงทุนสถาบันสามารถรับความเสี่ยงที่จะเกิดผลตอบแทนด้านลบหรือต่ำกว่าที่กำหนด (Downside Risk) ได้น้อยกว่านักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบันจึงหลีกเลี่ยงการถือครองหุ้นที่ผันผวนสูงในช่วงตลาดขาลง

Shiller และ Pound (1989) Banerjee (1992) และ Bikhchandani, Hirshleifer and Welch (1992) พบว่า นักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มของพฤติกรรมการลงทุนตามกันหรือการซื้อหรือขายหุ้นตัวเดียวกันในเวลาเดียวกันตามนักลงทุนคนอื่นมากกว่านักลงทุนรายย่อย เพราะนักลงทุนสถาบันจะวิเคราะห์การซื้อขายของนักลงทุนสถาบันรายอื่น เพื่อให้ได้ข้อมูลที่มีคุณภาพมาประกอบการตัดสินใจลงทุน ซึ่งมีแนวโน้มว่าจะได้ข้อมูลที่ทำให้เกิดการซื้อขายตามกันได้ และเนื่องจากนักลงทุนสถาบันเข้าถึงข้อมูลการซื้อขายนี้นักลงทุนรายย่อยทำให้เกิดการลงทุนตามกันในกลุ่มของนักลงทุนสถาบันมากกว่า นอกจากนี้ วิธีการประเมินความสามารถของผู้จัดการกองทุน (ซึ่งถือเป็นนักลงทุนสถาบัน) ในการสร้างผลตอบแทนของกองทุน โดยการเปรียบเทียบกับผู้จัดการกองทุนรายอื่น ทำให้ผู้จัดการกองทุนเหล่านี้เลือกที่จะลงทุนแบบเดียวกันกับผู้จัดการกองทุนรายอื่น เพื่อให้มีผลการดำเนินงานของกองทุนที่ใกล้เคียงกัน (Scharfstein and Stein, 1990) และเนื่องจากนักลงทุนสถาบันมีกำลังซื้อขายนี้นักลงทุนรายย่อย ดังนั้น ปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันจึงมีขนาดใหญ่ หากการซื้อขายขนาดใหญ่เกิดขึ้นจากการลงทุนตามกันและเกิดขึ้นในเวลาเดียวกัน จะส่งผลให้ราคาเคลื่อนไหวอย่างรุนแรงหรือเป็นการทำลายเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ได้ (Lowenstein and Donnelly, 1989) อย่างไรก็ตาม Lakonishok, Shleifer และ Vishny (1992) ได้พิจารณาอีกมุมมองหนึ่ง กล่าวคือ หากนักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีข้อมูลมากและซื้อขายอย่างมีเหตุผล การลงทุนตามกันของนักลงทุนสถาบันอาจเป็นการปรับให้ราคาสะท้อนปัจจัยพื้นฐานใหม่นั้นเร็วขึ้นและทำให้ราคาดังกล่าวเป็นราคาที่อยู่ในระดับคุณภาพหรือมีเสถียรภาพนั่นเอง

Lakonishok, Shleifer และ Vishny (1991) พบว่าพฤติกรรมซื้อขายตามแนวโน้มของตลาด โดยซื้อหลัก

ทรัพย์ที่มีแนวโน้มของอัตราผลตอบแทนในอดีตเพิ่มขึ้น (Winners) และขายหลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มของอัตราผลตอบแทนในอดีตลดลง (Losers) มีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นในกลุ่มของนักลงทุนสถาบัน เนื่องจากนักลงทุนสถาบันจะใช้การซื้อขายนี้นักลงทุนรายย่อย (Window Dressing) กลุ่มหลักทรัพย์ที่ถือครองให้ดูดีโดยเป็นกลยุทธ์ที่ใช้เวลาไม่นานในการสร้างให้ดูเหมือนว่ามีผลตอบแทนที่ดี เมื่อเปรียบเทียบกับกลยุทธ์อื่น การซื้อขายตามแนวโน้มตลาดจะทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นหรือลดลงมากกว่าที่ควรจะเป็น ซึ่งทำให้ราคาผันผวนและไม่มีเสถียรภาพ (De Long, Shleifer, Summers and Waldmann, 1990) อย่างไรก็ตาม Lakonishok et al. (1992) ได้วิเคราะห์เพิ่มเติมว่าพฤติกรรมดังกล่าว จะเป็นการทำลายเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ก็ต่อเมื่อนักลงทุนสถาบันซื้อขายตามกระแสตลาดกันเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะการซื้อหุ้นที่ราคาสูงเกินไปและขายหุ้นที่ราคาต่ำเกินไป เพราะยิ่งเป็นการทำให้ราคาเบี่ยงเบนออกจากปัจจัยพื้นฐาน แต่พฤติกรรมนี้อาจจะไม่ทำลายเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ หากเป็นการซื้อขายหุ้นที่ตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารน้อยเกินไปอยู่แล้ว การซื้อขายนี้นักลงทุนรายย่อยจะช่วยให้ราคาเข้าสู่ปัจจัยพื้นฐานเร็วขึ้น ในทางตรงกันข้ามนักลงทุนสถาบันอาจมีพฤติกรรมซื้อขายสวนทางกับแนวโน้มของตลาด (Negative-feedback) กล่าวคือนักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุผล ย่อมซื้อหุ้นที่ราคาตกมากเกินไปและขายหุ้นที่ราคาสูงเกินไป หรือเป็นการใช้กลยุทธ์การซื้อขายสวนทางกับแนวโน้มของตลาด (Negative-feedback Strategy) ซึ่งจะช่วยให้ระดับการเปลี่ยนแปลงของราคาที่ไม่มากเกินไปและช่วยให้ไม่เกิดการทำลายเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์

การศึกษาพฤติกรรมการลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนวโน้มตลาดไม่สามารถอธิบายการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันที่มีผลต่อเสถียรภาพของราคาได้อย่างแน่ชัด พฤติกรรมดังกล่าวอาจจะมีผลต่อความผันผวน

ของราคาที่สูงขึ้นหรือน้อยลงก็ได้ กล่าวคือ Nofsinger และ Sias (1999) พบว่า นักลงทุนสถาบันทำลายเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากพฤติกรรมการลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนวโน้มตลาดของนักลงทุนสถาบันส่งผลให้ราคาเคลื่อนไหวมากกว่าการซื้อขายของนักลงทุนรายย่อย อย่างไรก็ตาม Lakonishok et al. (1992) ไม่พบหลักฐานที่ชัดเจนว่านักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมการลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนวโน้มของตลาด แม้จะพบว่าการซื้อขายหุ้นขนาดเล็กเป็นไปตามแนวโน้มตลาดมากกว่าการซื้อขายหุ้นขนาดใหญ่ แต่อาจเป็นเพราะความจำเป็นที่ผู้จัดการกองทุนต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดบางอย่างหรือตามนโยบายการลงทุน Lakonishok et al. (1992) จึงสรุปว่าการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันไม่ใช่ปัจจัยที่ทำให้ราคาหุ้นไม่มีเสถียรภาพกลยุทธ์การลงทุนที่แตกต่างกันในกลุ่มนักลงทุนสถาบันทำให้การซื้อขายของนักลงทุนสถาบันหักล้างกันไปเอง จึงส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาเพียงเล็กน้อยเท่านั้น

การอธิบายความสัมพันธ์ของนักลงทุนสถาบันกับความไม่เสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์โดยใช้พฤติกรรมการลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนวโน้มตลาดมีผลการศึกษาที่ไม่สอดคล้องกัน จึงมีงานวิจัยที่พัฒนาสมมติฐานอื่นซึ่งคาดว่าจะสามารถอธิบายความสัมพันธ์ดังกล่าวได้ชัดเจนขึ้น เช่น Cohen, Gompers และ Vuolteenaho (2002) พบว่านักลงทุนสถาบันจะซื้อขายหุ้นที่มีราคาปรับตัวขึ้นหรือลงจากการมีข่าวเกี่ยวกับกระแสเงินสดที่เกี่ยวข้องกับหุ้นนั้น หรือการซื้อขายโดยใช้กลยุทธ์ Cash-flow-momentum ซึ่งสามารถอธิบายพฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันที่มีผลต่อราคาหุ้นได้ดีกว่าการศึกษาตามพฤติกรรมการซื้อขายตามแนวโน้มของตลาด เพราะนักลงทุนสถาบันจะซื้อหุ้นเพื่อตอบสนองต่อข่าวที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดในทางที่ดี หากราคาขึ้นโดยที่ไม่มีข่าวดีของกระแสเงินสด นักลงทุนสถาบันจะขายหุ้นออกไป แสดงว่าการซื้อขายหุ้นของนักลงทุน

สถาบันไม่ได้เป็นไปตามการเปลี่ยนแปลงของราคา แต่เป็นการตอบสนองตามข่าวกระแสเงินสดของหุ้น ซึ่งเป็นการซื้อขายตามข้อมูลปัจจัยพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับหุ้นนั้น ทำให้ราคาอยู่ในระดับที่เหมาะสม จึงไม่เป็นการทำลายเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์

นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยที่แบ่งกรอบการศึกษาแตกต่างกันไป เช่น การแบ่งกรอบการศึกษาตามสภาวะตลาดขาขึ้นและลง โดย Dennis และ Strickland (2002) พบว่า ในช่วงที่ตลาดขึ้นและลงอย่างรุนแรง นักลงทุนสถาบันจะซื้อและขายมากกว่านักลงทุนรายย่อยจนทำให้ราคาแกว่งตัวอย่างรุนแรงและทำให้ตลาดผันผวน หรือการแบ่งกรอบการศึกษาตามระยะเวลาการลงทุน (Investment Horizon) โดย Chichemea, Petkevich และ Reza (2012) พบว่านักลงทุนสถาบันที่ลงทุนระยะสั้นจะมีปริมาณซื้อขายสูงและเพิ่มความผันผวนที่ไม่เป็นระบบ (Idiosyncratic Volatility) ตรงข้ามกับนักลงทุนสถาบันที่ลงทุนระยะยาวจะมีปริมาณซื้อขายน้อยกว่าและช่วยลดความผันผวนที่ไม่เป็นระบบ

จนถึงปัจจุบัน ยังไม่มีการศึกษาบทบาทของนักลงทุนสถาบันในการรักษาเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยตรง แต่มีการศึกษาบทบาทดังกล่าวในตลาดทุนอื่นที่ใกล้เคียงกับตลาดทุนไทย กล่าวคือ การศึกษาสำหรับตลาดทุนเกิดใหม่ซึ่งโดยส่วนใหญ่เป็นการศึกษาสำหรับตลาดทุนจีนเนื่องจากตลาดทุนจีนเป็นหนึ่งในสิบของตลาดทุนเกิดใหม่ที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในโลกในบรรดาตลาดทุนเกิดใหม่ทั่วโลก อีกทั้งคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ของจีนพยายามที่จะรักษาเสถียรภาพของตลาดโดยการเพิ่มนักลงทุนสถาบัน เช่น การอนุญาตให้นักลงทุนสถาบันต่างชาติที่มีคุณสมบัติตามเงื่อนไขที่ทางการจีนกำหนด (Qualified Foreign Institutional Investor: QFII) สามารถลงทุนในหุ้นประเภท A ได้ ทำให้มีเงินทุนไหลเข้าออกตลาดทุนจีนจำนวนมาก ก่อให้เกิดความก้าวหน้าครั้งใหญ่ของ

ตลาดหุ้นจีน ตลาดหุ้นจีนจึงได้รับความสนใจและมีการศึกษาเกี่ยวกับนักลงทุนสถาบันในตลาดนี้จำนวนมาก เช่น Chen, Du, Li และ Ouyang (2013) พบว่า สัดส่วนการถือครองหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติที่สูงขึ้นทำให้ความผันผวนของราคาหุ้นสูงขึ้น เพราะมีปริมาณการซื้อขายที่สูงกว่านักลงทุนกลุ่มอื่น แต่นักลงทุนที่ช่วยลดความผันผวนได้กลับเป็นนักลงทุนรายย่อยต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาดังกล่าวขัดแย้งกับ Li และ Wang (2010) ซึ่งศึกษาตลาดหุ้นจีนเช่นกัน และพบว่า นักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุผล ดังนั้น แม้จะพบพฤติกรรมการลงทุนตามกัน แต่ก็ไม่ได้เป็นการทำลายเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด

สำหรับการศึกษาสำหรับตลาดหุ้นไทยนั้น นคร เหลืองรวงทอง (2542) ศึกษาพฤติกรรมการลงทุนตามกันของกองทุนรวมพบว่า กองทุนรวมในประเทศไทยมีการลงทุนในทิศทางเดียวกันอยู่ในระดับสูงมาก เมื่อเปรียบเทียบกับกรณีของประเทศสหรัฐอเมริกา แต่การลงทุนตามกันนี้ไม่ได้เพิ่มความผันผวนให้แก่ราคาของหลักทรัพย์ ตรงกันข้าม การลงทุนตามกันกลับช่วยเร่งให้ราคาของหลักทรัพย์เหล่านั้นเข้าสู่ราคาพื้นฐานที่แท้จริงรวดเร็วขึ้น กล่าวคือ กองทุนรวมมีส่วนช่วยให้ราคาของหลักทรัพย์มีเสถียรภาพมากขึ้น อย่างไรก็ตามงานวิจัยนี้ยังไม่อาจให้ข้อสรุปได้ว่านักลงทุนสถาบันจะช่วยสร้างเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากเป็นการศึกษาเพียงเฉพาะกองทุนรวมเท่านั้น ซึ่งเป็นเพียงประเภทหนึ่งของนักลงทุนสถาบัน

ซุติมณฑน์ เชาวรัตน์ (2552) แบ่งการศึกษานักลงทุนสถาบันเป็นสองกลุ่ม ได้แก่ นักลงทุนสถาบันที่มีความสัมพันธ์กับบริษัทผ่านทางการลงทุนในบริษัท

(Pressure-sensitive Institution) และนักลงทุนสถาบันที่ไม่มีความสัมพันธ์ทางธุรกิจกับบริษัท (Pressure-insensitive Institution)⁸ และพบว่านักลงทุนสถาบันทั้งสองประเภทไม่มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ซึ่งอาจเนื่องมาจากการใช้ข้อมูลสัดส่วนการถือครองโดยนักลงทุนสถาบันซึ่งมีความถี่น้อย กล่าวคือ ตามวันปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นซึ่งแต่ละหลักทรัพย์มีวันปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นที่ไม่ตรงกัน และบางหลักทรัพย์มีความถี่ของการปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นเพียงปีละครั้งเท่านั้น ซึ่งไม่สอดคล้องกับความถี่ของการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น การใช้สัดส่วนการถือครองของนักลงทุนสถาบันแต่ละหลักทรัพย์จึงอาจเป็นตัวแปรที่ไม่เหมาะสมในการใช้อธิบายความสัมพันธ์ของนักลงทุนสถาบันกับความผันผวนของราคา

งานวิจัยที่กล่าวมาแล้วมีกรอบการศึกษาที่แตกต่างกัน เช่น การกำหนดเงื่อนไขการศึกษาตามเกณฑ์ระยะเวลาการลงทุน (Investment Horizon) พฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน ลักษณะการลงทุน เป็นต้น และมีวิธีการศึกษาที่ไม่เหมือนกัน ทั้งในแง่ของตัวแปรหรือปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในแบบจำลอง เช่น ขนาดกิจการ ภาวะผูกพัน อัตราผลตอบแทน เป็นต้น นอกจากนี้ การวัดความผันผวนของหุ้นซึ่งสามารถวัดได้หลายวิธี เช่น การใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน หรือแบบจำลองตระกูล GARCH และงานวิจัยต่างๆ ยังตั้งอยู่บนสมมติฐานและช่วงเวลาการเก็บข้อมูลที่ต่างกันไป ทำให้กลุ่มตัวอย่างของแต่ละงานวิจัยอยู่ภายใต้สภาวะของตลาดที่ต่างกัน ซึ่งนักลงทุนแต่ละประเภทอาจตอบสนองต่อตลาดขาขึ้นหรือลงไม่เหมือนกัน

⁸ Pressure-sensitive institutions ได้แก่ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ทั้งที่สังกัดธนาคารและไม่ใช้ธนาคาร รวมทั้งบริษัทประกันภัย ในขณะที่ Pressure-insensitive institutions ได้แก่ บริษัทจัดการลงทุน ที่ปรึกษาการลงทุนอิสระ บริษัทให้คำปรึกษาด้านการลงทุน กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพของภาคเอกชน บริษัทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ธนาคารการลงทุนที่ไม่ใช่บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ กองทุนรวม มูลนิธิ กองทุนสถาบันอุดมศึกษา และนักลงทุนสถาบันอื่นๆ

ทั้งหมดนี้อาจส่งผลให้การศึกษาคความสัมพันธ์ของ นักลงทุนสถาบันกับเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ไม่ สอดคล้องกัน ดังนั้น การศึกษานี้จึงศึกษาบทบาทของ นักลงทุนสถาบันต่อเสถียรภาพของราคาดัชนีตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. ระเบียบวิธีวิจัย

4.1 แหล่งข้อมูลและกลุ่มตัวอย่าง

แนวทางการสร้างเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์ฯ ด้วยมาตรการการเพิ่มสัดส่วนผู้ลงทุนสถาบันนี้ เกิดจาก การที่คณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทยเชื่อว่า การซื้อ ขายของนักลงทุนสถาบันจะทำให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่ผันผวนตามแรงซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศและ นักลงทุนรายย่อยมากจนเกินไป⁹ ดังนั้น ในการศึกษา บทบาทของนักลงทุนสถาบันต่อการสร้างเสถียรภาพของ ราคาหลักทรัพย์นี้จึงศึกษาจากการซื้อขายของนักลงทุน สถาบันโดยเก็บข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์จาก SETSMART ซึ่งแบ่งข้อมูลการซื้อขายจำแนกตาม ประเภทนักลงทุนไว้เป็นนักลงทุนรายย่อยในประเทศ นักลงทุนสถาบันในประเทศ นักลงทุนต่างชาติ และ นักลงทุนบัญชีหลักทรัพย์ ซึ่งนักลงทุนบัญชีหลักทรัพย์ เป็นนักลงทุนสถาบันประเภทหนึ่งตามนิยามของคณะ

กรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น ปริมาณการซื้อขายของนักลงทุน บัญชีหลักทรัพย์จึงรวมเป็นส่วนหนึ่งของปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันในประเทศด้วย

นอกจากนี้ นักลงทุนสถาบันตามนิยามของคณะ กรรมการกำกับหลักทรัพย์ฯ ยังหมายรวมถึงนักลงทุน สถาบันต่างชาติด้วย อย่างไรก็ตาม ข้อมูลใน SETSMART ไม่ได้แบ่งแยกปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน ต่างชาติออกจากนักลงทุนต่างชาติ และนักลงทุนต่างชาติ ส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน¹⁰ ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงตั้ง อยู่บนสมมติฐานให้ปริมาณการซื้อขายของนักลงทุน ต่างชาติเป็นการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันต่างชาติ ทั้งหมด เพื่อให้การศึกษานี้ครอบคลุมทั้งนักลงทุน สถาบันในประเทศและต่างประเทศ ตามนิยามของคณะ กรรมการกำกับหลักทรัพย์ฯ¹¹

ข้อมูลราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET index) รวบรวมจาก DataStream โดยเก็บข้อมูลทั้งหมดเป็น รายวันตั้งแต่ วันที่ 27 เมษายน พ.ศ. 2547 ถึง วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2555 (จำนวนทั้งสิ้น 2,265 วัน) เนื่องจากวันที่ 27 เมษายน พ.ศ. 2547 เป็นวันที่มีการ อนุมัติให้มีการจัดตั้งกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) ขึ้นเพื่อเพิ่มจำนวนนักลงทุนสถาบันในประเทศที่มีคุณภาพ

⁹ บทความเรื่อง “รู้จักกับ LTF” จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เผยแพร่ใน SET website

¹⁰ บทความเรื่อง “Foreign Holding: การถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหุ้นไทย” เผยแพร่ใน SET Note volume 3/2555

¹¹ Li and Wang (2010) นิยามให้นักลงทุนสถาบันสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน ประกอบด้วย (1) Securities Investment Funds (2) Qualified Foreign Institutional Investors (3) the National Social Security Fund (4) Insurance Companies (5) Corporate Annuity Funds และ (6) Other Authorized Securities Firms ในขณะที่การศึกษาสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย Dennis and Strickland (2002) นิยามให้นักลงทุนสถาบัน ประกอบด้วย (1) Mutual Funds and Investment Advisors (2) Pension Funds and Endowments (3) Insurance Companies and (4) Banks ส่วน Chan and Lakonishok (1993) ใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูลเฉพาะที่รวบรวมการซื้อขายหลักทรัพย์ของ Large Institutional Money Management Firms จำนวน 37 บริษัท เป็นตัวแทนของการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน

โดยเชื่อว่าจะทำให้เกิดเสถียรภาพในระบบตลาดทุนไทย¹²

4.2 วิธีการทดสอบเชิงประจักษ์

4.2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์กับการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันกับเสถียรภาพของราคานั้น งานวิจัยนี้ใช้สมการถดถอยอนุกรมเวลา (Times Series Regression Analysis) ในแนวทางเดียวกับ Chan และ Fong (2000) และ Li และ Wang (2010) ตาม Model 1a-1c ดังนี้

$$\text{Model 1a: Range}_t = \alpha_{0a} + \alpha_{1a} \text{Buy}_t + \alpha_{2a} \text{TV}_t + \varepsilon_t$$

$$\text{Model 1b: Range}_t = \alpha_{0b} + \alpha_{1b} \text{Sell}_t + \alpha_{2b} \text{TV}_t + \varepsilon_t$$

$$\text{Model 1c: Range}_t = \alpha_{0c} + \alpha_{1c} \text{Imb}_t + \alpha_{2c} \text{TV}_t + \varepsilon_t$$

โดย Range_t คือ ช่วงห่างของราคาสูงสุดกับต่ำสุดระหว่างวัน (Intraday High-Low Price Range)

ของวันที่ t ซึ่งมีค่าเท่ากับ $\sqrt{\frac{(\ln \text{High}_t - \ln \text{Low}_t)^2}{4 \ln 2}}$ โดย

High_t ได้แก่ ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ สูงสุดของวันที่ t และ Low_t ได้แก่ ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ ต่ำสุดของวันที่ t ¹³

Buy_t คือ สัดส่วนปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t

Sell_t คือ สัดส่วนปริมาณการขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t

Imb_t คือ สัดส่วนปริมาณการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t ¹⁴

TV_t คือ ปริมาณการซื้อขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t

การทดสอบข้างต้นทำให้ทราบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันกับความผันผวนของราคาจะเป็นไปในเชิงบวกหรือลบ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า

¹² ลิทธิประโยชน์ทางภาษีของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวถือเป็นปัจจัยสำคัญที่กระตุ้นให้เกิดการขายตัวของนักลงทุนสถาบันประเภทกองทุนรวม จนทำให้สัดส่วนปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันในประเทศสามารถขยายตัวสูงถึงร้อยละ 10 ใน พ.ศ. 2548 (จากร้อยละ 5 ถึง 8 ในปีก่อนหน้า) และสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องจนสูงถึงร้อยละ 23 ใน พ.ศ. 2554

¹³ การสร้างเสถียรภาพในตลาดหลักทรัพย์ฯ คือ การลดความผันผวนของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงใช้ความผันผวนของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์เป็นตัววัดความเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยวัดความผันผวนนี้จะวัดเป็นรายวัน ซึ่งวัดจากช่วงห่างของราคาสูงสุดกับต่ำสุดระหว่างวัน (Intraday High-Low Price Range) (Parkinson, 1980) ซึ่งเป็นวิธีที่เหมาะสมสำหรับข้อมูลที่มีความถี่สูงและเป็นวิธีที่ได้คำนึงถึงความผันผวนที่เกิดจากการซื้อขายของนักลงทุนแมลงเม่าในตลาดหลักทรัพย์ฯ แล้ว ซึ่งมีปรากฏอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่มีนักลงทุนรายย่อยเป็นส่วนใหญ่ (Alizadeh, Brandt and Diebold, 2002)

¹⁴ งานวิจัยนี้วัดค่าสัดส่วนปริมาณการซื้อขาย (Buy_t) สัดส่วนปริมาณการขาย (Sell_t) และสัดส่วนปริมาณการซื้อขายสุทธิ (Imb_t) ของนักลงทุนสถาบันเป็นรายวันในแนวทางเดียวกับ Lakonishok et al. (1992) และ Chordia และ Subrahmanyam (2004)

มาตรการในแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทยที่ต้องการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบันในตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อช่วยในการรักษาเสถียรภาพของราคานั้นเป็นมาตรการที่สัมฤทธิ์ผลหรือไม่ กล่าวคือ หาก α_{1a} α_{1b} และ α_{1c} มีค่าเป็นลบ แสดงว่า การซื้อ การขาย และการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันทำให้ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ ผันผวนลดลง หรือทำให้ราคาหลักทรัพย์มีเสถียรภาพ หาก α_{1a} α_{1b} และ α_{1c} มีค่าเป็นบวก แสดงว่า การซื้อ การขาย และการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันทำให้ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ ผันผวนสูงขึ้น หรือทำลายเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์

4.2.2 พฤติกรรมการซื้อขายบนข้อมูล (Information-based Trading) และการซื้อขายที่ไม่อ้างอิงปัจจัยพื้นฐาน (Noise Trading)

นอกจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ กับการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันแล้ว งานวิจัยนี้ยังศึกษาลักษณะและพฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันที่ใช้อธิบายความสัมพันธ์ข้างต้นด้วย เนื่องจากมาตรการการสร้างเสถียรภาพของราคาด้วยการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบันในตลาดหลักทรัพย์ฯ นี้เริ่มต้นจากแนวความคิดที่ว่านักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีข้อมูลและมีเหตุผลมากกว่านักลงทุนรายย่อย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่พบว่า การที่นักลงทุนสถาบันช่วยทำให้ราคาหลักทรัพย์มีเสถียรภาพ เพราะนักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุผล มีข้อมูลและใช้ข้อมูลในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ (Chopra et al., 1992; Brennan, 1995; Kaniel et al., 2008) งานวิจัยนี้จึงต้องการศึกษาว่าการกำหนดมาตรการดังกล่าวจากแนวความคิดที่ว่านักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุผลและมีข้อมูลนั้นเป็นแนวทางในการการร่างมาตรการการสร้างเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ที่เหมาะสมหรือไม่

การซื้อขายแบบมีเหตุผล (Rational Speculation) จะช่วยลดความผันผวนของราคาได้ (Friedman, 1953) เนื่องจากนักลงทุนที่ไม่มีเหตุผล (Irrational Investors) มักจะซื้อขายโดยการคาดการณ์แนวโน้มของราคาเท่านั้น เพราะนักลงทุนที่ไม่มีเหตุผลมีข้อมูลจำกัด จึงใช้ข้อมูลด้านราคาในการสร้างกลยุทธ์การลงทุน กล่าวคือ หากราคาในวันนี้สูงขึ้น ราคาในอนาคตย่อมสูงขึ้นไปเรื่อยๆ หรือหากราคาในวันนี้ลดลง ราคาในอนาคตย่อมลดลงไปเรื่อยๆ นักลงทุนที่ไม่มีเหตุผลจึงมีพฤติกรรมซื้อเมื่อราคาสูงขึ้นและขายเมื่อราคาต่ำลง จึงทำให้มีต้นทุนสูง ผลตอบแทนต่ำ และสูญเสียความมั่งคั่งให้แก่กันลงทุนที่มีเหตุผล ตรงข้ามกับนักลงทุนที่มีเหตุผลซึ่งใช้ข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดในการคาดการณ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์และสร้างกลยุทธ์การลงทุนที่สามารถซื้อหลักทรัพย์ที่มีต้นทุนต่ำและขายเพื่อสร้างผลตอบแทนที่สูงได้ (Li, 2013)

พฤติกรรมของนักลงทุนที่ไม่มีเหตุผลที่ซื้อขายจากการคาดการณ์ด้านราคาดังกล่าวข้างต้น ทำให้ในช่วงที่ตลาดลง (ราคาหลักทรัพย์ต่ำลง) นักลงทุนประเภทนี้จึงตัดสินใจขาย ในทางตรงกันข้าม หากเป็นช่วงที่ตลาดขึ้น (ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น) นักลงทุนประเภทนี้จะตัดสินใจซื้อ เนื่องจากใช้การคาดการณ์จากแนวโน้มของข้อมูลเกี่ยวกับราคานั้นเอง ซึ่งพฤติกรรมดังกล่าวจะยิ่งทำให้ราคาในตลาดไม่เป็นไปตามปัจจัยพื้นฐานและเป็นราคาที่ไม่มีเสถียรภาพ ในทางตรงข้าม นักลงทุนที่มีเหตุผลจะพิจารณาจากข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดในการสร้างกลยุทธ์การลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทน นอกเหนือจากการคาดการณ์แนวโน้มของราคาหลักทรัพย์ ดังนั้น ในช่วงที่ตลาดลงจึงอาจมีการซื้อจากนักลงทุนที่มีเหตุผลและมีการขายจากนักลงทุนที่มีเหตุผลในช่วงที่ตลาดขึ้น ซึ่งพฤติกรรมของนักลงทุนที่มีเหตุผลเช่นนี้จึงช่วยบรรเทาการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ไม่ให้เปลี่ยนแปลงขึ้นหรือลงอย่างรุนแรงหรือช่วยลดความผันผวน และปรับ

ให้ราคาหลักทรัพย์มาอยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพ (Avramov, Chordia and Goyal, 2006; Li and Wang, 2010)

ดังนั้น หากนักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผล และสามารถช่วยรักษาเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ได้ จะต้องซื้อหลักทรัพย์เมื่อราคาต่ำลงและขายหลักทรัพย์เมื่อราคาสูงขึ้น (Friedman, 1953) การซื้อของนักลงทุนสถาบันในช่วงที่ตลาดลงและการขายของนักลงทุนสถาบันในช่วงที่ตลาดขึ้นจึงถือเป็นสัญญาณของตลาดที่ดีในมุมมองของนักลงทุนรายย่อยที่มีข้อมูลน้อย โดยนักลงทุนรายย่อยจะซื้อขายตามการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน (Herd Behavior)¹⁵ ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์สะท้อนปัจจัยพื้นฐานใหม่นั้นเร็วขึ้น และทำให้ราคาหลักทรัพย์เป็นราคาที่อยู่ในระดับดุลยภาพหรือมีเสถียรภาพนั่นเอง ดังนั้น การซื้อของนักลงทุนสถาบันในช่วงที่ตลาดลงและการขายของนักลงทุนสถาบันในช่วงที่ตลาดขึ้นซึ่งแสดงถึงการเป็นนักลงทุนที่มี

เหตุมีผลจึงสามารถบรรเทาความผันผวนที่มากเกินไปให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมได้ (Avramov, Chordia and Goyal, 2006; Li and Wang, 2010)¹⁶

ในการทดสอบการเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผลของนักลงทุนสถาบัน งานวิจัยนี้อ้างอิงจาก Li และ Wang (2010) โดยแบ่งการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันในแต่ละวันเป็นวันที่ตลาดขึ้นและวันที่ตลาดลง¹⁷ ซึ่งขึ้นอยู่กับว่าผลตอบแทนรวมของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์เป็นบวกหรือไม่ โดยใช้ตัวแปรช่วงที่ตลาดขึ้นและลง ดังนี้

R_t^u ได้แก่ ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ซึ่งมีค่าเป็น 1 เมื่อผลตอบแทนรวมของราคาดัชนีรายวัน (R_t) ของวันที่ t มีค่ามากกว่าศูนย์ ซึ่งแสดงถึงตลาดขึ้น และมีค่าเป็น 0 เมื่อผลตอบแทนรวมของราคาดัชนีรายวันของวันที่ t มีค่าน้อยกว่าหรือเท่ากับศูนย์ และ R_t^d ได้แก่ ตัวแปรหุ่นซึ่งมีค่าเป็น 1 เมื่อผลตอบแทนรวมของราคา

¹⁵ การที่นักลงทุนรายย่อยซื้อขายตามการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันเป็นผลจากความเชื่อว่านักลงทุนสถาบันมีกระบวนการตัดสินใจลงทุนที่ดีกว่านักลงทุนรายย่อย ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความไม่เป็นผู้มีเหตุผลของนักลงทุนรายย่อย เนื่องจากหากนักลงทุนรายย่อยเป็นผู้มีเหตุผล นักลงทุนรายย่อยจะสามารถคิดและพิจารณาการลงทุนของตนเองได้โดยใช้หลักเหตุและผล เพื่อก่อให้เกิดความพึงพอใจสูงสุด (Maximize Utility) มากกว่าการใช้อิทธิพลจากภายนอกในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ (ชนัธมา คิวโกษธรรม และสรร พัวจันทร์ (2555))

¹⁶ เสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์จึงเป็นองค์ประกอบที่สำคัญของตลาดทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงที่เกิดวิกฤติ ซึ่งเป็นช่วงที่ตลาดลงเพราะนักลงทุนส่วนใหญ่จะปรับลดการลงทุนในตลาดทุนเกิดใหม่หรือกำลังพัฒนา ซึ่งมีความเสี่ยงสูงกว่าตลาดที่พัฒนาแล้ว จึงเกิดแรงเทขายจากนักลงทุนจำนวนมาก ทำให้ตลาดผันผวนมากขึ้น (กรกรณ์ ชีวะตระกูลพงษ์ และสมประวิณ มันประเสริฐ (2551)) ซึ่งความผันผวนที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วและมีขนาดใหญ่ จะส่งผลเสียในแง่ความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน และทำให้ตลาดสูญเสียบทบาทในการเป็นแหล่งระดมทุนและจัดสรรทรัพยากรทางการเงินที่เหมาะสม (จากบทความเรื่อง “ตลาดหลักทรัพย์กับการพัฒนาเศรษฐกิจไทย” โดย ดร.ศุภชัย ศรีสุชาติ อาจารย์ประจำคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์)

¹⁷ ช่วงเวลาที่ทำการศึกษาคั้งแต่วันที่ 27 เมษายน พ.ศ. 2547 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2555 นั้น ครอบคลุมทั้งช่วงที่ตลาดขึ้น เช่น เมื่อสิ้น พ.ศ. 2555 SET Index ปรับตัวเพิ่มขึ้น 35.76% จากสิ้นปี 2554 ซึ่งสูงที่สุด เมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ในเอเชีย และมีผลตอบแทนรวมจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย ณ สิ้นปี 2555 เมื่อเทียบกับสิ้นปี 2543 เพิ่มขึ้น 11.46 เท่า ซึ่งสูงเป็นอันดับสองรองจากอินโดนีเซีย (ข้อมูล: Bloomberg) และครอบคลุมช่วงที่ตลาดลง เช่น การเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินเมื่อ พ.ศ. 2551 (Sub-Prime Crisis) ซึ่งจุดสูงสุดของ SET Index ใน พ.ศ. 2551 เกิดขึ้นวันที่ 22 พ.ศ. 2551 อยู่ที่ 886.57 จุด และต่ำสุดเกิดขึ้นวันที่ 26 พ.ย. พ.ศ. 2551 อยู่ที่ 380.05 จุด นับจากจุดสูงสุด SET ลดลง 506.52 จุด หรือคิดเป็น 57%

ดัชนีรายวัน (R_t) ของวันที่ t มีค่าน้อยกว่าหรือเท่ากับศูนย์ ซึ่งแสดงถึงตลาดลง และมีค่าเป็น 0 เมื่อผลตอบแทนรวมของราคาดัชนีรายวันของวันที่ t มีค่ามากกว่าศูนย์ ทั้งนี้ R_t เท่ากับ $(TRI_t / TRI_{t-1}) - 1$ โดย TRI_t เท่ากับ ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET Total Return Index)¹⁸ ของวันที่ t

งานวิจัยนี้ศึกษาว่าความสัมพันธ์ระหว่างการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันกับความผันผวนของราคาดัชนี มีความแตกต่างกันหรือไม่ในวันที่ตลาดขึ้นและลง โดยใช้สมการถดถอยอนุกรมเวลาตาม Model 2a-2c ดังนี้

$$\text{Model 2a: Range}_t = \alpha_{0a} + \alpha_{1a}^u (\text{Buy}_t \times R_t^u) + \alpha_{1a}^d (\text{Buy}_t \times R_t^d) + \alpha_{2a} TV_t + \alpha_{3a} R_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\text{Model 2b: Range}_t = \alpha_{0b} + \alpha_{1b}^u (\text{Sell}_t \times R_t^u) + \alpha_{1b}^d (\text{Sell}_t \times R_t^d) + \alpha_{2b} TV_t + \alpha_{3b} R_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\text{Model 2c: Range}_t = \alpha_{0c} + \alpha_{1c}^u (\text{Imb}_t \times R_t^u) + \alpha_{1c}^d (\text{Imb}_t \times R_t^d) + \alpha_{2c} TV_t + \alpha_{3c} R_{t-1} + \varepsilon_t$$

หากแนวคิดในการร่างมาตรการที่ว่านักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผลซึ่งจะช่วยสร้างเสถียรภาพในตลาดได้นั้นเป็นแนวความคิดที่เหมาะสมในการใช้ร่างแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทย α_{1b}^u จะมีค่าเป็นลบ (Model 2b) ซึ่งหมายความว่าการขายของนักลงทุนสถาบันในช่วงที่ตลาดขึ้นช่วยลดความผันผวนที่ได้ และ α_{1a}^d จะมีค่าเป็นลบ ซึ่งหมายความว่า การซื้อของ

นักลงทุนสถาบันในช่วงที่ตลาดลงช่วยลดความผันผวนได้

4.2.3 พฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกัน (Herding) และการซื้อขายตามแนวโน้มของตลาด (Positive Feedback Trading)

นักลงทุนสถาบันอาจมีพฤติกรรมการลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนวโน้มตลาด ซึ่งพฤติกรรมดังกล่าวส่งผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (Nofsinger and Sias, 1999; Lakonishok et al., 1992) หากนักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผล และมีการซื้อขายบนข้อมูลตามแนวคิดที่ใช้ร่างแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทย พฤติกรรมดังกล่าวอาจไม่เป็นพฤติกรรมที่ทำให้ลายเสถียรภาพของราคา แต่กลับจะยิ่งเป็นการผลักดันให้ราคาเข้าสู่ปัจจัยพื้นฐานเร็วขึ้น ซึ่งเป็นการสนับสนุนแนวคิดของแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทย ในทางตรงกันข้าม หากนักลงทุนสถาบันไม่ได้เป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผล พฤติกรรมดังกล่าวจะเป็นอันตรายต่อเสถียรภาพของราคา และคณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทยอาจจะต้องทบทวนมาตรการในการสร้างเสถียรภาพด้วยการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบันใหม่

งานวิจัยนี้ทดสอบว่านักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมการลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนวโน้มของตลาดหรือไม่ โดยใช้วิธีการทดสอบในแนวทางเดียวกับ Nofsinger และ Sias (1999) และ Li และ Wang (2010) ตาม Model 3a-3c ดังนี้

¹⁸ ดัชนีผลตอบแทนรวม (SET total return index: SET TRI) เป็นเครื่องมือที่ใช้วัดผลตอบแทนทุกประเภทของการลงทุนในหลักทรัพย์ให้สะท้อนออกมาในค่าดัชนี ได้แก่ ผลตอบแทนที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าหลักทรัพย์ที่ลงทุน (Capital Gain/Loss) สิทธิในการจองซื้อหุ้น (Rights) และเงินปันผล (Dividends) โดยมีสมมติฐานเพิ่มเติมว่าเงินปันผลที่ได้รับนี้จะถูกนำไปลงทุนในหลักทรัพย์ด้วย (Re-Invest)

$$\text{Model 3a: Buy}_t = \beta_{0a} + \beta_{1a} R_t + \beta_{2a} R_{t-1} + \beta_{3a} TV_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\text{Model 3b: Sell}_t = \beta_{0b} + \beta_{1b} R_t + \beta_{2b} R_{t-1} + \beta_{3b} TV_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\text{Model 3c: Imb}_t = \beta_{0c} + \beta_{1c} R_t + \beta_{2c} R_{t-1} + \beta_{3c} TV_{t-1} + \varepsilon_t$$

β_{1a} ที่มีค่าเป็นบวก (Model 3a) และ β_{1b} ที่มีค่าเป็นลบ (Model 3b) บ่งบอกถึงพฤติกรรมการลงทุนตามกันหรือการซื้อขายตามแนวโน้มของตลาดในระหว่างวัน (Intraday Positive-feedback Trading) ของนักลงทุนสถาบัน และ β_{2a} ที่มีค่าเป็นบวก (ลบ) ของ Model 3a และ β_{2b} ที่มีค่าเป็นลบ (บวก) ของ Model 3b แสดงถึงพฤติกรรมการซื้อขายตาม (สวนทาง) แนวโน้มของตลาดในอดีตของนักลงทุนสถาบัน (Nofsinger and Sias, 1999; Chiao, Hung and Lee, 2011)

การซื้อขายตามแนวโน้มของตลาดถือเป็นพฤติกรรมที่ทำให้ราคาผันผวน เนื่องจากการซื้อ (ขาย) หลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มของอัตราผลตอบแทนในอดีตเพิ่มขึ้น (ลดลง) ซึ่งจะยิ่งเป็นการทำให้ราคาไม่เป็นที่ตามปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้น การศึกษานี้จึงพิจารณาแยกเป็นการซื้อและการขายในทำนองเดียวกับ Li และ Wang (2010) ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่ที่พิจารณาเพียงการซื้อขายสุทธิเท่านั้น

5. หลักฐานเชิงประจักษ์

5.1 สถิติเชิงพรรณนาและการวิเคราะห์สหสัมพันธ์

ตารางที่ 1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่างๆ โดยค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) ของช่วงห่างของราคาสูงสุดกับต่ำสุดระหว่างวัน ($Range_t$) เท่ากับ 0.0082 และ 0.0058 ตามลำดับ สำหรับสัดส่วนปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน (Buy_t) และสัดส่วนปริมาณการขายของนักลงทุนสถาบัน ($Sell_t$) มี

ค่าเฉลี่ย (ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน) เท่ากับ 0.3577 (0.0659) และ 0.3794 (0.0672) ตามลำดับ จะเห็นว่าค่าเฉลี่ยของสัดส่วนปริมาณการขายของนักลงทุนสถาบันมากกว่าค่าเฉลี่ยของสัดส่วนปริมาณการซื้อของนักลงทุนสถาบัน ดังนั้นสัดส่วนปริมาณการซื้อขายสุทธิจึงเป็นสัดส่วนการขายสุทธิซึ่งมีค่าเฉลี่ย (ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน) เท่ากับ -0.0217 (0.0999) นอกจากนี้ ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนรายวันของตลาด (R_t) ส่วนใหญ่มีค่าเป็นบวก กล่าวคือ ค่าเฉลี่ย (ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน) เท่ากับ 0.0006 (0.0140) และค่ามัธยฐาน (Median) เท่ากับ 0.0008 และปริมาณการซื้อขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ (TV_t) มีค่าเฉลี่ย (ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน) เท่ากับ 1,480.9 (907.3) ล้านหุ้น

ตารางที่ 2 แสดงการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ โดย $Range_t$ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ Buy_t แต่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ $Sell_t$ แสดงว่าความผันผวนของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ (บวก) กับสัดส่วนการซื้อ (ขาย) ของนักลงทุนสถาบัน และ $Range_t$ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ Imb_t ซึ่งเป็นหลักฐานเบื้องต้นที่แสดงว่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันช่วยรักษาเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์

Buy_t มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ R_t แต่ $Sell_t$ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ R_t เป็นหลักฐานเบื้องต้นที่บ่งบอกถึงพฤติกรรมซื้อขายตามแนวโน้มตลาดในวันนั้น (Intraday Positive Feedback Trading) ซึ่งเป็นการซื้อหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนวันนั้นเพิ่มขึ้นและขายหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนวันนั้นลดลง และ Imb_t มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ R_t เป็นหลักฐานเบื้องต้นที่แสดงว่านักลงทุนสถาบันมีการซื้อสุทธิซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนที่เกิดขึ้นวันนั้นหรือนักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมซื้อขายแบบลงทุนตามกัน นอกจากนี้ Buy_t มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ R_{t-1} แต่ $Sell_t$ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ R_{t-1} แสดงว่า สัดส่วนการซื้อ

ตารางที่ 1 สถิติเชิงพรรณนา

	Mean	SD	Median	99%	75%	25%	1%
Range _t	0.0082	0.0058	0.0068	0.0275	0.0098	0.0048	0.0027
Buy _t	0.3577	0.0659	0.3523	0.5102	0.4058	0.3087	0.2230
Sell _t	0.3794	0.0672	0.3743	0.5519	0.4246	0.3302	0.2455
Imb _t	-0.0217	0.0999	-0.0164	0.2120	0.0398	-0.0736	-0.3147
R _t	0.0006	0.0140	0.0008	0.0348	0.0080	-0.0059	-0.0349
TV _t	1,480.9	907.3	1,236.5	4,433.3	1,909.7	810.2	383.6

คำอธิบายตัวแปร

Range_t คือ ช่วงห่างของราคาสูงสุดกับต่ำสุดระหว่างวัน (Intraday High-Low Price Range) ของวันที่ t ซึ่ง

มีค่าเท่ากับ
$$\sqrt{\frac{(\ln \text{High}_t - \ln \text{Low}_t)^2}{4 \ln 2}}$$
 โดย High_t ได้แก่ ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ สูงสุด

ของวันที่ t และ Low_t ได้แก่ ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ ต่ำสุดของวันที่ t

Buy_t คือ สัดส่วนปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t

Sell_t คือ สัดส่วนปริมาณการขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t

Imb_t คือ สัดส่วนปริมาณการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t

R_t คือ (TRI_t/TRI_{t-1})-1 โดย TRI_t เท่ากับดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET Total Return Index) ของวันที่ t และ

TV_t คือ ปริมาณการซื้อขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t

และการซื้อขายสุทธิ (การขาย) ของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนในอดีตในทิศทางเดียวกัน (ตรงข้าม) กล่าวคือ นักลงทุนสถาบันซื้อหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตเพิ่มขึ้นและขายหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตลดลงอย่างชัดเจน ซึ่งหมายความว่านักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมซื้อขายตามแนวโน้มตลาด

ในอดีต และ Imb_t มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ R_{t-1} เป็นหลักฐานเบื้องต้นที่แสดงว่า นักลงทุนสถาบันมีการซื้อสุทธิซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนในอดีตหรือนักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมซื้อขายตามแนวโน้มตลาดในอดีต

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์

	Buy _t	Sell _t	Imb _t	R _t	R _{t-1}	TV _t	TV _{t-1}
Range _t	-0.1234*	0.1844*	-0.2054*	-0.2585*	-0.1915*	0.0467*	-0.0321
Buy _t		-0.1271*	0.7448*	0.2145*	0.1495*	-0.3522*	-0.3713*
Sell _t			-0.7566*	-0.2895*	-0.2387*	-0.4024*	-0.4031*
Imb _t				0.3362*	0.2591*	0.0386	0.0265
R _t					0.0099	0.0672*	0.0515*
R _{t-1}						0.0837*	0.0676*
TV _t							0.8079*

*นัยสำคัญ ณ ระดับ 0.05

คำอธิบายตัวแปร

Range_t คือ ช่วงห่างของราคาสูงสุดกับต่ำสุดระหว่างวัน (Intraday High-Low Price Range) ของวันที่ t ซึ่ง

มีค่าเท่ากับ $\sqrt{\frac{(\ln \text{High}_t - \ln \text{Low}_t)^2}{4 \ln 2}}$ โดย High_t ได้แก่ ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ สูงสุด

ของวันที่ t และ Low_t ได้แก่ ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ ต่ำสุดของวันที่ t

Buy_t คือ สัดส่วนปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t

Sell_t คือ สัดส่วนปริมาณการขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t

Imb_t คือ สัดส่วนปริมาณการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t

R_t คือ (TRI_t/TRI_{t-1})-1 โดย TRI_t เท่ากับดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET Total Return Index) ของวันที่ t และ

TV_t คือ ปริมาณการซื้อขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ในการรายงานหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ 3 ประเด็น โดยใช้แบบจำลองที่แตกต่างกัน กล่าวคือ แบบจำลองแรก (Model 1a-1c) เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์กับปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน เพื่อแสดงให้เห็นว่ามาตรการในแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทยที่ต้องการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบันในตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อช่วยรักษาเสถียรภาพของราคาดัชนี เป็นมาตรการในการสร้างเสถียรภาพที่เป็นผลสำเร็จหรือไม่

แบบจำลองที่สอง (Model 2a-2c) เป็นการศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายบนข้อมูลกับการซื้อขายที่ไม่อ้างอิงปัจจัยพื้นฐานของนักลงทุนสถาบัน เพื่อทดสอบความถูกต้องของแนวคิดที่นำมาใช้ร่างมาตรการการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบันของคณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทยที่ว่านักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีข้อมูลและซื้อขายบนข้อมูล ซึ่งการซื้อขายเช่นนี้จะช่วยสร้างเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ได้ ซึ่งต่างจากนักลงทุนรายย่อยที่มีพฤติกรรมการซื้อขายที่ไม่อ้างอิงปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งจะเป็นการทำลายเสถียรภาพของราคา

แบบจำลองที่สาม (Model 3a-3c) เป็นการศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนวโน้มตลาดของนักลงทุนสถาบัน เพื่อทดสอบความเหมาะสมของแนวคิดที่นำมาใช้ร่างมาตรการดังกล่าวเช่นกัน โดยผลการศึกษาจากแบบจำลองที่สามจะสัมพันธ์กับผลการศึกษาในแบบจำลองที่สองด้วย กล่าวคือ หากนักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผลและมีการซื้อขายบนข้อมูลตามแนวคิดที่ใช้ร่างแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทย พฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนวโน้มตลาดของนักลงทุนสถาบันก็จะไม่ทำลายเสถียรภาพของราคา แต่จะผลักดันให้ราคาเข้าสู่ปัจจัยพื้นฐานเร็วขึ้น ซึ่งสร้างเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม หากนักลงทุนสถาบันไม่ได้เป็น

นักลงทุนที่มีเหตุมีผล พฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนวโน้มตลาดของนักลงทุนสถาบันก็จะเป็นอันตรายต่อเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์

การทดสอบความสัมพันธ์ในแบบจำลองข้างต้น เริ่มจากการทดสอบว่าข้อมูลมีลักษณะนิ่งหรือไม่ (Unit Roots Test) และมีอันดับความสัมพันธ์อยู่ระดับใด โดยจะใช้วิธี Augmented Dickey-Fuller Test (ADF Test) ในการทดสอบ จากนั้นจะตรวจสอบว่าข้อมูลมีปัญหาค่าความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroskedasticity) และปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน (Serial Correlation) หรือไม่ โดยการทดสอบปัญหา Heteroskedasticity ใช้วิธี White's Test และการทดสอบปัญหา Serial Correlation ใช้วิธี Breusch-Godfrey Serial Correlation Lagrange Multiplier Test หากข้อมูลมีทั้งปัญหา Heteroskedasticity และปัญหา Serial Correlation การประมาณค่าความสัมพันธ์ในแบบจำลองจะใช้วิธีกำลังสองน้อยสุด (Ordinary Least Squares หรือ OLS) ซึ่งปรับค่า Standard Error โดยวิธี Heteroskedasticity Consistent Coefficient Covariance ของ Newey-West หากข้อมูลมีเพียงปัญหา Serial Correlation เท่านั้น การประเมินค่าความสัมพันธ์ในแบบจำลองจะใช้วิธี The Cochrane-Orcutt Iterative ซึ่งผนวกตัวแบบกระบวนการอัตโนมัติสัมพันธ์อันดับ 1 (First Order Autoregressive Model หรือ AR(1)) ในแบบจำลองด้วย ซึ่งจะบรรเทาปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อนได้

5.2 ความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์กับการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน

ผลการทดสอบความนิ่งของตัวแปร (Unit Roots Test) ที่ Level หรือ Order of Integration เท่ากับ 0 หรือ I(0) ของตัวแปรอนุกรมเวลาทั้งหมดใน Model 1a-1c พบว่า ตัวแปรทั้งหมดมีลักษณะนิ่งที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 (ดูภาคผนวก ก) นอกจากนี้ ผลการทดสอบค่าความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroskedasticity) และ

สหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน (Serial Correlation) พบว่า Model 1a-1c มีทั้งปัญหา Heteroskedasticity และปัญหา Serial Correlation (ดูภาคผนวก ข) ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงประมาณค่าความสัมพันธ์ของ Model 1a-1c โดยวิธี Heteroskedasticity Consistent Coefficient Covariance ของ Newey-West

จากตารางที่ 3 พบว่า α_{1a} มีค่าเป็นลบ (Model 1a) ในขณะที่ α_{1b} มีค่าเป็นบวก (Model 1b) แสดงว่าความผันผวนของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ (บวก) กับสัดส่วนการซื้อ (ขาย) ของนักลงทุนสถาบัน ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าการซื้อของนักลงทุนสถาบันเกิดจากการตัดสินใจซื้อจากการวิเคราะห์ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์นั้นๆ ซึ่งตรงกันข้ามกับการขายของนักลงทุนสถาบันที่มักเกิดจากการรักษาสภาพคล่องของนักลงทุนสถาบันอันเป็นผลจากการขายคืนกองทุนมีจำนวนเงินมากกว่าการซื้อกองทุนและความต้องการหลีกเลี่ยงการรับรู้ผลขาดทุนที่เป็นตัวเงิน (Disposition Effect) หรือด้วยเหตุผลทางภาษีซึ่งเป็นการตัดสินใจโดยไม่คำนึงถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นั้น (Scholes, 1972; Kraus and Stoll 1972; Chan and Lakonishok, 1993 and Keswani and Stolin, 2008) โดยเฉพาะตลาดหุ้นที่มีข้อจำกัดในการซื้อขายที่บังคับใช้กับนักลงทุนก็จะมีส่งผลให้นักลงทุนมีความกดดันด้านสภาพคล่องมากขึ้น เช่น การห้ามหรือการจำกัดการขายชอร์ต (Short Selling) (Kraus and Stoll, 1972; Almazan, Brown, Carlson and Chapman, 2004) ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการจำกัดการขายชอร์ตของนักลงทุนสำหรับหลักทรัพย์บางประเภท จึงอาจจะยิ่งเป็นการเพิ่มแรงกดดันด้านสภาพคล่องของนักลงทุน รวมทั้งนักลงทุนสถาบันด้วย ทำให้นักลงทุนสถาบันตัดสินใจขายโดยไม่ได้คำนึงถึงข้อมูลพื้นฐานของหลักทรัพย์นั้น เพื่อรักษาสภาพคล่องของตนไว้ นอกจากนี้ นักลงทุนสถาบันอาจเลือกที่จะถือครองเงินสดมากกว่าการซื้อหุ้นที่นักลงทุนสถาบันไม่ทราบข้อมูลเกี่ยวกับหุ้นนั้นๆ (Saar, 2001) ทำให้มีการ

ศึกษาที่พบว่า การซื้อของกองทุนซึ่งเป็นนักลงทุนสถาบันประเภทหนึ่งเป็นการลงทุนที่ชาญฉลาด (Smart Money Effect) มากกว่าการขาย (Keswani and Stolin, 2008) ดังนั้น หากนักลงทุนสถาบันไม่มีข้อมูลก็จะขายหุ้นนั้นออกไปเพื่อเลือกถือครองเงินสดแทน ด้วยเหตุผลของการซื้อขายดังกล่าว การซื้อและขายของนักลงทุนสถาบันจึงส่งผลกระทบต่อราคาที่ไม่สมมาตรกัน (Asymmetric Price Response Effect)

ดังนั้น การซื้อของนักลงทุนสถาบันจึงเป็นการลดความผันผวนหรือช่วยสร้างเสถียรภาพของราคา ในขณะที่การขายของนักลงทุนสถาบันเป็นการเพิ่มความผันผวนหรือทำลายเสถียรภาพของราคา แต่สุดท้ายแล้วจากผลการศึกษาในส่วนของปริมาณการซื้อขายสุทธิพบว่า α_{1c} มีค่าเป็นลบ (Model 1c) แสดงว่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันช่วยรักษาเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งอาจกล่าวได้ว่ามาตรการการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบันในตลาดหลักทรัพย์เพื่อสร้างเสถียรภาพในตลาดที่กำหนดไว้ในแผนแม่บทพัฒนาตลาดหุ้นไทยนั้น เป็นแนวทางในการสร้างเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ที่ประสบผลสำเร็จ

5.3 พฤติกรรมการซื้อขายบนข้อมูล (Information-based Trading) กับการซื้อขายที่ไม่อ้างอิงปัจจัยพื้นฐาน (Noise Trading)

ผลการทดสอบ Unit Roots Test ที่ Level หรือ Order of Integration เท่ากับ 0 หรือ I(0) ของตัวแปรอนุกรมเวลาทั้งหมดใน Model 2a-2c พบว่า ตัวแปรทั้งหมดมีลักษณะหนึ่งที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 (ดูภาคผนวก ก) นอกจากนี้ ผลการทดสอบค่าความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroskedasticity) และสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน (Serial Correlation) พบว่า Model 2a-2c มีทั้งปัญหา Heteroskedasticity และปัญหา Serial Correlation (ดูภาคผนวก ข) ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงประมาณค่าความสัมพันธ์ของ Model 2a-2c โดยวิธี Heteroskedasticity Consistent Coefficient Covariance ของ Newey-West

ตารางที่ 3 ความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์กับการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน (ค่าในวงเล็บในตารางคือค่า t-statistics)

$$\text{Model 1a: Range}_t = \alpha_{0a} + \alpha_{1a}\text{Buy}_t + \alpha_{2a}\text{TV}_t + \varepsilon_t$$

$$\text{Model 1b: Range}_t = \alpha_{0b} + \alpha_{1b}\text{Sell}_t + \alpha_{2b}\text{TV}_t + \varepsilon_t$$

$$\text{Model 1c: Range}_t = \alpha_{0c} + \alpha_{1c}\text{Imb}_t + \alpha_{2c}\text{TV}_t + \varepsilon_t$$

	Model 1a	Model 1b	Model 1c
ค่าคงที่	0.0121* (8.87)	-0.0011 (-0.43)	0.0075* (14.89)
Buy _t	-0.0108* (-3.81)		
Sell _t		0.0210* (3.85)	
Imb _t			-0.0121* (-4.84)
TV _t	2.35/10 ⁷ (0.07)	9.25/10 ⁷ (1.96)	3.51/10 ⁷ (0.99)

*นัยสำคัญ ณ ระดับ 0.05

คำอธิบายตัวแปร

Range_t คือ ช่วงห่างของราคาสูงสุดกับต่ำสุดระหว่างวัน (Intraday High-Low Price Range) ของวันที่ t ซึ่ง

มีค่าเท่ากับ $\sqrt{\frac{(\ln \text{High}_t - \ln \text{Low}_t)^2}{4 \ln 2}}$ โดย High_t ได้แก่ ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ สูงสุด

ของวันที่ t และ Low_t ได้แก่ ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ต่ำสุดของวันที่ t

Buy_t คือ สัดส่วนปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อและขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ t

Sell_t คือ สัดส่วนปริมาณการขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อและขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ t

Imb_t คือ สัดส่วนปริมาณการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อและขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ t และ

TV_t คือ ปริมาณการซื้อและขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ t

ตารางที่ 4 พฤติกรรมการซื้อขายบนข้อมูลกับการซื้อขายที่ไม่อ้างอิงปัจจัยพื้นฐาน (ค่าในวงเล็บในตารางคือค่า t-statistics)

$$\text{Model 2a: Range}_t = \alpha_{0a} + \alpha_{1a}^u (\text{Buy}_t \times R_t^u) + \alpha_{1a}^d (\text{Buy}_t \times R_t^d) + \alpha_{2a} \text{TV}_t + \alpha_{3a} R_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\text{Model 2b: Range}_t = \alpha_{0b} + \alpha_{1b}^u (\text{Sell}_t \times R_t^u) + \alpha_{1b}^d (\text{Sell}_t \times R_t^d) + \alpha_{2b} \text{TV}_t + \alpha_{3b} R_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\text{Model 2c: Range}_t = \alpha_{0c} + \alpha_{1c}^u (\text{Imb}_t \times R_t^u) + \alpha_{1c}^d (\text{Imb}_t \times R_t^d) + \alpha_{2c} \text{TV}_t + \alpha_{3c} R_{t-1} + \varepsilon_t$$

	Model 2a	Model 2b	Model 2c
ค่าคงที่	0.0098* (7.23)	0.0012 (0.53)	0.0073* (14.29)
Buy _t * R _t ^u	-0.0074* (-2.78)		
Buy _t * R _t ^d	-0.0035 (-1.21)		
Sell _t * R _t ^u		0.0133* (2.90)	
Sell _t * R _t ^d		0.1712* (3.63)	
Imb _t * R _t ^u			-0.0019 (-1.09)
Imb _t * R _t ^d			-0.0171* (-4.64)
TV _t	3.29/10 ⁷ (0.87)	9.11/10 ⁷ (2.03)	4.37/10 ⁷ (1.27)
R _{t-1}	-0.0770* (-3.29)	-0.0665* (-3.18)	-0.0643* (-2.99)

*นัยสำคัญ ณ ระดับ 0.05

คำอธิบายตัวแปร

Range_t คือ ช่วงห่างของราคาสูงสุดกับต่ำสุดระหว่างวัน (Intraday High-Low Price Range) ของวันที่ t

ซึ่งมีค่าเท่ากับ $\sqrt{\frac{(\ln \text{High}_t - \ln \text{Low}_t)^2}{4 \ln 2}}$ โดย High_t ได้แก่ ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ สูงสุด

ของวันที่ t และ Low_t ได้แก่ ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ ต่ำสุดของวันที่ t

Buy _t	คือ	สัดส่วนปริมาณการซื้อของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการซื้อของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หักปริมาณการซื้อและขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t
Sell _t	คือ	สัดส่วนปริมาณการขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หักปริมาณการซื้อและขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t
Imb _t	คือ	สัดส่วนปริมาณการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หักปริมาณการซื้อและขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t
TV _t	คือ	ปริมาณการซื้อและขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t
Ru _t	คือ	ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ซึ่งมีค่าเป็น 1 เมื่อผลตอบแทนรวมของราคาดัชนีรายวัน (R _t) ของวันที่ t มีค่ามากกว่าศูนย์ ซึ่งแสดงถึงตลาดขึ้น และมีค่าเป็น 0 เมื่อผลตอบแทนรวมของราคาดัชนีรายวันของวันที่ t มีค่าน้อยกว่าหรือเท่ากับศูนย์ ทั้งนี้ R _t เท่ากับ (TRI _t /TRI _{t-1})-1 โดย TRI _t เท่ากับดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET Total Return Index) ของวันที่ t และ
R ^d _t	คือ	ตัวแปรหุ่นซึ่งมีค่าเป็น 1 เมื่อผลตอบแทนรวมของราคาดัชนีรายวัน (R _t) ของวันที่ t มีค่าน้อยกว่าหรือเท่ากับศูนย์ ซึ่งแสดงถึงตลาดลง และมีค่าเป็น 0 เมื่อผลตอบแทนรวมของราคาดัชนีรายวันของวันที่ t มีค่ามากกว่าศูนย์

จากตารางที่ 4 พบว่า α_{1a}^u มีค่าเป็นลบ ในขณะที่ α_{1a}^d ไม่มีนัยสำคัญ (Model 2a) แสดงว่าความผันผวนของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์สัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการซื้อของนักลงทุนสถาบันในวันที่ตลาดขึ้น ในขณะที่ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญในวันที่ตลาดลง ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าการซื้อของนักลงทุนสถาบันไม่ได้มีบทบาทในการช่วยลดความผันผวนหรือรักษาเสถียรภาพในวันที่ตลาดลงอย่างชัดเจน ซึ่งอาจเป็นเพราะนักลงทุนสถาบันสามารถรับความเสี่ยงที่จะเกิดผลตอบแทนด้านลบหรือต่ำกว่าที่กำหนด (Downside Risk) ได้น้อยกว่านักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบันจึงซื้อหุ้นในช่วงตลาดลงน้อยลง (Christophe and Hany, 2003) บทบาทในการสร้างเสถียรภาพโดยนักลงทุนสถาบันในช่วงตลาดลงจึงไม่ชัดเจน ในขณะที่ช่วงที่ตลาดขึ้น นักลงทุนสถาบันมีโอกาสที่จะได้ผลตอบแทนสูงขึ้น จึงซื้อในช่วงที่ตลาดขึ้นมากกว่าในช่วงที่ตลาดลง และนักลงทุนรายย่อยอาจไม่ได้มีพฤติกรรมการซื้อขายตามนักลงทุนสถาบันในวันที่ตลาดลง ทำให้แรงซื้อจากนักลงทุนสถาบันเพียงประเภทเดียวไม่เพียงพอที่จะลดความ

ผันผวนได้อย่างชัดเจน ทั้งหมดนี้จึงอาจจะเป็นข้อจำกัดหนึ่งที่ทำให้ผลการศึกษานี้ไม่สอดคล้องกับแนวคิดของ Friedman (1953) ที่ว่า หากนักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผล จะต้องเป็นนักลงทุนที่ซื้อเมื่อตลาดลง ซึ่งจะช่วยลดความผันผวนหรือรักษาเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ได้ แต่ด้วยข้อจำกัดดังกล่าว จึงอาจทำให้ผลการศึกษานี้กลับพบว่า การซื้อของนักลงทุนสถาบันมีบทบาทในการสร้างเสถียรภาพในวันที่ตลาดขึ้นอย่างเห็นได้ชัดเจนมากกว่า

สำหรับผลการศึกษาเกี่ยวกับการขายของนักลงทุนสถาบัน พบว่า α_{1b}^u และ α_{1b}^d มีค่าเป็นบวก (Model 2b) แสดงว่าการขายของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์กับความผันผวนในทิศทางเดียวกัน ทั้งในช่วงที่ตลาดขึ้นและตลาดลงอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าการขายของนักลงทุนสถาบันทำให้ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ผันผวนมากขึ้น หรือทำให้ราคาไม่มีเสถียรภาพ เมื่อพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ จะเห็นว่าค่าสัมประสิทธิ์ของวันที่ตลาดลง (0.1712) มากกว่าวันที่ตลาดขึ้น (0.0133) ซึ่งหมายความว่าการขายในวันที่

ตลาดลงทำลายเสถียรภาพมากกว่าการขายในวันที่ตลาดขึ้น โดยสามารถอธิบายได้เช่นเดียวกับการทดสอบความผันผวนของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ กับการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน กล่าวคือ การขายมักเกิดจากการขาดสภาพคล่องของนักลงทุน ซึ่งเป็นการตัดสินใจที่ไม่ได้อยู่บนข้อมูลหรือปัจจัยพื้นฐานที่แท้จริงของหลักทรัพย์ จึงเป็นการทำลายเสถียรภาพ และไม่เป็นที่ไปตามลักษณะของนักลงทุนที่มีเหตุผลดังที่ Friedman (1953) ได้กล่าวไว้ อีกทั้งช่วงเวลาที่เกิดขึ้นมีช่วงที่เกิดวิกฤตซับไพรม์ (พ.ศ. 2551) และวิกฤตหนี้ยุโรป (พ.ศ. 2554) ซึ่งเป็นช่วงที่ตลาดลง ทำให้นักลงทุนได้รับแรงกดดันจากการขาดสภาพคล่องมากขึ้น ผลกระทบจากการขายต่อความผันผวนในช่วงที่ตลาดลงจึงรุนแรงกว่าในช่วงที่ตลาดขึ้น

เมื่อพิจารณาซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบัน พบว่า α_{1c}^u ไม่มีนัยสำคัญ ในขณะที่ α_{1c}^d มีค่าเป็นลบ (Model 2c) สาเหตุที่ความสัมพันธ์ในวันที่ตลาดขึ้นไม่มีนัยสำคัญ อาจเป็นเพราะนักลงทุนสถาบันมีแรงขายมากกว่าที่การซื้อจะหักล้างได้ ทั้งๆ ที่อยู่ในช่วงตลาดขึ้น ซึ่งไม่น่าจะมีความกดดันด้านสภาพคล่องมากนัก ดังนั้น นักลงทุนสถาบันอาจมีเหตุผลอื่นที่ทำให้ตัดสินใจขาย นอกเหนือจากการขาดสภาพคล่อง สำหรับในวันที่ตลาดลง การซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับความผันผวนของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งหมายความว่าในวันที่ตลาดลง แม้จะมีแรงขายจากนักลงทุนสถาบันที่ทำให้เกิดความผันผวน แต่ท้ายที่สุดแล้ว นักลงทุนสถาบันจะมีการซื้อสุทธิ ซึ่งช่วยบรรเทาความผันผวนที่มากขึ้นไปในช่วงที่ตลาดลงได้ ทั้งๆ ที่นักลงทุนสถาบันน่าจะมีความกดดันจากสภาพคล่องในช่วงตลาดลงมากกว่าตลาดขึ้น เช่น ในช่วงที่เกิดวิกฤติทางการเงิน ซึ่งช่วงเวลาที่เก็บ

ข้อมูลนี้มีช่วงที่เกิดวิกฤตซับไพรม์ (พ.ศ. 2551) และวิกฤตหนี้ยุโรป (พ.ศ. 2554) ซึ่งเป็นช่วงที่ตลาดลงอย่างรุนแรง แรงขายของนักลงทุนสถาบันในช่วงนี้จึงน่าจะรุนแรงเกินกว่าที่แรงซื้อจะหักล้างได้ ดังนั้น การตัดสินใจขายของนักลงทุนสถาบันอาจเกิดจากสาเหตุอื่นที่ไม่ได้อ้างอิงปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ นอกเหนือจากการขาดสภาพคล่อง เช่น นักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมในการหลีกเลี่ยงความเสียหายและเสาะหาความภาคภูมิใจหรือที่เรียกว่า Disposition Effect (Keswani and Stolin, 2008) ทำให้นักลงทุนสถาบันขายทำกำไรมากกว่าขายขาดทุน เพราะการขายหุ้นที่ทำกำไรได้ เป็นเหมือนการยืนยันว่าสิ่งที่ตัดสินใจทำลงไปนั้นถูกต้องและประสบความสำเร็จนำมาซึ่งความภาคภูมิใจ¹⁹

ดังนั้น เมื่อวิเคราะห์ผลการประมาณค่าความสัมพันธ์ข้างต้นตามกับแนวคิดของ Friedman (1953) แล้วจึงยังไม่สามารถสรุปได้อย่างแน่ชัดว่านักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุผลมีผลจริง เนื่องจากผลการศึกษาพบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่แน่ชัดเฉพาะในวันที่ตลาดลงว่านักลงทุนสถาบันมีการซื้อสุทธิซึ่งช่วยรักษาเสถียรภาพของราคาได้ แต่ไม่พบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่แน่ชัดว่าในวันที่ตลาดขึ้นว่านักลงทุนสถาบันจะมีการขายสุทธิซึ่งช่วยลดความผันผวนที่จะแสดงได้ว่านักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุผล อีกทั้งผลการศึกษานี้ยังขัดแย้งกับ Lipson and Puckett (2007) ที่พบว่าการซื้อขายในทิศทางที่สวนกับการเคลื่อนไหวของตลาดจะสร้างเสถียรภาพได้ เนื่องจากการศึกษานี้ พบว่าการซื้อในวันที่ตลาดขึ้นหรือในทิศทางเดียวกับตลาดนั้นเป็นการลดความผันผวนได้ อย่างไรก็ตาม นักลงทุนสถาบันก็ยังมีบทบาทในการสร้างเสถียรภาพได้ ดังผลการศึกษาที่พบในการทดสอบที่ผ่านมามีเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์กับการซื้อขายของนักลงทุนสถาบัน

¹⁹ จากบทความ Value Way เขียนโดยประภาคาร ภราดรภิบาล ตีพิมพ์ในหนังสือพิมพ์กรุงเทพธุรกิจ Bizweek ฉบับวันที่ 3 ธันวาคม พ.ศ. 2555

ตารางที่ 5 พฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนวโน้มของตลาด (ค่าในวงเล็บในตารางคือค่า t-statistics)

$$\text{Model 3a: Buy}_t = \beta_{0a} + \beta_{1a} R_t + \beta_{2a} R_{t-1} + \beta_{3a} TV_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\text{Model 3b: Sell}_t = \beta_{0b} + \beta_{1b} R_t + \beta_{2b} R_{t-1} + \beta_{3b} TV_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\text{Model 3c: Imb}_t = \beta_{0c} + \beta_{1c} R_t + \beta_{2c} R_{t-1} + \beta_{3c} TV_{t-1} + \varepsilon_t$$

	Model 3a	Model 3b	Model 3c
ค่าคงที่	0.3991* (84.32)	0.4220* (92.58)	-0.0244* (-4.80)
R_t	1.0986* (12.19)	-1.2891* (-14.36)	2.1611* (16.62)
R_{t-1}	0.8203* (7.80)	-1.0109* (-10.25)	1.6034* (12.36)
TV_{t-1}	-2.88/10 ⁵ * (-12.04)	2.78/10 ⁵ * (-9.52)	2.72/10 ⁷ (0.10)

*นัยสำคัญ ณ ระดับ 0.05

คำอธิบายตัวแปร

Buy _t	คือ	สัดส่วนปริมาณการซื้อของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการซื้อของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อและขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ t
Sell _t	คือ	สัดส่วนปริมาณการขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อและขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ t
Imb _t	คือ	สัดส่วนปริมาณการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อและขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ t
R _t	คือ	(TRI _t /TRI _{t-1}) - 1 โดย TRI _t เท่ากับดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET Total Return Index) ของวันที่ t และ
TV _t	คือ	ปริมาณการซื้อและขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ t

5.4 พฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกัน (Herding) และการซื้อขายตามแนวโน้มของตลาด (Positive Feedback)

ผลการทดสอบ Unit Roots Test ที่ Level หรือ Order of Integration เท่ากับ 0 หรือ I(0) ของตัวแปรอนุกรมเวลาทั้งหมดใน Model 3a-3c พบว่าตัวแปรทั้งหมดมีลักษณะหนึ่งที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 (ดูภาคผนวก ก) นอกจากนี้ผลการทดสอบค่าความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroskedasticity) และสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน (Serial Correlation) พบว่า Model 3a และ 3b มีทั้งปัญหา Heteroskedasticity และปัญหา Serial Correlation ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงประมาณค่าความสัมพันธ์ของ Model 3a และ 3b โดยวิธี Heteroskedasticity Consistent Coefficient Covariance ของ Newey-West ในขณะที่ Model 3c มีเพียงปัญหา Serial Correlation เท่านั้น ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงประมาณค่าความสัมพันธ์ของ Model 3c โดยวิธี The Cochrane-Orcutt Iterative (ดูภาคผนวก ข)

จากตารางที่ 5 พบว่า β_{1a} มีค่าเป็นบวก (Model 3a) ในขณะที่ β_{1b} มีค่าเป็นลบ (Model 3b) บ่งบอกว่าถึงพฤติกรรมการซื้อขายตามแนวโน้มตลาดในวันนั้น (Intraday Positive Feedback Trading) ซึ่งเป็นการซื้อหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนวันนั้นเพิ่มขึ้นและขายหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนวันนั้นลดลง ซึ่ง Nofsinger และ Sias (1999) ระบุว่า การซื้อขายเช่นนี้แสดงถึงพฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกัน อย่างไรก็ตาม พฤติกรรมนี้ไม่ได้ก่อให้เกิดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ แต่กลับช่วยรักษาเสถียรภาพของราคาในตลาดหลักทรัพย์ฯ (จากผลการทดสอบสำหรับ Model 1a-1c) ซึ่งสอดคล้องกับ นคร เหลืองรวงทอง (2542) ที่พบว่า นักลงทุนสถาบันประเภทกองทุนรวมมีพฤติกรรมการลงทุนตามกัน แต่ไม่ได้เป็นการผลักดันให้ราคาขึ้นลงผันผวนแต่อย่างใด และผลการศึกษาวิจัยสอดคล้องกับ

Li และ Wang (2010) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์สำหรับในตลาดหุ้นจีนและพบว่า นักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกันเช่นกัน นอกจากนี้ ผลการศึกษาสำหรับการซื้อขายสุทธิยังสนับสนุนข้อสรุปดังกล่าวด้วย กล่าวคือ β_{1c} มีค่าเป็นบวก (Model 3c) แสดงว่า นักลงทุนสถาบันมีการซื้อสุทธิซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนที่เกิดขึ้นวันนั้นหรือนักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกันนั่นเอง

จากตารางที่ 5 พบว่า พบว่า β_{2a} มีค่าเป็นบวก (Model 3a) ในขณะที่ β_{2b} มีค่าเป็นลบ (Model 3b) แสดงว่าสัดส่วนการซื้อและการซื้อขายสุทธิ (การขาย) ของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนในอดีตในทิศทางเดียวกัน (ตรงข้าม) กล่าวคือ นักลงทุนสถาบันซื้อหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตเพิ่มขึ้นและขายหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตลดลงอย่างชัดเจน ซึ่งหมายความว่า นักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมการซื้อขายตามแนวโน้มตลาดในอดีต ดังนั้น สามารถสรุปผลโดยอ้างอิงจาก Nofsinger และ Sias (1999) ได้ว่าสำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมการซื้อขายตามแนวโน้มของตลาดในอดีต แต่พฤติกรรมนี้ไม่ได้ก่อให้เกิดความผันผวนของราคา แต่กลับช่วยรักษาเสถียรภาพของราคาในตลาดหลักทรัพย์ฯ (จากผลการทดสอบสำหรับ Model 1a-1c)

ผลการศึกษาสำหรับการซื้อขายสุทธิยังสนับสนุนข้อสรุปดังกล่าวด้วย กล่าวคือ β_{2c} มีค่าเป็นบวก (Model 3c) แสดงว่า นักลงทุนสถาบันมีการซื้อสุทธิซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนในอดีต หรือนักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมการซื้อขายตามแนวโน้มตลาดในอดีตนั่นเอง

งานวิจัยนี้ซึ่งศึกษากรณีของตลาดหุ้นไทยและ Li และ Wang (2010) ซึ่งศึกษากรณีของตลาดหุ้นจีนได้ข้อสรุปที่สอดคล้องกันว่า นักลงทุนสถาบันช่วยรักษา

เสถียรภาพของราคาในตลาดทุนได้ โดยการที่พฤติกรรม การซื้อขายแบบลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนว โนมัมของตลาดไม่เป็นอันตรายต่อเสถียรภาพของราคา หลักทรัพย์ อาจเป็นเพราะนักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุน ที่มีข้อมูลมากและซื้อขายอย่างมีเหตุมีผล การลงทุนตาม กันของนักลงทุนสถาบันจึงเป็นการปรับให้ราคาสะท้อน ปัจจัยพื้นฐานใหม่นั้นเร็วขึ้น และทำให้ราคาดังกล่าวเป็น ราคาที่อยู่ในระดับดุลยภาพหรือมีเสถียรภาพนั่นเอง และ การซื้อขายตามแนวโนมัมตลาดจะเป็นการทำลายเสถียรภาพ ของราคาหลักทรัพย์นั้นก็ต่อเมื่อนักลงทุนสถาบันซื้อขาย ตามกระแสตลาดกันเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะการซื้อ หุ้นที่ราคาสูงเกินไปและขายหุ้นที่ราคาต่ำเกินไปทั้ง เพราะ ยังเป็นการทำให้ราคาเบี่ยงเบนออกจากปัจจัยพื้นฐาน แต่ ผลการศึกษานี้พบว่า พฤติกรรมนี้ไม่ได้เป็นการทำลาย เสถียรภาพ ดังนั้น อาจเป็นเพราะว่าการซื้อขายนี้เป็นการ ซื้อขายเฉพาะหุ้นที่ตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารน้อยเกินไป อยู่แล้ว การซื้อขายดังกล่าวจึงช่วยให้ราคาเข้าสู่ปัจจัย พื้นฐานเร็วขึ้นซึ่งเป็นระดับที่มีเสถียรภาพนั่นเอง (Lakonishok et al. (1992))

6. บทสรุป

การศึกษานักลงทุนสถาบันมีบทบาทในการสร้าง หรือรักษาเสถียรภาพของราคาในตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ นั้น มีวัตถุประสงค์เพื่อพิสูจน์ว่าแนวคิดการพัฒนา ตลาดทุนไทยที่มุ่งเน้นการเพิ่มสัดส่วนและบทบาทของ นักลงทุนสถาบันในตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อจะทำให้ราคา หลักทรัพย์มีเสถียรภาพเป็นแนวคิดที่ถูกต้องมากน้อย เพียงใด งานวิจัยนี้พิจารณาความมีเสถียรภาพของราคา หลักทรัพย์จากความผันผวนของราคาดัชนีตลาด หลักทรัพย์ และพิจารณาบทบาทของนักลงทุนสถาบันใน การสร้างเสถียรภาพของราคาจากปริมาณการซื้อขาย และการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบัน นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ยังทดสอบแนวคิดที่นำมาใช้เป็นเหตุผลในการ

กำหนดมาตรการการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบันใน แผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทยที่ว่านักลงทุนสถาบันเป็น นักลงทุนที่มีเหตุมีผลและซื้อขายบนข้อมูล คณะ กรรมการพัฒนาตลาดทุนไทยจึงคาดว่านักลงทุนสถาบัน จะสามารถช่วยรักษาเสถียรภาพของราคาในตลาด หลักทรัพย์ฯ รวมไปถึงการศึกษาว่านักลงทุนสถาบันมี พฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกันและการซื้อขาย ตามแนวโนมัมตลาดหรือไม่ ซึ่งพฤติกรรมดังกล่าวจะ สันับสนุนเหตุผลที่ใช้ร่างแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทย หากพบว่านักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผลจริง พฤติกรรมดังกล่าวจะยิ่งเป็นการผลักดันให้ราคาสะท้อน ปัจจัยพื้นฐานใหม่นั้นเร็วขึ้น และทำให้ราคาหลักทรัพย์ เป็นราคาที่อยู่ในระดับดุลยภาพหรือมีเสถียรภาพ ใน ทางตรงกันข้าม หากพบว่านักลงทุนสถาบันไม่ได้เป็น นักลงทุนที่มีเหตุมีผล พฤติกรรมดังกล่าวจะเป็นอันตราย ต่อเสถียรภาพของราคา โดยผลการศึกษานี้จะช่วยใน การดำเนินนโยบายเกี่ยวกับตลาดทุนได้อย่างมี ประสิทธิภาพมากขึ้น

งานวิจัยนี้พบว่า ความผันผวนของดัชนีราคาตลาด หลักทรัพย์สัมพันธ์ในเชิงลบกับสัดส่วนการซื้อของ นักลงทุนสถาบันอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ การซื้อของ นักลงทุนสถาบันจะช่วยลดความผันผวนของราคา ตรงข้ามกับการขายของนักลงทุนสถาบันที่สัมพันธ์ใน ทิศทางเดียวกันกับความผันผวนของดัชนีราคา ตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ การขายของ นักลงทุนสถาบันทำให้ความผันผวนของราคาเพิ่มขึ้น การซื้อของนักลงทุนสถาบันนั้นเกิดจากการได้รับข้อมูลที่ เกี่ยวข้องกับปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์นั้นๆ ตรงข้าม กับการขายของนักลงทุนสถาบันมักเกิดจากการขาด สภาพคล่องของนักลงทุนสถาบันเอง ซึ่งเป็นการตัดสินใจโดยไม่คำนึงถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นั้น ที่แท้จริง และหากตลาดทุนมีข้อจำกัดบางอย่างในการ ระดมทุนของนักลงทุน เช่น การจำกัดการขายชอร์ตของ

นักลงทุนสำหรับหลักทรัพย์บางประเภท ก็จะต้องเป็นการเพิ่มแรงกดดันด้านสภาพคล่องของนักลงทุน ทำให้นักลงทุนตัดสินใจขายโดยไม่ได้คำนึงถึงข้อมูลพื้นฐานของหลักทรัพย์นั้น เพื่อรักษาสภาพคล่องของตน อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันพบว่าช่วยรักษาเสถียรภาพของราคาได้ จึงกล่าวได้ว่ามาตรการการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบันในตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อสร้างเสถียรภาพในตลาดที่ได้กำหนดไว้ในแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทยนั้นเป็นแนวทางในการสร้างเสถียรภาพของราคาที่เหมาะสม

ถึงแม้ว่างานวิจัยไม่สามารถสรุปได้อย่างแน่ชัดว่านักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผลจริง แต่เมื่อพิจารณาพร้อมกับผลการศึกษาที่พบว่านักลงทุนสถาบันมีพฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกันกับการซื้อขายตามแนวโน้มของตลาด และผลการศึกษาส่วนแรกที่พบว่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันช่วยลดความ

ผันผวนของราคาได้ จึงแสดงให้เห็นว่าการมีพฤติกรรมการลงทุนตามกันและการซื้อขายตามแนวโน้มของตลาดนั้นไม่ได้เป็นการทำลายเสถียรภาพของราคาแต่อย่างใด ซึ่งอาจเป็นเพราะนักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผล ทำให้การมีพฤติกรรมการซื้อขายแบบลงทุนตามกันกับการซื้อขายตามแนวโน้มของตลาดยังเป็นการปรับราคาของหลักทรัพย์ให้เข้าสู่ปัจจัยพื้นฐานเร็วขึ้น ซึ่งเป็นระดับที่มีเสถียรภาพนั่นเอง การพิจารณาเช่นนี้ทำให้ผลการศึกษาเกี่ยวกับการเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผลและซื้อขายบนข้อมูล จากเดิมที่ยังไม่สามารถสรุปผลการศึกษาได้แน่ชัด มีความชัดเจนมากขึ้น ซึ่งจะสนับสนุนแนวคิดที่นำมาใช้กำหนดมาตรการเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน ที่เชื่อว่านักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีเหตุมีผลนั้นเป็นแนวคิดที่เหมาะสมในการนำมาใช้ร่างแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนในการสร้างเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์



เอกสารอ้างอิง

ภาษาไทย :

กรกรณ์ย์ ชีวะตระกูลพงษ์ และสมประวิณ มั่นประเสริฐ (2551) ผลกระทบของวิกฤตการณ์ซัพไพล์ต่อประเทศไทย.

จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์, 117-118, 1-23.

ชนันธมา ศิวโมกษธรรม และสรร พัวจันทร์ (2548) การเงินเชิงพฤติกรรม: กรณีศึกษาของพฤติกรรมนักลงทุนไทยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, การประชุมทางวิชาการของมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ ครั้งที่ 43, 461-466.

ชุตินมพันธ์ เขาวรัตน์ (2552) The Impact of Institutional Ownership on Firm Performance and Risk: Evidence from SET 100, การศึกษาค้นคว้าอิสระ, โครงการปริญญาโททางการเงิน, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ธนโชติ บุญวรโชติ (2554) พฤติกรรมแบบ Noise trader ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, เอกสารงานวิจัยฉบับที่ 3/2554, สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

ธนวัฒน์ สกุลสมบัติ (2550) การศึกษาความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือครองหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) กับเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, การศึกษาค้นคว้าอิสระ, โครงการปริญญาโททางการเงิน, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

นคร เหลืองรวงทอง (2542) พฤติกรรมการลงทุนในทิศทางเดียวกันของกองทุนรวม, วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

สรายุทธ์ นาทะพันธ์ (2553) พัฒนาการของอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทย: โอกาสและความท้าทายในทศวรรษหน้า, เอกสารงานวิจัยฉบับที่ 4/2553, สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

ภาษาอังกฤษ :

Alizadeh, S., Brandt, M., and Diebold, F. (2002) "Range-based Estimation of Stochastic Volatility Models," *Journal of Finance*, 57, 1047-1091.

Almazan, A., Brown, K., Carlson, M., and Chapman, D. (2004) "Why Constrain Your Mutual Fund Manager?," *Journal of Financial Economics*, 73, 289-321.

Arbel, A., Carvell S., and Strebel, R. (1983) "Giraffes, Institutions and Neglected Firms," *Financial Analysts Journal*, 39, 55-63.

Avramov, D., Chordia T., and Goyal, A. (2006) "The Impact of Trades on Daily Volatility," *Review of Financial Studies*, 20, 1241-1277.

Badrinath, S., Gay, D., and Kale, R. (1989) "Patterns of Institutional Investment, Prudence, and the Managerial "Safety-Net" Hypothesis," *The Journal of Risk and Insurance*, 56, 605-629.

Banerjee, V. (1992) "A Simple Model of Herd Behavior," *The Quarterly Journal of Economics*, 107, 797-817.

- Bessembinder, H. and Seguin, P. (1992) "Futures Trading Activity and Stock Price Volatility," *Journal of Finance*, 47, 2015-2034.
- Bikhchandani S., Hirshleifer, D., and Welch, I. (1992) "A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades," *Journal of Political Economy*, 100, 992-1026.
- Brennan M. (1995) "The Individual Investor," *Journal of Financial Research*, 18, 59-74.
- Brown, C., Harlow, W., and Starks, T. (1996) "Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry," *Journal of Finance*, 51, 85-110.
- Chan, K. and Fong, W. (2000) "Trade Size, Order Imbalance, and the Volatility-Volume Relation," *Journal of Financial Economics*, 57, 247-273.
- Chan, L. and Lakonishok, J. (1993) "Institutional Trades and Intraday Stock Price Behavior," *Journal of Financial Economics*, 33, 173-199.
- Chen, Z., Du, J., Li, D., and Ouyang, R. (2013) "Does Foreign Institutional Ownership Increase Return Volatility? Evidence from China," *Journal of Banking & Finance*, 37, 660-669.
- Chiao, C., Hung, W., and Lee, F. (2011) "Institutional Trading and Opening Price Behavior: Evidence from a Fast-Emerging Market," *Journal of Financial Research*, 34, 131-154.
- Chichernea, D., Petkevich, A., and Reza, B. (2012) "Idiosyncratic Volatility, Institutional Ownership, and Investment Horizon," Working paper.
- Chopra, N., Lakonishok, J., and Ritter, J. (1992) "Measuring Abnormal Performance-Do Stocks Overreact?," *Journal of Financial Economics*, 49, 235-268.
- Chordia, T. and Subrahmanyam, A. (2004) "Order Imbalance and Individual Stock Returns," *Journal of Financial Economics*, 72, 485-518.
- Christophe, F. and Hany, A. (2003) "Volatility and Institutional Investors Holdings in a Declining Market: A Study of NASDAQ During the Year 2000," *Journal of Applied Finance*, 13, 32-42.
- Cohen, B., Gompers, A., and Vuolteenaho, T. (2002) "Who Underreacts to Cash-Flow News? Evidence from Trading between Individuals and Institutions," *Journal of Financial Economics*, 66, 409-462.
- Daigler, R. and Wiley, M. (1999) "The Impact of Trader Type on the Futures Volatility-Volume Relation," *Journal of Finance*, 54, 2297-2316.
- De Long, B., Shleifer, A., Summers, H., and Waldmann, J. (1990) "Noise Trader Risk in Financial Markets," *Journal of Political Economy*, 98, 703-738.
- De Long, B., Shleifer, A., Summers, H., and Waldmann, J. (1991) "The Survival of Noise Traders in Financial Markets," *Journal of Business*, 64, 1-19.
- Dennis, J. and Strickland, D. (2002) "Who Blinks in Volatile Markets, Individuals or Institutions?," *Journal of Finance*, 57, 1923-1949.

- Falkenstein, G. (1996) "Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings," *Journal of Finance*, 51, 111-35.
- French, K. and Roll, R. (1986) "Stock-Return Variances: The Arrival of Information and the Reaction of Traders," *Journal of Financial Economics*, 17, 5-26.
- Friedman, M. (1953) "The Case for Flexible Exchange Rates," In: Friedman, M. (Ed.), "Essays in Positive Economics," University of Chicago Press, Chicago, IL.
- Gompers, P. and Metrick, A. (2001) "Institutional Investors and Equity Prices," *The Quarterly Journal of Economics*, 116, 229-259.
- Grier, P. and Albin, P. (1973) "Nonrandom Price Changes in Association with Trading of Large blocks," *Journal of Business*, 46, 425-433.
- Grullon, G. and Wang, F. (2001) "Closed-end Fund Discounts with Informed Ownership Differential," *Journal of Financial Intermediation*, 10, 171-205.
- Kaniel, R., Saar, G., and Titman, S. (2008) "Individual Investor Trading and Stock Returns," *Journal of Finance*, 63, 273-310.
- Keswani, A. and Stolin, D. (2008) "Which Money is Smart? Mutual Fund Buys and Sells of Individual and Institutional Investors," *Journal of Finance*, 63, 85-118.
- Kothare, M. and Laux, P. (1995) "Trading Costs and the Trading Systems for NASDAQ Stocks," *Financial Analysts Journal*, 51, 42-53.
- Kraus, A. and Stoll, H. (1972) "Price Impacts of Block Trading on the New York Stock Exchange," *Journal of Finance*, 27, 569-588.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R. (1991) "The Structure and Performance of the Money Management Industry," *Brookings Papers on Economic Activity Microeconomics*, 339-391.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R. (1992) "The Impact of Institutional Trading on Stock Prices," *Journal of Financial Economics*, 32, 23-43.
- Li, Hao. (2013) "Do Irrational Investors Destabilize?," *Frontiers of Economics in China*, 8, 293-308.
- Li, W. and Wang, S. (2010) "Daily Institutional Trades and Stock Price Volatility in a Retail Investor Dominated Emerging Market," *Journal of Financial Markets*, 13, 448-474.
- Lipson, M. and Puckett, A. (2007) "Institutional Trading during Extreme Market Movements," Working Paper, University of Georgia.
- Lowenstein, R. and Donnelly, B. (1989) "Stock Market, King of Swing, Likely to Keep Rocking," *The Wall Street Journal*.
- Nofsinger, R. and Sias, W. (1999) "Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors," *Journal of Finance*, 54, 2263-2295.

- Parkinson, M. (1980) "The Extreme Value Method for Estimating the Variance of the Rate of Return," *Journal of Business*, 53, 61-65.
- Reilly, F. (1977) "Institutions on Trial: Not Guilty," *Journal of Portfolio Management*, 3, 5-10.
- Saar, G. (2001) "Price Impact Asymmetry of Block Traders: An Institutional Trading Explanation," *Review of Financial Studies*, 14, 1153-1181.
- Scharfstein, D. and Stein, J. 1990. "Herd Behavior and Investment," *The American Economic Review*, 80, 465-479.
- Scholes, M. (1972) "The Market for Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Price," *Journal of Business*, 45, 179-211.
- Shiller, J. and Pound, J. (1989) "Survey Evidence on Diffusion of Interest and Information among Investors," *Journal of Economic Behavior and Organization*, 12, 47-66.
- Sias, W. (1996) "Volatility and the Institutional Investor," *Financial Analysts Journal*, 52, 13-20.
- Wang, T. and Huang, Z. (2012) "The Relationship between Volatility and Trading Volume in the Chinese Stock Market: A Volatility Decomposition Perspective," *Analysis of Economics and Finance*, 13, 211-236.
- Zhou, D. (2011) "Ownership Structure, Liquidity, and Trade Informativeness," *Journal of Finance and Accountancy*, 6, 1-17.
- Zweig, M. (1973) "An Investor Expectations Stock price Predictive Model Using Closed-end Fund Premiums," *Journal of Finance*, 28, 67-78.



ภาคผนวก ก

งานวิจัยนี้ใช้วิธี Augmented Dickey-Fuller Test (ADF test) ในการทดสอบว่าข้อมูลมีลักษณะนิ่งหรือไม่ (Unit Roots Test) และมีอันดับความสัมพันธ์อยู่ระดับใด โดยตาราง ก แสดงผลการทดสอบความนิ่งของตัวแปร (Unit Roots Test) ของข้อมูลที่ Level หรือ Order of Integration เท่ากับ 0 หรือ I(0) ของตัวแปรอนุกรมเวลา ทั้งหมดสำหรับ Model 1a-1c Model 2a-2c และ Model 3a-3c ซึ่งพบว่าตัวแปรทั้งหมดมีลักษณะนิ่งที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 เนื่องจากค่าสัมบูรณ์ของ ADF t-statistics มากกว่าค่าสัมบูรณ์ ของ 5% Critical Value

ตาราง ก
ผลการทดสอบความนิ่งของตัวแปร (Unit Roots Test)

	None	Intercept	Intercept and Trend
Range_t	-13.7665	-26.2457	-26.2562
Buy_t	-3.4879	-20.7912	-27.6770
Sell_t	-3.5502	-22.6330	-26.4561
Imb_t	-27.6226	-28.5033	-28.6341
R_t	-45.4834	-45.5580	-45.5798
R_{t-1}	-45.5190	-45.5969	-45.6166
TV_t	-7.3266	-14.8839	-19.7997
TV_{t-1}	-7.3677	-14.8263	-19.7273
5% Critical Value	-1.9410	-2.8627	-3.4119

คำอธิบายตัวแปร

- Range_t คือ ช่วงห่างของราคาสูงสุดกับต่ำสุดระหว่างวัน (Intraday High-Low Price Range) ของวันที่ t
 ซึ่งมีค่าเท่ากับ $\sqrt{\frac{(\ln \text{High}_t - \ln \text{Low}_t)^2}{4 \ln 2}}$ โดย High_t ได้แก่ ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ สูงสุด
 ของวันที่ t และ Low_t ได้แก่ ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ ต่ำสุดของวันที่ t
- Buy_t คือ สัดส่วนปริมาณการซื้อของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการซื้อของนักลงทุน
 สถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อและขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t
- Sell_t คือ สัดส่วนปริมาณการขายของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการขายของนักลงทุน
 สถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อและขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t
- Imb_t คือ สัดส่วนปริมาณการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t ซึ่งเท่ากับปริมาณการซื้อขาย
 สุทธิของนักลงทุนสถาบันของวันที่ t หารปริมาณการซื้อและขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่
 t
- R_t คือ $(\text{TRI}_t / \text{TRI}_{t-1}) - 1$ โดย TRI_t เท่ากับดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET Total Re-
 turn Index) ของวันที่ t และ
- TV_t คือ ปริมาณการซื้อและขายรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ t

ภาคผนวก ข

งานวิจัยนี้ทดสอบว่าการประมาณค่าความสัมพันธ์ในแบบจำลองต่างๆ มีปัญหาค่าความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroskedasticity) และปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน (Serial Correlation) หรือไม่ โดยใช้วิธี White's Test สำหรับการทดสอบปัญหา Heteroskedasticity และใช้วิธี Breusch-Godfrey Serial Correlation Lagrange Multiplier Test สำหรับการทดสอบปัญหา Serial Correlation โดยตาราง ข แสดงค่าสถิติ $Obs \cdot R^2$ และ p -value สำหรับการทดสอบ Heteroskedasticity และการทดสอบ Serial Correlation สำหรับ Model 1a-1c (Panel A) Model 2a-2c (Panel B) และ Model 3a-3c (Panel C)

สำหรับ Model 1a-1c ค่าสถิติ $Obs \cdot R^2$ สำหรับการทดสอบ Heteroskedasticity มีค่ามากกว่าค่า Critical χ^2 (ซึ่งมีค่าเท่ากับ 11.0705) หรือมี p -value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ว่าไม่มีปัญหา Heteroskedasticity กล่าวคือ Model 1a-1c มีปัญหา Heteroskedasticity นอกจากนี้ ค่าสถิติ $Obs \cdot R^2$ สำหรับการทดสอบ Serial Correlation มีค่ามากกว่าค่า Critical χ^2 (ซึ่งมีค่าเท่ากับ 11.0705) หรือมี p -value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ว่าไม่มีปัญหา Serial Correlation กล่าวคือ Model 1a-1c มีปัญหา Serial Correlation

สำหรับ Model 2a-2c ค่าสถิติ $Obs \cdot R^2$ สำหรับการทดสอบ Heteroskedasticity มีค่ามากกว่าค่า Critical χ^2 (ซึ่งมีค่าเท่ากับ 22.3620) หรือมี p -value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ว่าไม่มีปัญหา Heteroskedasticity กล่าวคือ Model 2a-2c มีปัญหา Heteroskedasticity นอกจากนี้ ค่าสถิติ $Obs \cdot R^2$ สำหรับการทดสอบ Serial Correlation มีค่ามากกว่าค่า Critical χ^2 (ซึ่งมีค่าเท่ากับ 22.3620) หรือมี p -value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ว่าไม่มีปัญหา Serial Correlation กล่าวคือ Model 2a-2c มีปัญหา Serial Correlation

สำหรับ Model 3a-3b ค่าสถิติ $Obs \cdot R^2$ สำหรับการทดสอบ Heteroskedasticity มีค่ามากกว่าค่า Critical χ^2 (ซึ่งมีค่าเท่ากับ 16.9190) หรือมี p -value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ว่าไม่มีปัญหา Heteroskedasticity กล่าวคือ Model 3a-3b มีปัญหา Heteroskedasticity อย่างไรก็ตาม สำหรับ Model 3c ค่าสถิติ $Obs \cdot R^2$ สำหรับการทดสอบ Heteroskedasticity มีค่ามากกว่าค่า Critical χ^2 (ซึ่งมีค่าเท่ากับ 16.9190) หรือมี p -value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังนั้น จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานที่ว่าไม่มีปัญหา Heteroskedasticity กล่าวคือ Model 3c ไม่มีปัญหา Heteroskedasticity

นอกจากนี้ สำหรับ Model 3a-3c ค่าสถิติ $Obs \cdot R^2$ สำหรับการทดสอบ Serial Correlation มีค่ามากกว่าค่า Critical χ^2 (ซึ่งมีค่าเท่ากับ 16.9190) หรือมี p -value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ว่าไม่มีปัญหา Serial Correlation กล่าวคือ Model 3a-3c มีปัญหา Serial Correlation

ตาราง ข
ผลการทดสอบปัญหาค่าความแปรปรวนไม่คงที่และปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน

	Heteroskedasticity	Serial Correlation
	Obs * R²	Obs * R²
	(p-value)	(p-value)
Panel A		
Model 1a (Buy)	33.7668 (<0.0001)	596.4123 (<0.0001)
Model 1b (Sell)	171.3114 (<0.0001)	560.2274 (<0.0001)
Model 1c (Imb)	115.4541 (<0.0001)	553.0236 (<0.0001)
Panel B		
Model 2a (Buy)	110.7886 (<0.0001)	567.9863 (<0.0001)
Model 2b (Sell)	283.1796 (<0.0001)	544.1384 (<0.0001)
Model 2c (Imb)	280.6887 (<0.0001)	519.8071 (<0.0001)
Panel C		
Model 3a (Buy)	71.9035 (<0.0001)	778.8651 (<0.0001)
Model 3b (Sell)	20.1550 (0.0170)	568.4414 (<0.0001)
Model 3c (Imb)	5.2037 (0.8162)	392.8856 (<0.0001)