



SEC Working Papers Forum ครั้งที่ 3/2558

พฤติกรรมนักลงทุนตามกระแส (Noise Trader) ในตลาดหุ้นไทย

วันพุธที่ 22 เมษายน 2558

โดย

ผศ.ดร.ชนโชติ บุญวรโชติ

คณะอุตสาหกรรมเกษตร มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์



หัวข้อนำเสนอ

- ที่มาและความสำคัญของงานวิจัย
- วัตถุประสงค์
- อุปกรณ์และวิธีการดำเนินงานวิจัย
- ผลการวิจัย
- สรุปผล



ที่มาและความสำคัญของงานวิจัย



ที่มาของการวิจัย

- ตลาดการเงินทั่วโลกมีการเปลี่ยนแปลงและพัฒนาอย่างต่อเนื่อง
- ประสิทธิภาพการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- การเพิ่มพูนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- งานวิจัยในอดีตที่แสดงให้เห็นถึงพฤติกรรมแบบ Noise Traders ของนักลงทุนบางประเภทในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ



ความสำคัญของงานวิจัย

- ด้านการตัดสินใจ

เพื่อกำหนดแนวทางการสนับสนุน การช่วยเหลือและการให้
ข้อมูลแก่นักลงทุนแต่ละประเภทของหน่วยงานภายใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

- ด้านพัฒนาแนวความคิดของนักลงทุน

ทำให้การลงทุนเป็นไปอย่างถูกต้องเหมาะสมและมี
ประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น



ความสำคัญของงานวิจัย

- ด้านพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ทำให้มีความเจริญก้าวหน้าและมีศักยภาพเทียบเท่ากับ
ตลาดหลักทรัพย์ชั้นนำทั่วโลก
- สามารถใช้ต่อยอดในการดำเนินงานวิจัยในอนาคต



วัตถุประสงค์



วัตถุประสงค์

- ❖ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทน ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- ❖ เพื่อศึกษาลักษณะของพฤติกรรมการลงทุนแบบ Noise Traders ของนักลงทุนแต่ละประเภทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- ❖ เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของนักลงทุนแต่ละประเภทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ทบทวนวรรณกรรม



ทบทวนวรรณกรรม

แบบจำลองผู้ซื้อและผู้ขายรับรู้ข้อมูลข่าวสารพร้อมกัน

(Mixtures of Distribution Hypothesis : MDH)

- ❖ Clark (1973), Epps and Epps (1976), Tauchen and Pitts (1983) และ Harris (1986, 1987)
- ❖ การเปลี่ยนแปลงราคาของแต่ละวันเกิดจากผลรวมของการเปลี่ยนแปลงราคาในวันนั้นและข้อมูลข่าวสารใหม่ที่เข้ามากระทบ
- ❖ ปริมาณการซื้อขายเป็นองค์ประกอบหนึ่งที่เข้ามากระทบการเปลี่ยนแปลงราคา ณ วันนั้น
- ❖ เป็นความสัมพันธ์ในช่วงเวลาเดียวกันระหว่างปริมาณการซื้อขายและค่าสัมบูรณ์การเปลี่ยนแปลงราคา



ทบทวนวรรณกรรม

แบบจำลองลำดับการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร

(Sequential Arrival of Information Model : SAI)

❖ **Copeland (1976)**



ทบทวนวรรณกรรม

แบบจำลองความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร (Information Asymmetry Model)

- ❖ Wang (1994)
- ❖ นักลงทุนมีหลายประเภท (Heterogeneous)
 - ❖ Informed traders
 - ❖ Uninformed traders



อุปกรณ์และวิธีการดำเนินงานวิจัย



อุปกรณ์

❖ เครื่องมือและอุปกรณ์ที่ใช้ในการวิเคราะห์

- โปรแกรม Eviews 6
- โปรแกรม SPSS 16.0

❖ ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัย

- ข้อมูลอนุกรมเวลาแบบทุติยภูมิในรูปแบบรายวัน
ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2548 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2553
- ข้อมูลอนุกรมเวลาแบบทุติยภูมิในรูปแบบรายเดือน ตั้งแต่เดือน
มกราคม พ.ศ. 2549 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2553



วิธีการดำเนินงานวิจัย

Phase 1

สืบค้นข้อมูลงานวิจัย
ที่เกี่ยวข้องในอดีต
และกำหนดวิธีการหา
ค่าตัวแปรที่เกี่ยวข้อง

Phase 2

การเก็บรวบรวมข้อมูลและ
การวิเคราะห์หาความสัมพันธ์
ระหว่างตัวแปร

การวิเคราะห์พฤติกรรมของ
นักลงทุนและการศึกษาผล
การดำเนินงานของนักลงทุน
แต่ละประเภท

Phase 3

การวิเคราะห์
และรายงาน
ผลการวิจัย



วิธีการดำเนินงานวิจัย (ต่อ)

❖ การสืบค้นข้อมูลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตและกำหนดวิธีการหาค่าตัวแปรที่เกี่ยวข้อง

- ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้อง
- กำหนดวิธีการหาค่าตัวแปรที่สำคัญในงานวิจัยซึ่งประกอบไปด้วย 3 ตัวแปร คือ



วิธีการดำเนินงานวิจัย (ต่อ)

1. อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Monthly Return)

$$\text{Return}_t = \ln(\text{SET}_t) - \ln(\text{SET}_{t-1})$$

2. ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Monthly Volatility)

$$\text{Volatility}_t = \sqrt{\left\{ \ln\left(\frac{H_t}{O_t}\right) \left[\ln\left(\frac{H_t}{C_t}\right) \right] + \left[\ln\left(\frac{L_t}{O_t}\right) \right] \left[\ln\left(\frac{L_t}{C_t}\right) \right] \right\}^2}$$



วิธีการดำเนินงานวิจัย (ต่อ)

3. ปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ (Trading volume) มีอยู่ 3 วิธีคือ

3.1 การคำนวณหาปริมาณซื้อสุทธิ (Monthly Net Purchase : $np_{i,t}$)

$$np_{i,t} = [(BUY_{i,t} - SELL_{i,t}) / (BUY_{i,t} + SELL_{i,t})]$$

3.2 การคำนวณหาปริมาณซื้อหลักทรัพย์ (Monthly Purchase : $b_{i,t}$)

$$b_{i,t} = \ln [(BUY_{i,t}) / (BUY_{i,t} + SELL_{i,t})]$$

3.3 การคำนวณหาปริมาณขายหลักทรัพย์ (Monthly Selling : $s_{i,t}$)

$$s_{i,t} = \ln [(SELL_{i,t}) / (BUY_{i,t} + SELL_{i,t})]$$



วิธีการดำเนินงานวิจัย (ต่อ)

- ❖ การเก็บรวบรวมข้อมูล การวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พฤติกรรมของนักลงทุนและการศึกษาผลการดำเนินงานของนักลงทุนแต่ละประเภท แบ่งการวิเคราะห์เป็น 4 ส่วน ได้แก่





วิธีการดำเนินงานวิจัย (ต่อ)

❖ การวิเคราะห์และรายงานผลการวิจัย ทำการวิเคราะห์และสรุปผลงานวิจัยที่ได้ตามหัวข้อดังต่อไปนี้

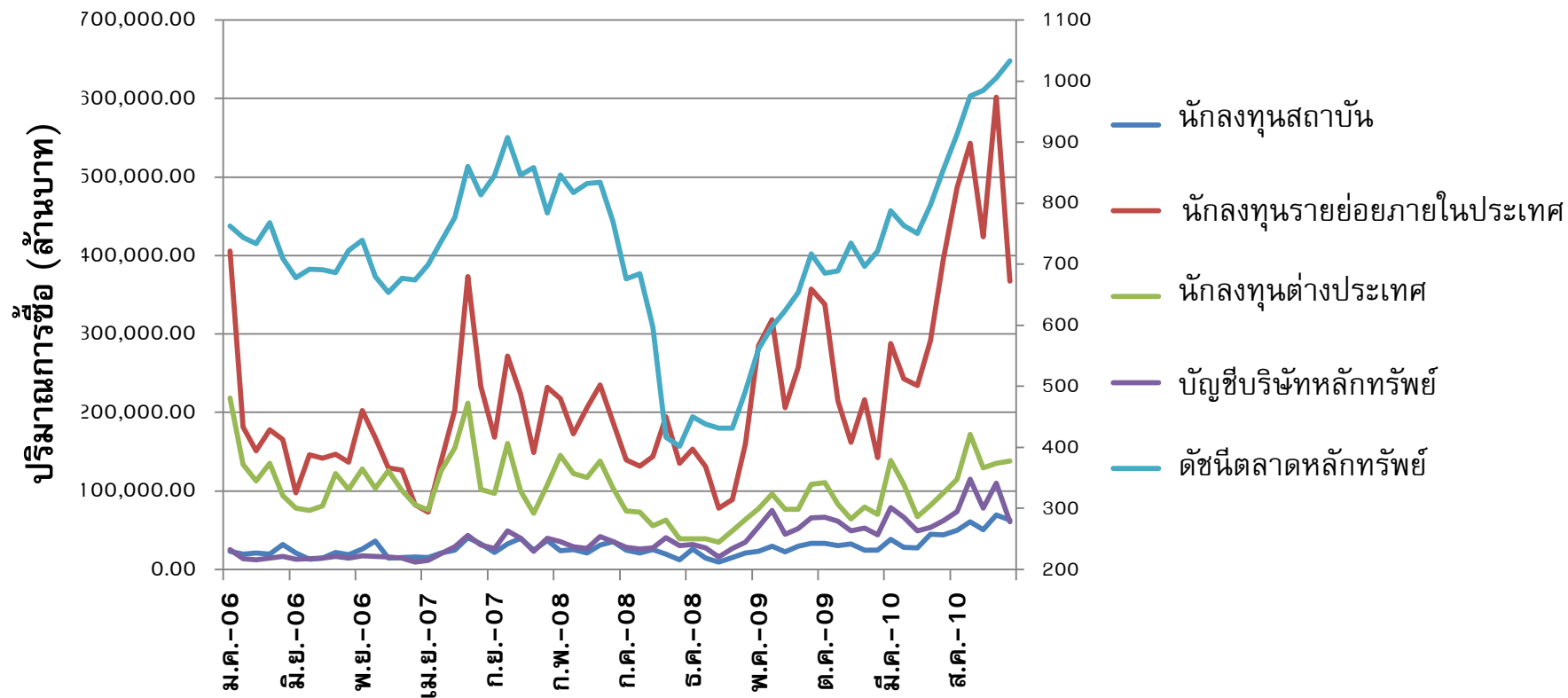
1. ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภทเพื่อตรวจสอบโอกาสการเกิด Noise Risk
2. พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในแต่ละประเภทว่ามีพฤติกรรมแบบ Informed Traders หรือ Noise Traders
3. การดำเนินงานของนักลงทุนทุกประเภทเพื่อมองถึงภาพรวมของผลการดำเนินงานในด้านการลงทุนของนักลงทุนแต่ละประเภทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



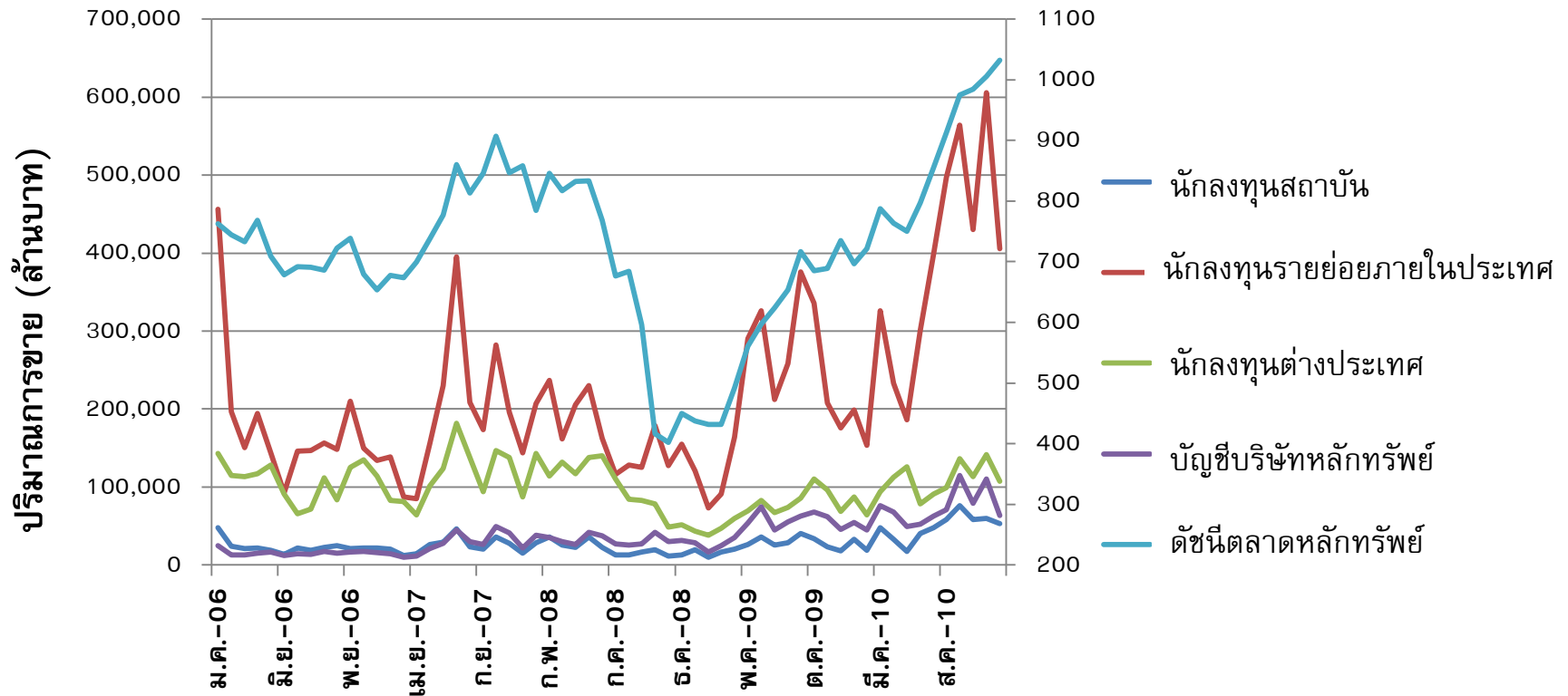
ผลการวิจัย



ส่วนที่ 1 ข้อมูลปริมาณการซื้อขายรายเดือนของนักลงทุน แต่ละประเภทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2549-2553

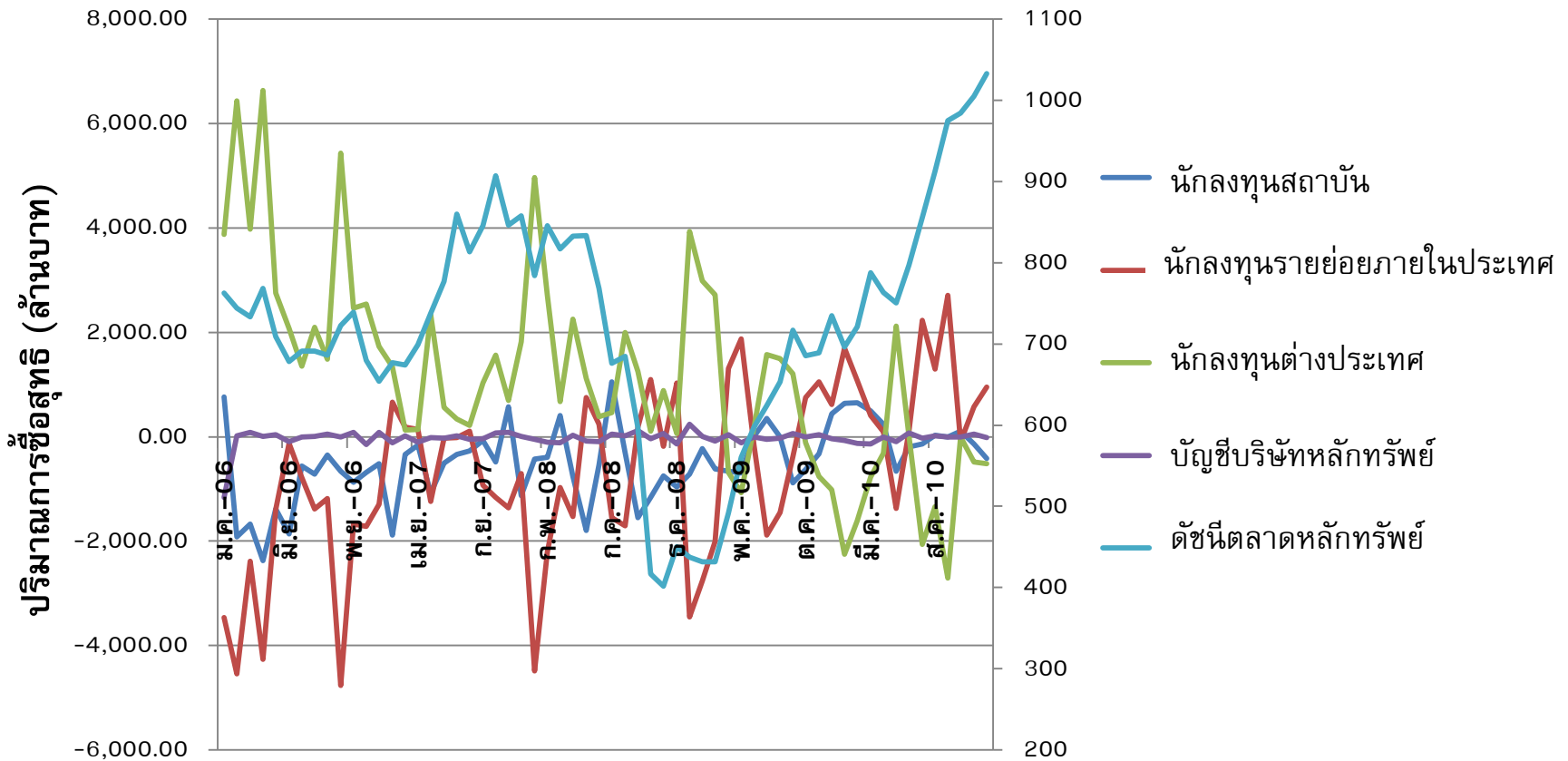


ภาพที่ 1 ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละประเภทรายเดือนในช่วงปี พ.ศ. 2549-2553



ภาพที่ 2 ปริมาณการขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละประเภทรายเดือนในช่วงปี พ.ศ. 2549-2553

ปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละประเภทรายเดือน ในช่วงปี พ.ศ. 2549-2553



ภาพที่ 3 ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละประเภทรายเดือนในช่วงปี พ.ศ. 2549-2553



ส่วนที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทน ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน และปริมาณ การซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละประเภท



การทดสอบความเป็นเหตุเป็นผล (Granger Causality Test)



ตารางที่ 1 การทดสอบความเป็นเหตุเป็นผลของปริมาณการซื้อขายสุทธิ (Net Purchase)

การทดสอบความเป็นเหตุเป็นผล	p-value			
	นักลงทุน ต่างประเทศ	นักลงทุน สถาบัน	นักลงทุน รายย่อย	บัญชีบริษัท หลักทรัพย์
อัตราผลตอบแทนรายเดือนไม่ใช่สาเหตุของ ปริมาณการซื้อขายสุทธิ	0.5983	0.1975	0.6661	0.9724
ปริมาณการซื้อขายสุทธิไม่ใช่สาเหตุของอัตรา ผลตอบแทนรายเดือน	0.0000	0.0177	0.0000	0.6918
ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนไม่ใช่สาเหตุ ของปริมาณการซื้อขายสุทธิ	0.7395	0.6114	0.8116	0.9397
ปริมาณการซื้อขายสุทธิไม่ใช่สาเหตุของความผัน ผวนของอัตราผลตอบแทน	0.2402	0.2874	0.4681	0.5221
อัตราผลตอบแทนรายเดือนไม่ใช่สาเหตุของ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน	0.0910	0.0910	0.0910	0.0910
ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนไม่ใช่สาเหตุ ของความผันผวนของอัตราผลตอบแทน	0.0986	0.0986	0.0986	0.0986



การทดสอบความเป็นเหตุเป็นผล (Granger Causality Test)

ตารางที่ 2 การทดสอบความเป็นเหตุเป็นผลของปริมาณการซื้อหลักทรัพย์ (Purchases)

การทดสอบความเป็นเหตุเป็นผล สมมติฐานหลัก (H_0)	P-value			
	นักลงทุน ต่างประเทศ	นักลงทุน สถาบัน	นักลงทุน รายย่อย	บัญชีบริษัท หลักทรัพย์
อัตราผลตอบแทนรายเดือนไม่ใช่สาเหตุของปริมาณการซื้อหลักทรัพย์	0.5407	0.2252	0.6291	0.9643
ปริมาณการซื้อหลักทรัพย์ไม่ใช่สาเหตุของอัตราผลตอบแทนรายเดือน	0.0000	0.0240	0.0000	0.6920
ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนไม่ใช่สาเหตุของปริมาณการซื้อหลักทรัพย์	0.7368	0.7170	0.8151	0.9362
ปริมาณการซื้อหลักทรัพย์ไม่ใช่สาเหตุของความผันผวนของอัตราผลตอบแทน	0.2177	0.2770	0.4720	0.5248
อัตราผลตอบแทนรายเดือนไม่ใช่สาเหตุของความผันผวนของอัตราผลตอบแทน	0.0910	0.0910	0.0910	0.0910
ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนไม่ใช่สาเหตุของความผันผวนของอัตราผลตอบแทน	0.0986	0.0986	0.0986	0.0986



ตารางที่ 3 การทดสอบความเป็นเหตุเป็นผลของปริมาณขายหลักทรัพย์ (Sales)

การทดสอบความเป็นเหตุเป็นผล สมมติฐานหลัก (H_0)	p-value			
	นักลงทุน ต่างประเทศ	นักลงทุน สถาบัน	นักลงทุน รายย่อย	บัญชีบริษัท หลักทรัพย์
อัตราผลตอบแทนรายเดือนไม่ใช่สาเหตุของปริมาณ การขายหลักทรัพย์	0.6233	0.1797	0.7062	0.9803
ปริมาณการขายหลักทรัพย์ไม่ใช่สาเหตุของอัตรา ผลตอบแทนรายเดือน	0.0000	0.0158	0.0000	0.6915
ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนไม่ใช่สาเหตุของ ปริมาณการขายหลักทรัพย์	0.7251	0.4783	0.8088	0.9431
ปริมาณการขายหลักทรัพย์ไม่ใช่สาเหตุของความผัน ผวนของอัตราผลตอบแทน	0.2730	0.3077	0.4653	0.5194
อัตราผลตอบแทนรายเดือนไม่ใช่สาเหตุของความผัน ผวนของอัตราผลตอบแทน	0.0910	0.0910	0.0910	0.0910
ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนไม่ใช่สาเหตุของ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน	0.0986	0.0986	0.0986	0.0986

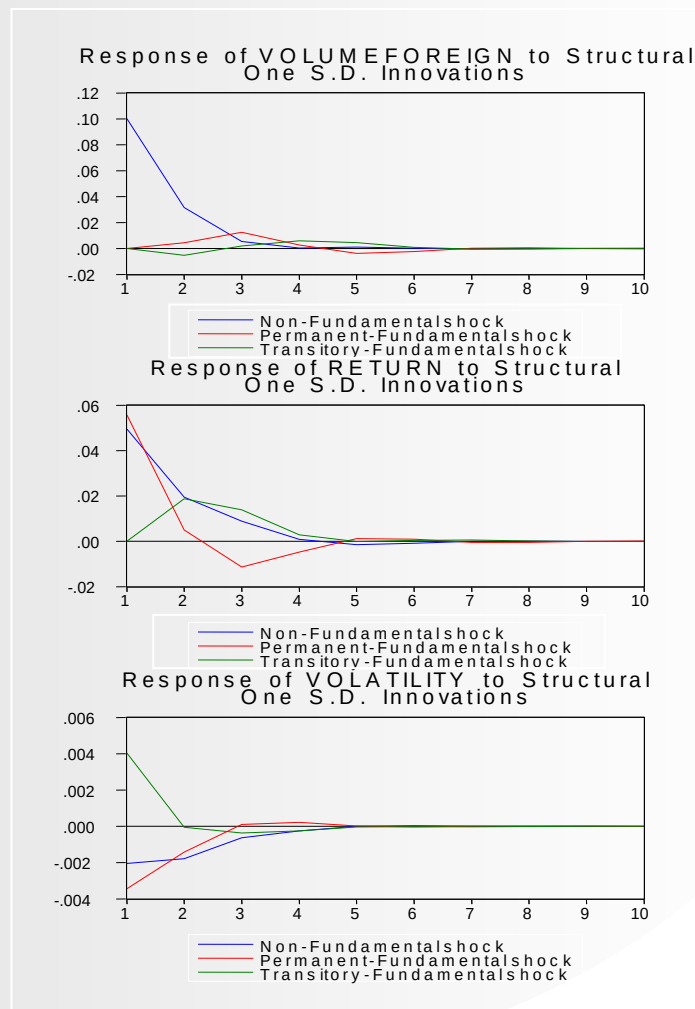


ผลการวิจัย

การวิเคราะห์การตอบสนองของตัวแปร (Impulse Response)

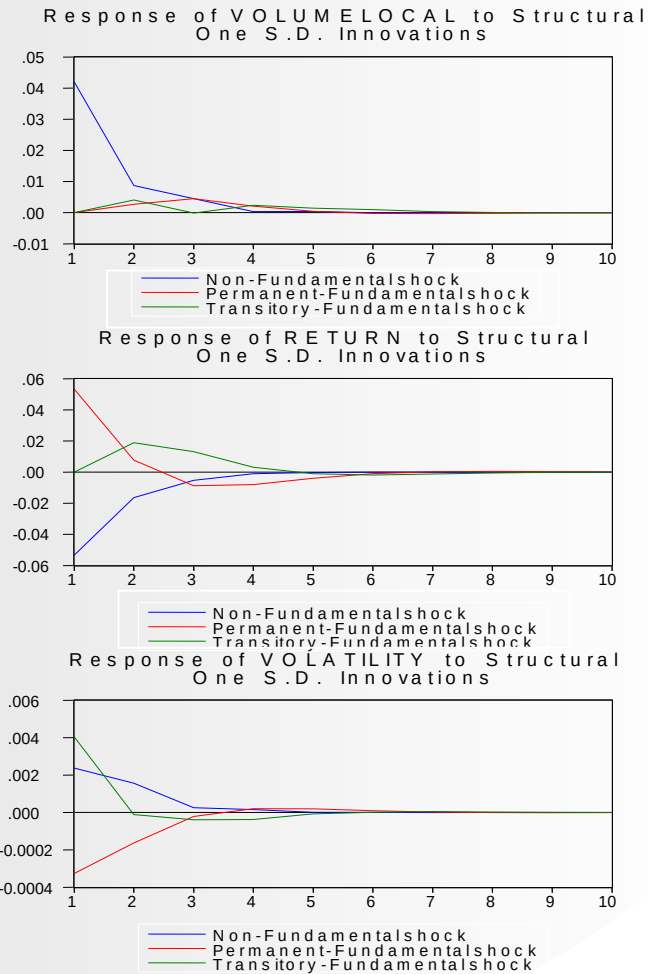


ภาพที่ 4 ตัวอย่างการวิเคราะห์การตอบสนองของตัวแปรของนักลงทุนต่างประเทศ





ภาพที่ 5 ตัวอย่างการวิเคราะห์การตอบสนองของตัวแปรของนักลงทุนรายย่อยภายในประเทศ



นักลงทุน ต่างประเทศ



ตารางที่ 4 การวิเคราะห์การตอบสนองของตัวแปรของนักลงทุนต่างประเทศ

ตัวแปรที่ศึกษา	ช่วงของค่าปฏิกิริยาตอบสนองของตัวแปร		
	Non-Fundamental Shocks	Permanent-Fundamental Shocks	Transitory-Fundamental Shocks
ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์	0.00-0.10	-0.01-0.02	-0.01-0.01
อัตราผลตอบแทน	-0.005-0.05	-0.01-0.06	0.00-0.02
ความผันผวนของอัตรา ผลตอบแทน	-0.002-0.00	-0.035-0.00	-0.001-0.004

นักลงทุน กลุ่มสถาบัน



ตารางที่ 5 การวิเคราะห์การตอบสนองของตัวแปรของนักลงทุนกลุ่มสถาบัน

ตัวแปรที่ศึกษา	ช่วงของค่าปฏิกิริยาตอบสนองของตัวแปร		
	Non-Fundamental Shocks	Permanent-Fundamental Shocks	Transitory-Fundamental Shocks
ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์	-0.02-0.15	-0.03-0.02	-0.02-0.00
อัตราผลตอบแทน	-0.02-0.01	-0.01-0.07	0.00-0.02
ความผันผวนของอัตรา ผลตอบแทน	0.00-0.001	-0.004-0.00	-0.001-0.004



ตารางที่ 6 การวิเคราะห์การตอบสนองของตัวแปรของนักลงทุนรายย่อยภายในประเทศ

ตัวแปรที่ศึกษา	ช่วงของค่าปฏิกิริยาตอบสนองของตัวแปร		
	Non-Fundamental Shocks	Permanent-Fundamental Shocks	Transitory-Fundamental Shocks
ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์	0.00-0.042	0.00-0.008	0.00-0.005
อัตราผลตอบแทน	-0.05-0.05	-0.01-0.05	0.00-0.02
ความผันผวนของอัตรา ผลตอบแทน	-0.002-0.00	-0.003-0.0005	-0.0005-0.004



ตารางที่ 7 การวิเคราะห์การตอบสนองของตัวแปรของนักลงทุนต่างประเทศ

ตัวแปรที่ศึกษา	ช่วงของค่าปฏิกิริยาตอบสนองของตัวแปร		
	Non-Fundamental Shocks	Permanent-Fundamental Shocks	Transitory-Fundamental Shocks
ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์	-0.0075-0.014	-0.001-0.002	0.00-0.02
อัตราผลตอบแทน	-0.01-0.01	-0.005-0.055	0.00-0.02
ความผันผวนของอัตรา ผลตอบแทน	0.00-0.001	-0.004-0.00	-0.0005-0.004



การแยกส่วนของความแปรปรวน (Variance Decomposition)



ตารางที่ 8 ตัวอย่างการแยกส่วนของความแปรปรวนของนักลงทุนต่างประเทศ

SET	Variable Explained								
Horizontal Forecast	Volume			Return			Volatility		
	Shocks in			Shocks in			Shocks in		
	η_t	p_t	t_t	η_t	p_t	t_t	η_t	p_t	t_t
1	100	0.0	0.0	44.1484	55.8516	0.000	12.9755	36.6012	50.4233
2	99.5730	0.1748	0.2521	44.8766	49.5529	5.5706	19.6548	36.9002	43.4450
3	98.1618	1.5559	0.2822	43.3740	48.5139	8.1120	20.4166	36.3995	43.1839
4	97.7917	1.6158	0.5924	43.1822	48.6204	8.1937	20.4879	36.3581	43.1540
5	97.4929	1.7381	0.7689	43.1919	48.6185	8.1895	20.4871	36.3576	43.1553
6	97.4368	1.7882	0.7749	43.1922	48.6175	8.1897	20.4881	36.3588	43.1531
7	97.4346	1.7885	0.7768	43.1887	48.6192	8.1938	20.4880	36.3581	43.1539
8	97.4315	1.7914	0.7770	43.1872	48.6191	8.1938	20.4877	36.3586	43.1537
9	97.4313	1.7914	0.7771	43.1870	48.6192	8.1939	20.4877	36.3587	43.1536
10	97.4310	1.7917	0.7772	43.1869	48.6192	8.1939	20.4877	36.3587	43.1536
20	97.4309	1.7917	0.7773	43.1869	48.6192	8.1939	20.4877	36.3587	43.1536
30	97.4309	1.7917	0.7773	43.1869	48.6192	8.1939	20.4877	36.3587	43.1536



ตารางที่ 9 ตัวอย่างการแยกส่วนของความแปรปรวนของนักลงทุนรายย่อยภายในประเทศ

SET	Variable Explained								
Horizontal Forecast	Volume			Return			Volatility		
	Shocks in			Shocks in			Shocks in		
	n_t	p_t	t_t	n_t	p_t	t_t	n_t	p_t	t_t
1	100	0.000	0.000	50.0486	49.9514	0.000	17.3041	32.7327	49.9632
2	98.7218	0.3893	0.8889	48.8898	45.5065	5.6037	21.4722	35.3401	43.1877
3	97.6769	1.4524	0.8707	47.2604	44.7657	7.9739	21.4941	35.2116	43.2943
4	97.1628	1.6769	1.1603	46.7374	45.2290	8.0336	21.4397	35.1333	43.4270
5	97.0495	1.6844	1.2661	46.6207	45.3501	8.0292	21.4159	35.1910	43.3931
6	96.9968	1.6874	1.3158	46.5886	45.3347	8.0767	21.4106	35.2071	43.3822
7	96.9861	1.6929	1.3209	46.5777	45.3247	8.0976	21.4091	35.2064	43.3845
8	96.4983	1.6951	1.3211	46.5744	45.3243	8.1013	21.4086	35.2057	43.3857
9	96.9834	1.6953	1.3212	46.5738	45.3249	8.1013	21.4084	35.2057	43.3859
10	96.9833	1.6953	1.3213	46.5736	45.3250	8.1014	21.4084	35.2058	43.3858
20	96.9832	1.6954	1.3214	46.5736	45.3250	8.1014	21.4984	35.2058	43.3858
30	96.9832	1.6954	1.3214	46.5736	45.3250	8.1014	21.4084	35.2058	43.3858

นักลงทุน ต่างประเทศ



ตารางที่ 10 การแยกส่วนของความแปรปรวนของนักลงทุนต่างประเทศ

ตัวแปรที่ศึกษา	สัดส่วนของความแปรปรวน (%)		
	Non-Fundamental Shocks	Permanent-Fundamental Shocks	Transitory-Fundamental Shocks
ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์	97-100	0-2	0-1
อัตราผลตอบแทน	43-45	48-55	0-9
ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน	12-21	36-37	43-50



ตารางที่ 11 การแยกส่วนของความแปรปรวนของนักลงทุนกลุ่มสถาบัน

ตัวแปรที่ศึกษา	สัดส่วนของความแปรปรวน (%)		
	Non-Fundamental Shocks	Permanent-Fundamental Shocks	Transitory-Fundamental Shocks
ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์	90-100	0-7	0-3
อัตราผลตอบแทน	9-17	74-90	0-9
ความผันผวนของอัตรา ผลตอบแทน	1-9	45-47	44-52



ตารางที่ 12 การแยกส่วนของความแปรปรวนของนักลงทุนรายย่อยภายในประเทศ

ตัวแปรที่ศึกษา	สัดส่วนของความแปรปรวน (%)		
	Non-Fundamental Shocks	Permanent-Fundamental Shocks	Transitory-Fundamental Shocks
ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์	96-100	0-2	0 -2
อัตราผลตอบแทน	46-50	45-50	0-8
ความผันผวนของอัตรา ผลตอบแทน	17-21	32-35	43-50



ตารางที่ 13 การแยกส่วนของความแปรปรวนของบัญชีบริษัทหลักทรัพย์

ตัวแปรที่ศึกษา	สัดส่วนของความแปรปรวน (%)		
	Non-Fundamental Shocks	Permanent-Fundamental Shocks	Transitory-Fundamental Shocks
ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์	97-100	0-2	0-1
อัตราผลตอบแทน	2-3	86-97	0-10
ความผันผวนของอัตรา ผลตอบแทน	0-2	49-56	42-50



ส่วนที่ 3 การวิเคราะห์การเป็น Informed Traders และ Noise Traders ของ นักลงทุนประเภทต่าง ๆ ภายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ผลการวิจัย

การวิเคราะห์การเป็น Informed Traders ในนักลงทุนแต่ละประเภท



การวิเคราะห์การเป็น Informed Traders ในนักลงทุน

สมการหลัก

$$\text{Return}_t = \alpha + \gamma_1 r_{t-1} + \gamma_2 r_{t-2} + \beta_0 \text{Volume}_{l,t} + \beta_1 \text{Volume}_{l,t-1} + \beta_2 \text{Volume}_{l,t-2} + \varepsilon$$

สมมติฐานหลัก

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = 0$$

(ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีตไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทน)



ตารางที่ 14 ผลการวิเคราะห์การเป็น Noised Traders ในนักลงทุน

ตัวแปร	นักลงทุนต่างประเทศ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย ภายในประเทศ	บัญชีบริษัทหลักทรัพย์
b_t	1.1927 (0.3116)	2.8919 (0.0644)	0.4254 (0.6558)	0.0155 (0.9846)
s_t	1.7327 (0.1869)	2.3591 (0.1045)	0.3079 (0.7363)	0.0249 (0.9754)
np_t	1.4708 (0.2391)	2.5057 (0.0914)	0.7028 (0.4998)	0.0371 (0.9637)



การวิเคราะห์การเป็น Noise Traders ในนักลงทุนแต่ละประเภท



การวิเคราะห์การเป็น Noise Traders ในนักลงทุนแต่ละประเภท

สมมติฐานหลัก ถูกแบ่งออกเป็น 2 ข้อ ประกอบด้วย

1. $H_0: \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = 0$
(ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทน)

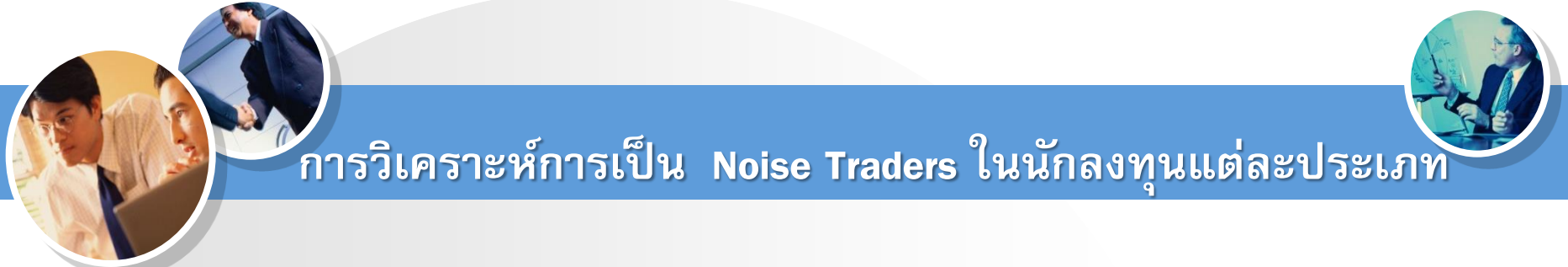
2. $H_0: \beta_0 + \beta_1 + \beta_2 = 0$
(อิทธิพลของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์มีผลต่ออัตราผลตอบแทนเพียงชั่วคราว)



$$1. H_0: \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = 0$$

ตารางที่ 13 ผลการวิเคราะห์การเป็น Noise Traders ในนักลงทุนแต่ละประเภท

ตัวแปร	นักลงทุนต่างประเทศ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย ภายในประเทศ	บัญชีบริษัทหลักทรัพย์
b_t	10.9906 (0.0000)	3.4152 (0.0240)	13.5523 (0.0000)	0.4882 (0.6920)
s_t	12.2702 (0.0000)	3.7814 (0.0158)	13.5726 (0.0000)	0.4890 (0.6915)
np_t	11.8243 (0.0000)	3.6801 (0.0177)	13.5992 (0.0000)	0.4885 (0.6918)



การวิเคราะห์การเป็น Noise Traders ในนักลงทุนแต่ละประเภท

$$2. H_0: \beta_0 + \beta_1 + \beta_2 = 0$$

ตารางที่ 15 ผลการวิเคราะห์การเป็น Noise Traders ในนักลงทุนแต่ละประเภท

ตัวแปร	นักลงทุนต่างประเทศ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย ภายในประเทศ	บัญชีบริษัทหลักทรัพย์
b_t	16.3147 (0.0002)	9.8689 (0.0028)	9.7658 (0.0029)	0.3391 (0.5629)
s_t	17.7012 (0.0001)	11.2256 (0.0015)	9.9959 (0.0026)	0.3855 (0.5374)
np_t	17.2968 (0.0001)	10.8023 (0.0018)	9.8950 (0.0027)	0.3616 (0.5502)



ส่วนที่ 4 การศึกษาผลการดำเนินงานของนักลงทุนแต่ละประเภท



การศึกษาผลการดำเนินงานของนักลงทุนแต่ละประเภท

แบ่งออกเป็น 2 วิธี คือ

1. Aggregate Simultaneous Return

2. Aggregate Following One Day Return

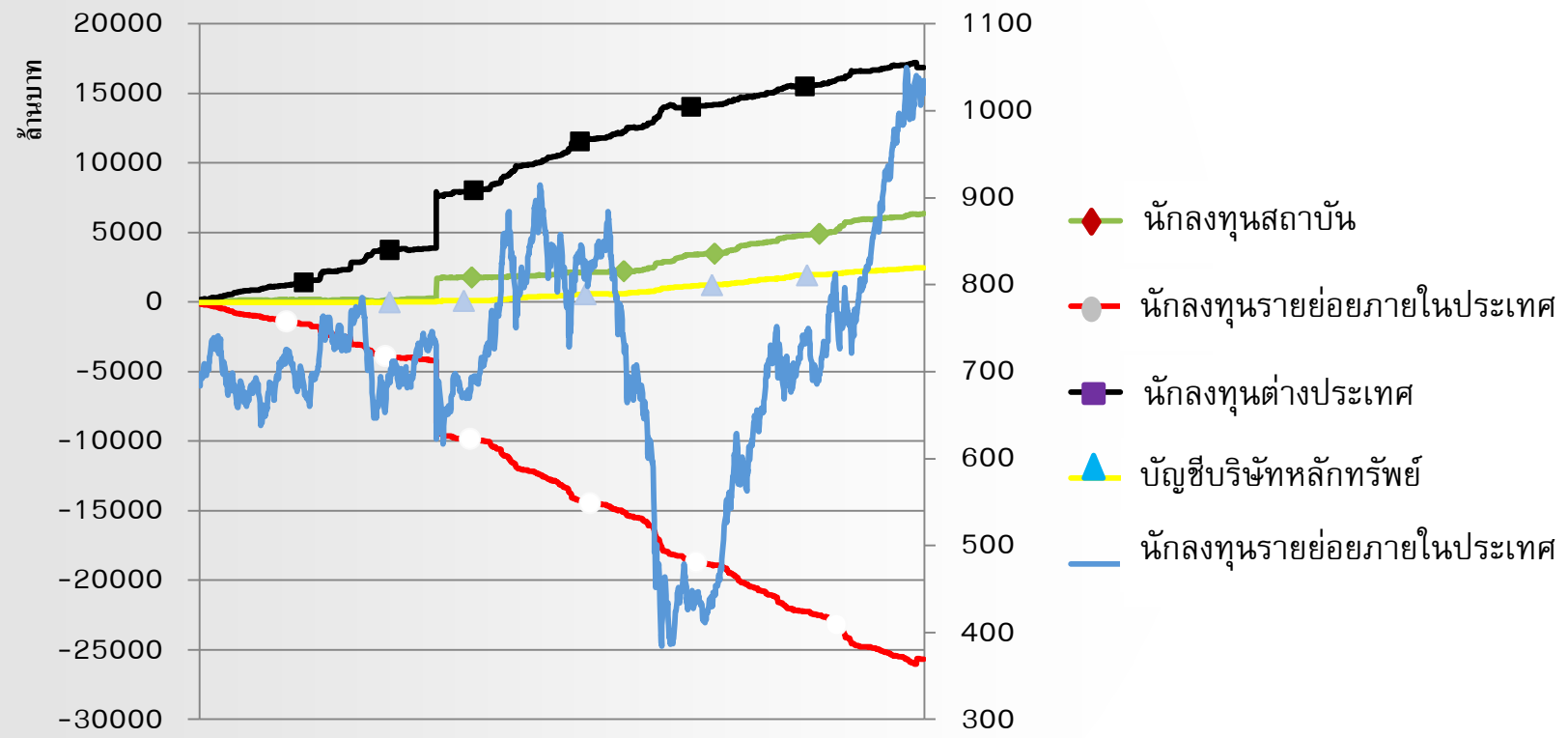


ตารางที่ 16 ผลการศึกษาผลการดำเนินงานของนักลงทุนแต่ละประเภท แบบวิธี Aggregate Simultaneous Return

ปี พ.ศ.	นักลงทุนต่างประเทศ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย	บัญชีบริษัทหลักทรัพย์
2548	1586.50	218.22	-1793.90	-10.823
2549	6056.42	1492.59	-7642.33	93.31
2550	2923.53	379.35	-3694.23	391.34
2551	3392.30	1127.79	-5138.28	618.19
2552	1558.93	1584.54	-3982.31	838.84
2553	1349.25	1554.46	-3435.15	531.44



Aggregate Simultaneous Return



ภาพที่ 6 อัตราผลตอบแทนสะสมของนักลงทุนแต่ละประเภทในช่วงปี พ.ศ. 2549-2553

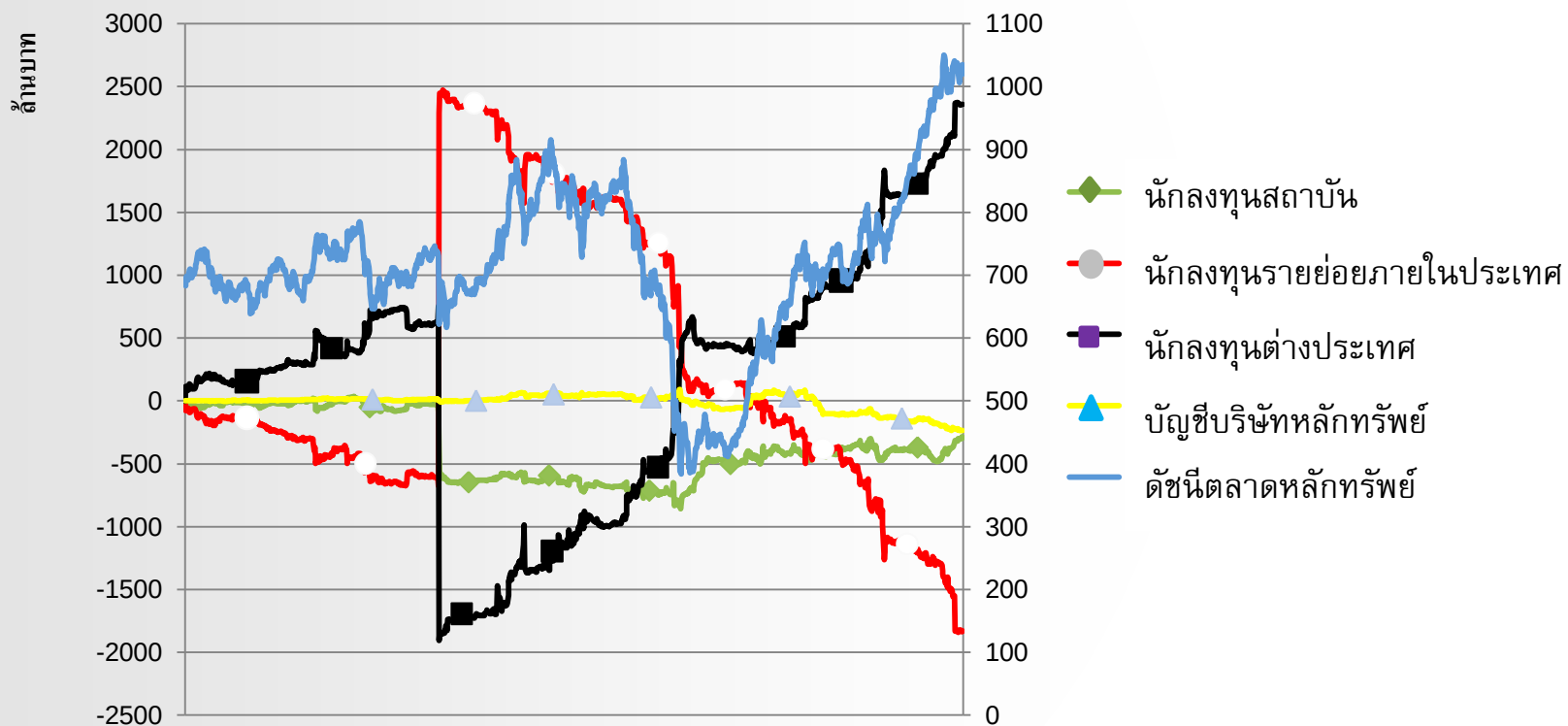


ตารางที่ 17 ผลการศึกษาผลการดำเนินงานของนักลงทุนแต่ละประเภท แบบวิธี Aggregate Following One Day Return

ปี พ.ศ.	นักลงทุนต่างประเทศ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย	บัญชีบริษัทหลักทรัพย์
2548	294.79	20.52	-324.79	9.48
2549	-2144.51	-638.68	2796.27	-13.08
2550	705.11	-7.23	-745.87	47.98
2551	1598.92	134.28	-1657.80	-75.40
2552	446.75	65.84	-440.93	-71.66
2553	1459.30	134.09	-1460.66	-132.73



การศึกษาผลการดำเนินงานของนักลงทุนแต่ละประเภท



ภาพที่ 7 อัตราผลตอบแทนสะสมของนักลงทุนแต่ละประเภทในช่วงปี พ.ศ. 2549-2553



สรุปผลการวิจัย



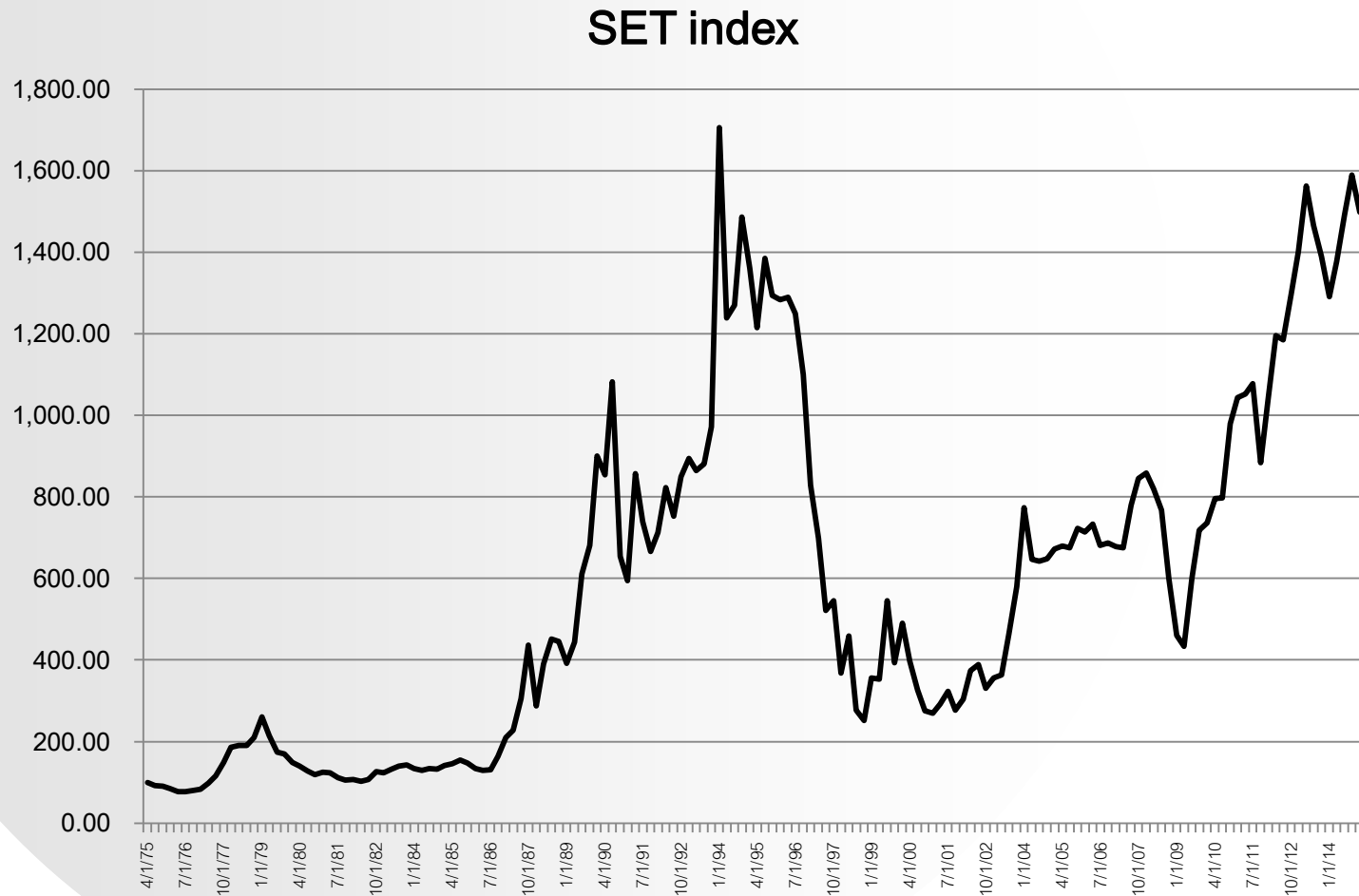
- ❖ แสดงหลักฐานว่ามี Noise Trading เกิดขึ้นภายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- ❖ นักลงทุนทุกประเภทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีพฤติกรรมการลงทุนเป็นแบบ Informed Traders
- ❖ นักลงทุนต่างประเทศจะมีอัตราผลตอบแทนสะสมจากการลงทุนที่สูงที่สุด ซึ่งจะตรงกันข้ามกับนักลงทุนรายย่อยภายในประเทศที่จะมีอัตราผลตอบแทนสะสมจากการลงทุนที่ต่ำที่สุด
- ❖ นักลงทุนรายย่อยภายในประเทศบางส่วนมีผลตอบแทนจากการลงทุนที่คล้ายกับ Noise Traders



Other Explanation

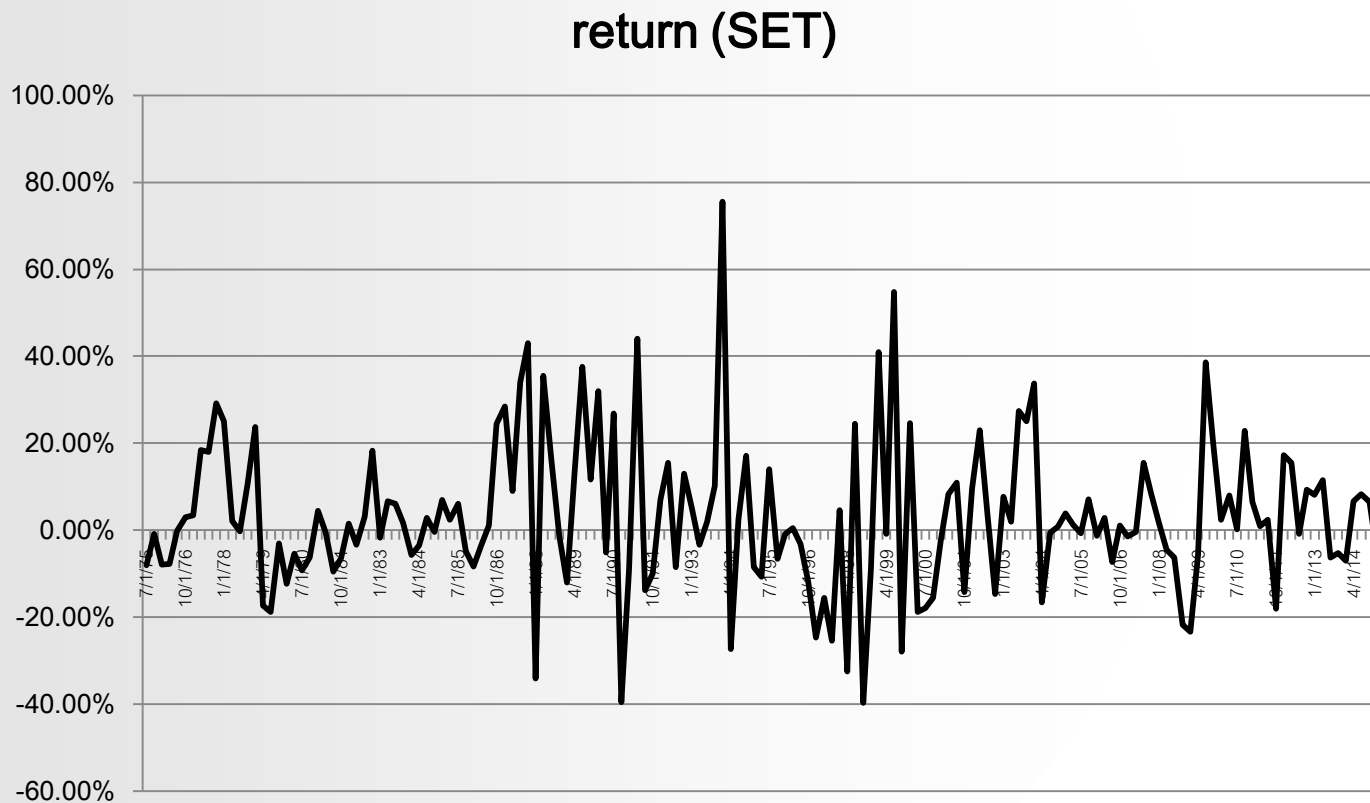


SET Index Movement





SET Index Return





SET Index Movement



Source: www.siam-chart.com



Institutional Investors' Herding Behavior

- ❖ นักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มการลงทุนตามกันมากกว่านักลงทุนรายย่อย
- ❖ การประเมินผลการดำเนินงานของผู้จัดการกองทุน จะมีการเปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานของกองทุนอื่น ผู้จัดการกองทุนจึงมีแนวโน้มที่จะเลือกการลงทุนให้เหมือนผู้จัดการกองทุนคนอื่น ๆ
- ❖ หากนักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีข้อมูลมากและซื้อขายอย่างมีเหตุผล ย่อมทำให้นักลงทุนสถาบันมีการลงทุนไปในทิศทางเดียวกัน



The Limit Order Effect

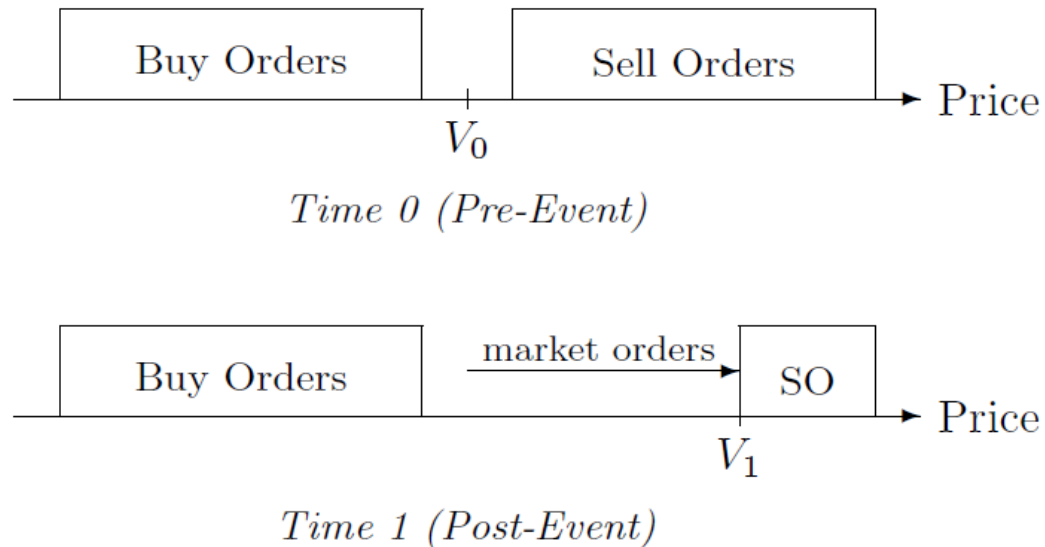


Figure 1: An Example of Limit Orders Triggered by News

Source: Linnainmaa (2005). Working paper, UCLA.



The Limit Order Effect

- ❖ By using individual investors' limit orders, we can explain why individuals seem to misinterpret new information and systematically trade in the “wrong direction”.
- ❖ Institutional investors who observe current market information in real time react by submitting market buy orders (or marketable limit order), triggering sell limit orders that are not withdrawn in time.

Source: Linnainmaa (2005). Working paper, UCLA.



Overall Results

- ❖ **Noise trading risks or transaction costs (illiquidity) or institutional investors' herding**
- ❖ **All investors in SET behave like informed traders, nevertheless, retail investors have limited potential to catch price trends.**
- ❖ **Do retail investors overweight technical analysis (catching price trends as a short-term goal) more than stock pricing analysis (as a long-term goal)?**
- ❖ **Are retail investors ready for High-Frequency (HF) world?**



Policy Implication for Regulator

- ❖ **Emerging exchanges normally have lower liquidity. Noise trading risks can be interpreted as illiquidity costs.**
- ❖ **Regulator and Exchange should suggest caution on price chasing by retail investors. Limit order effect is mostly retail investors' trading cost. However, loss in price trend mistaking is not a big deal if average market capitalization increases.**
- ❖ **Regulator should promote more frequently on stock pricing, although technical analysis courses are preferred by retail investors and brokerage houses.**

ขอขอบคุณครับ

ARE RETAIL INVESTORS READY FOR
HIGH-FREQUENCY TRADING WORLD?

