

การศึกษาผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ที่มีการย้ายตลาดหลักทรัพย์จาก MAI สู่ SET

กุลธิดา วรรณวิสูตร

ผู้ช่วยผู้สอบบัญชีรับอนุญาต

บริษัท สำนักงาน อีวาย จำกัด

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 6 มิถุนายน 2563

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 2 สิงหาคม 2563

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 10 พฤศจิกายน 2563

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์จากผลกระทบของการย้ายตลาดหลักทรัพย์จาก MAI สู่ SET (Transfer Listing) โดยขอบเขตการศึกษาอยู่ในช่วงปี พ.ศ. 2551-2560 ซึ่งใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ย้ายตลาดมีผล (Effective Date) โดยนำผลตอบแทนของหุ้นเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่คาดหวังตามทฤษฎีตลาด (Market Model) เพื่อหาผลตอบแทนส่วนที่ผิดปกติ

จากการวิเคราะห์บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า ในช่วงปี พ.ศ. 2551-2560 มีหลักทรัพย์ที่ทำการย้ายตลาดหลักทรัพย์จาก MAI สู่ SET ทั้งหมด 17 หลักทรัพย์ โดยพบว่า ผลตอบแทนหุ้นจะเพิ่มขึ้นเชิงบวกอย่างรวดเร็วในช่วง 1-2 วัน ก่อนการย้ายตลาดมีผล และเมื่อผ่านพ้นวันที่ย้ายตลาดมีผล ราคาหุ้นค่อย ๆ ปรับตัวลดลง แต่ยังคงมีผลตอบแทนเชิงบวกอย่างต่อเนื่องภายใต้ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา เมื่อเทียบกับช่วงเวลาก่อนบริษัททำการย้ายตลาดหลักทรัพย์ จึงอาจกล่าวได้ว่า เหตุการณ์การย้ายตลาดมีอิทธิพลต่อราคาหุ้น นักลงทุนสามารถใช้ผลลัพธ์ที่ได้ในการกำหนดกลยุทธ์การลงทุนเพื่อสร้างผลกำไรภายในระยะเวลาอันสั้น

คำสำคัญ: การย้ายตลาด วันที่ย้ายตลาดมีผล ผลตอบแทนเกินปกติ

The Transfer Listing From Mai to Set Relate to Abnormal Return

Kulthida Wanavisutra

*Assistant Assurance,
EY Office Company Limited*

Received: June 6, 2020

Revised: August 2, 2020

Accepted: November 10, 2020

ABSTRACT

This study aims at the unusual stock prices by the impact of Transfer listing from MAI to SET. The scope of this study, using the closing price on the Effective Date (ED), is between 2008 and 2017. This is subject to compare the actual returns with "Market Model" which is the expected return for calculated the abnormal return.

Regarding this study, in SET there are 17 companies contributing to the Transfer listing between 2008 and 2017. Before the ED about 1-2 days, the positive benefits abruptly pull up, and after that, the prices decreased gradually but still has the significantly positive benefits on the study's interval. This means that the Transfer listing influences the stock prices. As a result, investors can use the conclusion for the investment's strategies, how to make a profit in the short term.

Keywords: Transfer listing, Effective Date, Abnormal return

บทนำ

ปัจจุบัน บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไม่เพียงแต่ต้องดำเนินการให้ได้ผลประกอบการให้ดีที่สุด แต่ยังต้องมีการหาแหล่งเงินทุนเพื่อนำมาใช้ประกอบกิจการการดึงดูดให้นักลงทุนมาลงทุนกับหุ้นของบริษัท ก็เป็นหนึ่งในวิธีในการได้มาซึ่งแหล่งเงินทุน ไม่ว่าจะเป็นการสร้างผลประกอบการที่ดีทำให้บริษัทมีงบการเงินที่ดึงดูดใจนักลงทุน ซึ่งเป็นเจ้าของเงินทุนที่จะส่งกลับมาให้บริษัทได้พัฒนาหรือลงทุนในโครงการใหม่ ๆ หรือบางบริษัทก็อาจเลือกที่จะจ่ายเงินเป็นผลตอบแทนผู้ถือหุ้นมากกว่าการให้ผู้ถือหุ้นรอกำไรจากส่วนต่างของราคา เป็นต้น อย่างไรก็ตาม บริษัทที่มีหุ้นอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มักจะมีปริมาณการซื้อขายและราคาสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ MAI เนื่องจากตลาด SET มีหลักเกณฑ์การจดทะเบียนที่สูงกว่าตลาด MAI นั้นทำให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นในการลงทุนมากกว่า ทำให้ตลาด SET มีสภาพคล่องมากกว่า MAI หลายบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในระยะเริ่มแรกกับตลาด MAI เนื่องจากเป็นบริษัทขนาดเล็ก มีทุนจดทะเบียนและส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำจึงทำให้ไม่สามารถเข้าเงื่อนไขตลาด SET ได้ และเมื่อดำเนินธุรกิจมาไ้ระยะหนึ่ง บริษัทมีการเติบโตที่สูงขึ้นและมีศักยภาพเพียงพอที่จะขอย้ายรายชื่อไปยังตลาด SET บริษัทเหล่านี้ก็มักจะทำการยื่นเรื่องขอย้ายตลาด เพื่อเป็นการดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามามากยิ่งขึ้น

ขอบเขตของการศึกษาผลกระทบจากการถ่ายโอนรายชื่อของหุ้น หรือการย้ายตลาด (Transfer Listing) ซึ่งอ้างอิงข้อมูลราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี พ.ศ. 2551–2560 โดยใช้ผลตอบแทนรายวันในช่วงระยะเวลาที่ย้ายตลาดมีผล (Effective Date) เพื่อพิสูจน์ว่า ราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการถ่ายโอนรายชื่อของหุ้นสูงกว่าราคาหลักทรัพย์ในวันอื่น ๆ อย่างมีนัยสำคัญจริงหรือไม่ แตกต่างจากช่วงปกติอย่างไร

การศึกษาผลกระทบจากการถ่ายโอนรายชื่อของหุ้น หรือการย้ายตลาด จะทำให้นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ และวางแผนให้ได้ผลตอบแทนสูงสุด โดยหากนักลงทุนนำผลการวิจัยนี้ ซึ่งเกี่ยวข้องกับพฤติกรรมของราคาหุ้น หลังจากมีการย้ายตลาด ไปช่วยกำหนดกรอบทิศทางการพิจารณาเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ ร่วมกับการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของบริษัทที่ต้องการจะเข้าไปลงทุน อาจจะช่วยเพิ่มความมั่นคงและก่อให้เกิดอิสรภาพทางการเงินได้ นอกจากนี้ อาจใช้ความผิดปกติที่เกิดขึ้นนี้ในการเก็งกำไรในหลักทรัพย์นั้น ๆ เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงที่สุด เช่น หากมีเหตุการณ์การย้ายตลาดแล้วอัตราผลตอบแทนเกิดความผิดปกติขึ้น จะมีช่วงใดที่มีราคาหลักทรัพย์ที่ต่ำอย่างมีนัยสำคัญ นักลงทุนจะได้ตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ในช่วงนั้น และช่วงใดที่มีราคาหลักทรัพย์สูงอย่างมีนัยสำคัญ นักลงทุนจะได้ตัดสินใจขายหลักทรัพย์ในช่วงนั้น เพื่อสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนในระยะสั้นได้สูงที่สุดและมีความแม่นยำมากที่สุด

ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการคัดเลือกหุ้นเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำเป็นที่จะต้องผ่านหลักเกณฑ์ตามที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กำหนด ทั้งเกณฑ์ด้านมูลค่าทุนจดทะเบียน ส่วนของผู้ถือหุ้น สภาพคล่อง ผลการดำเนินงาน และกำหนดระยะเวลาที่แตกต่างกันออกไป โดยข้อมูลที่สำนักงาน ก.ล.ต. นำมาใช้ในการคัดเลือกหุ้นว่า ผ่านเกณฑ์หรือไม่ เป็นข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะ (Public Information) ดังนั้นการคัดเลือกหุ้นเพื่อทำการย้ายตลาดจึงเป็นเหตุการณ์ที่ไม่ได้สื่อสารข้อมูลข่าวสารใหม่ให้แก่ตลาดแต่อย่างใด ซึ่งหากเชื่อตามสมมติฐานของ Fama (1970), Fama (1976) และ Fisher, Jensen, and Roll (1969) เรื่องของตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ซึ่งได้ระบุว่า ตลาดทุนสำหรับหุ้นสามัญมีประสิทธิภาพมากถึงระดับที่ราคาของหุ้นสามัญไม่มีการ

เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อมีข้อมูลสาธารณะ (Public Information) ใหม่ ๆ เกิดขึ้น แสดงว่า การที่หุ้นตัวหนึ่งถูกย่ำตลาดไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น ดังนั้นนักลงทุนจึงไม่ควรสร้างกำไรเกินปกติได้ เนื่องจากตามสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง หรือ Semi-Strong Form เชื่อว่า ราคาหุ้นได้สะท้อนข้อมูลที่เปิดเผยในสาธารณะทั้งหมดแล้ว ส่งผลให้นักลงทุนไม่สามารถทำกำไรได้จากการคาดการณ์ราคาหุ้นได้ อย่างไรก็ตาม มีงานศึกษาในอดีตพบว่า นักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ (Abnormal Returns)

การย่ำตลาดของหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา

เมื่อบริษัทมีการถ่ายโอนรายชื่อหุ้น (ย่ำตลาด) นั้นมักมีผู้ถือหุ้นและกิจกรรมการซื้อขายเพิ่มขึ้นอย่างมาก Merton (1987) ผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นช่วยพัฒนาการกระจายความเสี่ยง ซึ่งมีผลกระทบในเชิงบวกต่อราคาหุ้น Amihud และ Mendelson (1986) ระบุว่า การมีสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นยังมีผลกระทบในเชิงบวกต่อราคาหุ้น ซึ่งการวิจัยที่มีอยู่ส่วนใหญ่เกี่ยวข้องกับกรณีที่มีการจดทะเบียนหุ้นของ NASDAQ หรือ AMEX ย้ายรายชื่อไปยัง New York Stock Exchange หรือตลาดหุ้นอื่น ๆ ในสหรัฐอเมริกา เช่น งานวิจัยของ Baker and Edelman (1991); Dharan and Ikenberry (1995); Edelman and Baker (1990, 1993, 1994); Grammatikos and Papaioannou (1986a, 1986b); Jain and Kim (2006); McConnell and Sanger (1987); Sanger and McConnell (1986); Van Horne (1970); Webb (1999); Ying et al. (1977); Christie and Huang (1994); Kadlec and McConnell (1994); Elyasiani, Hauser, Lauterbach (2000); Panchapagesan (2011) โดยแสดงให้เห็นถึงผลกระทบจากการย่ำตลาด ซึ่งเป็นแรงจูงใจหรือประโยชน์ที่ได้รับอย่างผลตอบแทนของหุ้นหรือผลการดำเนินงาน เช่น มีสภาพคล่อง (การลดลงของ Spread), Pricing Error Volatility และ Price Discovery ที่ดีขึ้น ช่วยให้บริษัทขยายฐานผู้ลงทุนและมีการเปิดเผยข้อมูลต่าง ๆ ต่อสาธารณะมากขึ้น มีมาตรฐานการกำกับดูแลที่เข้มงวดมากขึ้นของตลาด NYSE นอกจากนี้ยังมีโครงสร้างหนี้ ส่วนของผู้ถือหุ้นและมีการทำธุรกรรมด้านสินทรัพย์ที่มากขึ้น เช่น การซื้อกิจการ

การย่ำตลาดของหลักทรัพย์ในประเทศอังกฤษ

Jenkinson และ Ramadorai (2013) ได้วิเคราะห์ผลประกอบการและผลประกอบการหนึ่งปีของบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดเล็กที่ย้ายจาก Alternative Investment Market (AIM) ซึ่งเป็น Growth Market และ the Main Market (MM) หรือ the London Stock Exchange (LSE) และพบว่า ผลตอบแทนของบริษัทที่เปลี่ยนจาก AIM (MM) ไปเป็น MM (AIM) เป็นบวก (ลบ) อย่างมีนัยสำคัญประมาณ 5% หลังจากประกาศการเปลี่ยนตลาด

ความสัมพันธ์ของการเลือกช่วงระยะเวลาในการย่ำตลาดหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ผู้จัดการจะเลือกจดทะเบียนย่ำตลาดตอนช่วงผลการดำเนินงานของหุ้นสูงสุด และหลังจากนั้นในระยะยาวผลตอบแทนของหุ้นมีแนวโน้มลดลงและผันแปรตามผลประกอบการของบริษัท เช่น จากงานวิจัยของ Lin, Wen-Chun & Liao, Tsai-Ling (2018) ได้ศึกษาบริษัทที่มีการย่ำตลาดจาก NASDAQ หรือ AMEX ไปยัง NYSE และจาก NASDAQ ไปจนถึง AMEX พบว่า บริษัทเหล่านี้มีกำไรงานยอดเยี่ยมที่ผิดปกติเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในปีก่อนที่จะทำการย่ำตลาด ในบริษัทที่มีรายได้ที่ไม่ดีทั้งในปัจจุบันและในอนาคต ยอดคงค้างที่ผิดปกติก่อนช่วงย่ำตลาดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหุ้นหลัง

ย้ายตลาดกับผลการดำเนินงานของบริษัท ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า พฤติกรรมการจัดการกำไร Earnings Management ก่อนย้ายตลาดเป็นการฉวยโอกาสในการบริหาร (Managerial Opportunism)

การย้ายตลาดของหลักทรัพย์ในทวีปเอเชีย

เนื่องจากผลกระทบจากการย้ายตลาดของ NASDAQ กับ NYSE อาจเป็นผลมาจากระบบ Trading Mechanism ที่ไม่เหมือนกันของสองตลาด กล่าวคือ NASDAQ เป็น Dealer Market โดยทำการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านตัวแทน ส่วน NYSE เป็น Auction Market โดยทำการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยตัวผู้ซื้อและผู้ขายเอง แต่ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาด MAI มีระบบดังกล่าวที่ไม่ต่างกันเหมือนตลาดฝั่งเกาหลีใต้ หวัน ญี่ปุ่น และมาเลเซีย เช่น ในประเทศเกาหลี งานวิจัยของ Jong-Ho Parka, Ki Beom Binhb และ Kyong Shik Eom (2016) พบว่า บริษัทที่มีการย้ายตลาดจาก Korean Growth Market (KOSDAQ) ไป the Main Board (KOSPI) มี Trading-related Market Quality เช่น Liquidity ซึ่งเกี่ยวกับ Spread, Market Depth, Trading Volume, and Number of Trades เสื่อมลงหรือยังคงไม่เปลี่ยนแปลงตามการย้ายตลาด แตกต่างจากผลงานวิจัยของประเทศสหรัฐอเมริกา ในประเทศไต้หวัน มีงานวิจัยของ P. Blenman, Lloyd and Chen, Dar-Hsin and Duan, Chang-wen (2003) ซึ่งศึกษาเกี่ยวกับผลตอบแทนของหุ้นที่ย้ายตลาดจาก the R.O.C. over-the-counter Securities Exchange (ROSE) ไปเป็น the Taiwan Stock Exchange (TSE) ในไต้หวันพบว่า การย้ายตลาดมีผลตอบแทนเป็นบวกทางสถิติก่อนวันย้ายและได้รับผลตอบแทนเชิงลบทางสถิติหลังจากวันนั้น นอกจากนี้สภาพคล่องได้มีการพัฒนาขึ้น มีการกระจายตัวการเป็นเจ้าของหุ้นและปริมาณการซื้อขายที่เกิดขึ้นจริงเพิ่มขึ้น และงานวิจัยของ Tsai-Ling Liao & Min-Teh Yu (2014) ซึ่งศึกษาหุ้นที่ประกาศย้ายตลาดจาก Gre Tai Securities Market (GTSM) ไปสู่ Taiwan Stock Exchange (TSE) พบว่า บริษัทที่เปลี่ยนระบบได้รับผลกระทบจากการประกาศผลคือ ราคาขึ้นเด่นชัดในช่วงก่อนจดทะเบียน และสภาพคล่องของหุ้นมีการปรับตัวดีขึ้น ในประเทศญี่ปุ่นตามงานวิจัยของ Jun Uno, Mai Shibata, Takeshi Shimatani และ Tokiko Shimizu (2004) พบว่า หุ้นที่ย้ายจากตลาด The Japan Association Of Securities Dealers Automated Quotation (JASDAQ) ไปสู่ Tokyo Stock Exchange (TSE) มีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนและปริมาณที่เกินปกติ รวมทั้งสภาพคล่องมีแนวโน้มที่ดีขึ้น และในประเทศมาเลเซีย งานวิจัยของ Ahmad (2014) พบว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงก่อนวันประกาศย้ายตลาดมีความผันผวนอย่างมาก เนื่องจากนักลงทุนกำลังคาดหวังเกี่ยวกับข่าวดี และนักลงทุนที่ได้รับข้อมูลก่อนวันประกาศก็มีแนวโน้มจะสร้างกำไรเกินปกติได้

งานวิจัยในหลายประเทศ ได้ศึกษาความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ จากเหตุการณ์การย้ายตลาด (Transfer Listing) ซึ่งเป็นข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะ (Public Information) เพื่อเป็นการทดสอบสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับ Semi Strong Form แต่สำหรับงานวิจัยของประเทศไทย ที่ศึกษาเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาดนั้น มีจำนวนไม่มากนัก ซึ่งให้ผลลัพธ์ว่า ตลาดหลักทรัพย์ไทยไม่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง กล่าวคือ ข้อมูลข่าวสารทั้งหมดไม่ได้สะท้อนอยู่บนราคาหลักทรัพย์ และนักลงทุนสามารถทำกำไรเกินปกติได้จากความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ได้ และเพื่อเป็นการยืนยันผลสรุปดังกล่าว ผู้วิจัยคาดว่า ผลกระทบจากเหตุการณ์การย้ายตลาด ควรจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ เช่นเดียวกับในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอื่น ๆ จึงนำมาสู่สมมติฐานทางการวิจัยที่ว่า อัตราผลตอบแทนของราคา

หุ้นสามัญของบริษัทที่มีอายุโอนรายชื่อของหุ้น หรือการย้ายตลาด มีการให้ผลตอบแทนที่แตกต่างจากช่วงเวลาที่พักตัวอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

วิธีการวิจัย

1. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้รวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยใช้ข้อมูลแบบ Time Series Data จากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ MAI ที่มีการย้ายตลาด โดยจะเก็บข้อมูลรายวันของราคาปิดรายวัน (Closing Price) ของหลักทรัพย์ที่มีการย้ายตลาด ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2551 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2560 รวม 10 ปี พบว่า มีจำนวนบริษัทที่ทำการย้ายตลาดจากที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI ไปสู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ทั้งหมด 17 บริษัท รวมทั้งวันที่การย้ายตลาดมีผลและราคาปิดรายวันของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) โดยใช้ฐานข้อมูลจาก SETSMART www.set.or.th และ Thomson Reuters Datastream

2. ตัวแปรในการวิจัย

- ตัวแปรต้น ได้แก่ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่มีการย้ายตลาดจากตลาดหลักทรัพย์ MAI ไปสู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในปี พ.ศ. 2551–2560 รวมทั้งสิ้น 17 หลักทรัพย์
- ตัวแปรตาม ได้แก่ ความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่การย้ายตลาดมี

ปี พ.ศ.	รายชื่อบริษัท	ชื่อย่อหลักทรัพย์	วันที่ย้ายตลาดมีผล
2551	บริษัท มิลล์คอน สตีล จำกัด (มหาชน)	MILL	9/5/2551
2553	บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน)	TPOLY	16/12/2553
2554	บริษัท เด็มโก้ จำกัด (มหาชน)	DEMCO	4/2/2554
2555	บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)	SPCG	10/5/2555
	บริษัท ซีโอแอล จำกัด (มหาชน)	COL	26/12/2555
2556	บริษัท ทีอาร์ซี คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	TRC	23/4/ 2556
	บริษัท มาสเตอร์ แอด จำกัด (มหาชน)	MACO	19/09/2556
2557	บริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ จำกัด (มหาชน)	EARTH	2/1/2557
	บริษัท ชูไก จำกัด (มหาชน)	CRANE	7/8/2557
	บริษัท คันทรี กรุ๊ป ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	CGD	30/09/2557
	บริษัท โลห์ตัง แอนด์ อีควิปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	L&E	21/10/2557

ปี พ.ศ.	รายชื่อบริษัท	ชื่อย่อหลักทรัพย์	วันที่ย้ายตลาดมีผล
2558	บริษัท โมโน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	MONO	29/01/2558
	บริษัท ไพลอน จำกัด (มหาชน)	PYLON	6/8/2558
	บริษัท อินเทอร์เน็ต คอมมิวนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	ILINK	19/8/2558
2559	บริษัท แกรททิทูต อินฟินิท จำกัด (มหาชน)	GIFT	1/8/2559
2560	บริษัท พลังงานบริสุทธิ์ จำกัด (มหาชน)	EA	06/1/2560
	บริษัท แอสเซียน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	HTECH	3/7/2560

3. วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาเกี่ยวกับช่วงการถ่ายโอนรายชื่อของหุ้น หรือการย้ายตลาด โดยวิธีการดำเนินการวิจัย ใช้การศึกษาแบบการศึกษาเหตุการณ์ที่สนใจหรือ Event Study ซึ่งเป็นการศึกษาถึงผลกระทบของช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งเท่านั้น งานวิจัยนี้จะมีเหตุการณ์ที่สนใจคือ ช่วงเวลาของการย้ายตลาด โดยจะศึกษาว่า การย้ายตลาดนั้นจะมีผลกระทบต่อความผิดปกติของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญอย่างไร ในการกำหนดกรอบ Estimation Windows และ Event Windows ได้อ้างอิงจากงานวิจัยของ Jun Uno, Mai Shibata, Takeshi Shimatani และ Tokiko Shimizu (2004) พบว่า ช่วงระยะเวลาระหว่างวันประกาศการย้ายตลาด (Announcement Date) กับวันที่การย้ายตลาดมีผล (Effective Date) ส่วนมากอยู่ห่างกันประมาณ 3-4 วัน ดังนั้น งานวิจัยฉบับนี้จึงเลือก Estimate Window คือ ช่วงวันที่ (-244,-11) ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่สามารถรวบรวมข้อมูลได้มากที่สุดและข้อมูลทุกชุดมีความสมมาตรกัน ส่วน Event Window คือ ช่วงวันที่ (-10,+10) เพื่อให้ครอบคลุมผลกระทบของการประกาศข่าวกับวันที่ข่าวดังกล่าวมีผล ซึ่งการยืดเวลาเพื่อให้ครอบคลุมอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่มีทั้งเชิงบวกและเชิงลบ

(1) สมมติฐานงานวิจัย

H0: ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ (AAR) แต่ละวันเท่ากับ 0 หรือไม่พบความผิดปกติของผลตอบแทนหุ้นในช่วงที่มีการย้ายตลาด

H1: ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ (AAR) แต่ละวันไม่เท่ากับ 0 หรือพบความผิดปกติของผลตอบแทนหุ้นในช่วงที่มีการย้ายตลาด

H0: ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ (CAAR) เท่ากับ 0 หรือไม่พบความผิดปกติของผลตอบแทนหุ้นในช่วงที่มีการย้ายตลาด

H1: ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ (CAAR) ไม่เท่ากับ 0 หรือพบความผิดปกติของผลตอบแทนหุ้นในช่วงที่มีการย้ายตลาด

(2) การคำนวณผลตอบแทน (Actual Return)

$$R_{mt} = \ln(P_t / P_{t-1}) * 100$$

R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t

P_t คือ ราคาปิดของตลาด ณ เวลา t

P_{t-1} คือ ราคาปิดของตลาด ณ เวลา $t-1$

(3) การคำนวณผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากตลาด (Expected Return of Market) ตามทฤษฎีแบบจำลองตลาด (Market Model)

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

$E(R_{it})$ คือ ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

α_i, β_i คือ ค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่าความสัมพันธ์แบบถดถอย

R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา t

ϵ_{it} คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

t คือ เวลาในช่วงที่ศึกษา

(4) การคำนวณผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ในแต่ละวัน (Abnormal Return)

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

AR_{it} คือ ผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t (Abnormal Return)

R_{it} คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$E(R_{it})$ คือ ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

นอกจากนี้ งานวิจัยฉบับนี้เป็น Sample of Event Test ไม่ใช่ Individual Event Test จึงต้องทดสอบค่าทางสถิติของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ย (Average Abnormal Return : AAR_{it}) และอัตราผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return : $CAAR_{it}$) โดยเป็นการหาค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นแบบ Cross-Sectional และจะใช้การทดสอบสมมติฐานแบบ Parametric Test หรือ t-statistics เพื่อให้เกิดความเชื่อมั่นว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นในแต่ละวันนั้นมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยงานวิจัยชิ้นนี้ตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นในแต่ละวันนั้นมีความสัมพันธ์แบบ Independent and Identically Distributed (i.i.d.)

(5) การคำนวณผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในแต่ละวัน (Average Abnormal Return)

$$AAR_{it} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

AAR_{it} คือ ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

AR_{it} คือ ผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

t คือ เวลาในช่วงที่ศึกษา

n คือ จำนวนข้อมูลทั้งหมด

(6) การคำนวณผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ในแต่ละวัน (Cumulative Average Abnormal Return)

$$CAARit = \frac{\sum_{t=1}^N CARit}{n} \text{ หรือ สามารถหาได้จาก } \sum_{t=1}^{\infty} AARit$$

CAARit คือ ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

AARit คือ ผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

t คือ เวลาในช่วงที่ศึกษา

n คือ จำนวนข้อมูลทั้งหมด

นำผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในแต่ละวัน (AARit) และนำผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ในแต่ละวัน (CAARit) มาทดสอบนัยสำคัญทางสถิติด้วย T-Test

$$T\text{-test} = \frac{AARit}{\sigma/\sqrt{n}}$$

AARit คือ ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

σ คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$$T\text{-test} = \frac{CAARit}{\sigma/\sqrt{n}}$$

CAARit คือ ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

σ คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

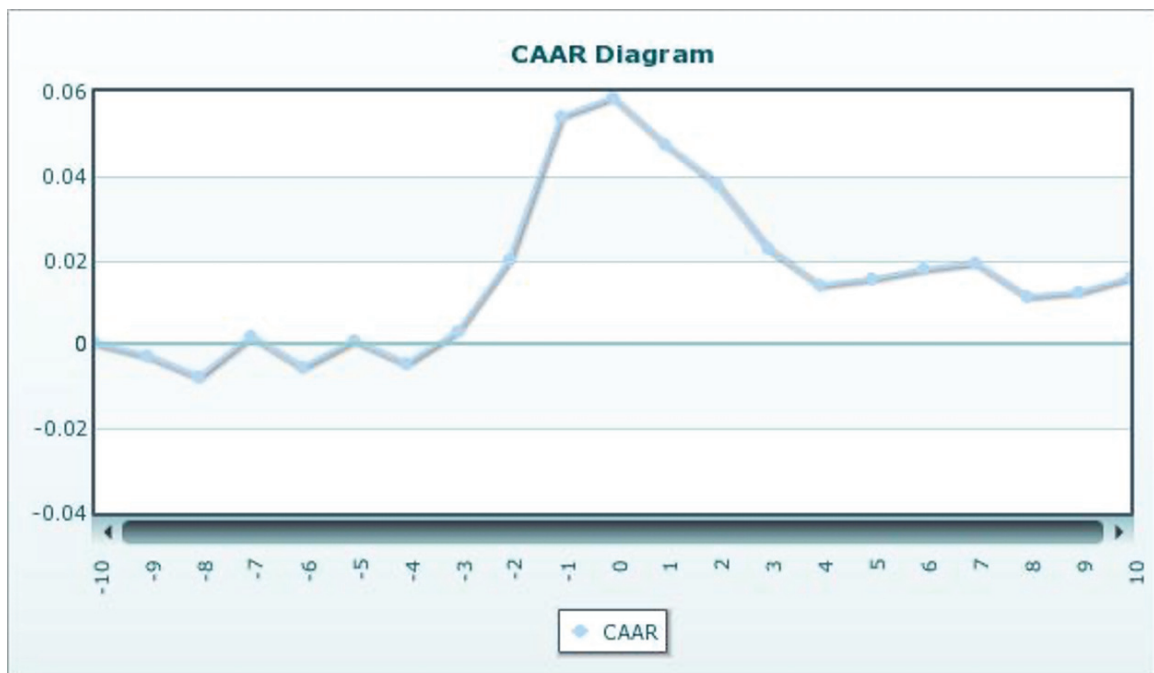
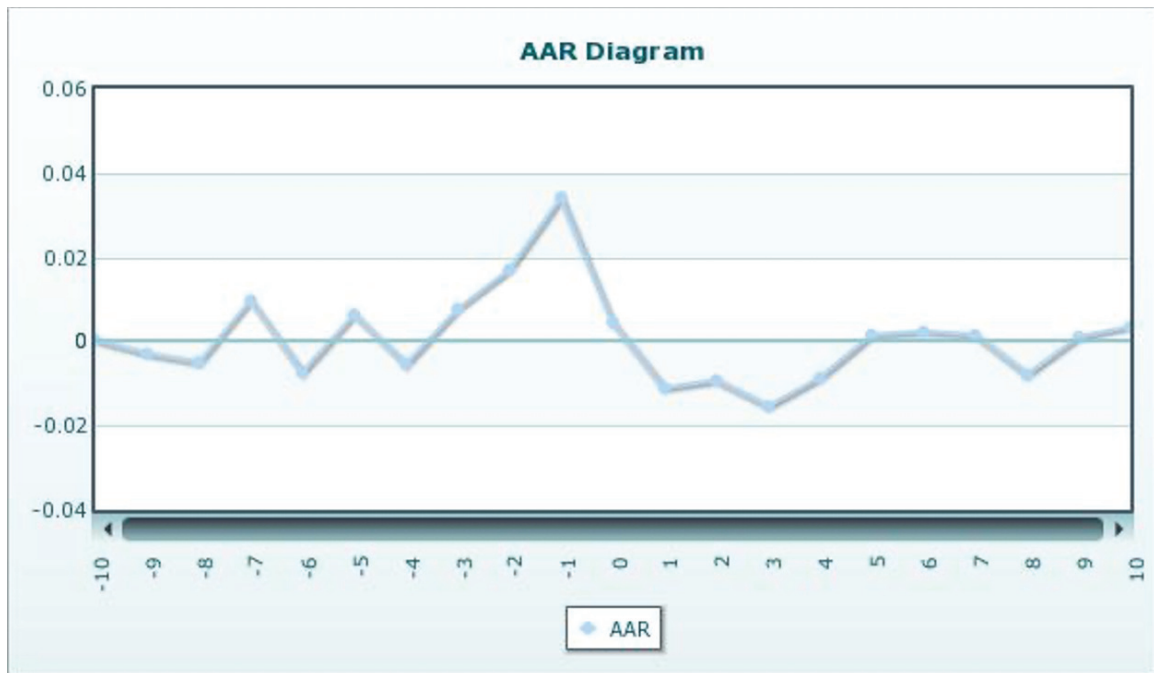
Day	AAR	t-test (t)	CAAR	t-test (t)
-10	0.0003	0.0450	0.0003	0.0450
-9	-0.0003	-0.8457	-0.0027	-0.4011
-8	-0.0050	-0.7222	-0.0077	-0.7600
-7	0.0097	1.7781*	0.0020	0.1581
-6	-0.0074	-1.7212	-0.0054	-0.4058
-5	-0.0064	0.9437	0.0009	0.1015
-4	-0.0055	-0.7701	-0.0045	-0.3915
-3	0.0077	0.9662	0.0031	0.2421
-2	0.0170	2.6378**	0.0201	1.5540
-1	0.0340	4.0901***	0.0541	3.7655***

Day	AAR	t-test (t)	CAAR	t-test (t)
0	0.0045	0.5164	0.0586	4.1970***
1	-0.0111	-2.0260*	0.0475	3.7646***
2	-0.0093	-2.1512**	0.0382	3.0528***
3	-0.0154	-4.2169***	0.0228	1.7406
4	-0.0087	-1.4306	0.0141	0.9806
5	0.0015	0.3000	0.0156	1.0276
6	0.0023	0.4962	0.0178	1.1113
7	0.0015	0.2782	0.0193	1.1456
8	-0.0079	-2.5610**	0.0114	0.7155
9	0.0010	0.2722	0.0124	0.7507
10	0.0035	0.5648	0.0159	1.0196

*** : sig. at $\alpha = 0.01$, ** : sig. at $\alpha = 0.05$, * : sig. at $\alpha = 0.1$

ผลการศึกษา

จากตารางพบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นมีความผิดปกติเชิงบวกในวันที่ -2 และ -1 ก่อนวันที่การย้ายตลาด มีผลอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และ 99% ตามลำดับ หลังจากนั้น ในวันที่ 1, 2 และ 3 หลังวันที่การย้ายตลาดมีผล เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90% 95% และ 99% ตามลำดับจากตารางข้างต้น ซึ่งหมายความว่า นักลงทุนควรหลีกเลี่ยงการลงทุนในระยะสั้น เช่น ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ 1-2 วันก่อนการย้ายตลาดมีผล ซึ่งพบว่า หลักทรัพย์มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเชิงบวก โดยเป็นช่วงที่นักลงทุนบางรายที่ขาดประสบการณ์มักเล่นตามข่าวในช่วงดังกล่าวทำให้อาจซื้อหลักทรัพย์แพงเกินกว่าปกติ แต่นักลงทุนที่มีประสบการณ์ควรลงทุนตั้งต่อก่อนหน้านั้น เพื่อทำการเก็งกำไรระยะสั้นมาขาย ณ วันที่มีการย้ายตลาดมีผล เพื่อสร้างผลตอบแทนเกินปกติ



หากวิเคราะห์จากภาพ ซึ่งแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ (CAAR) จะพบว่า ช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมที่เป็นทั้งบวกและลบ แต่หลังจากเกิดเหตุการณ์การย้ายตลาด ค่าผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์มีค่ามากกว่า 0 ตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษา (-10,+10) ซึ่งหมายความว่า หากนักลงทุนเลือกลงทุนช่วงใดก็ตามแต่ก่อนเกิดเหตุการณ์ย้ายตลาด และเมื่อเกิดเหตุการณ์ก็ทำการขายออก ก็ย่อมทำให้นักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติเสมอ ภายใต้ต้นทุนที่ต่ำกว่าปกติ อย่างไรก็ตาม หากนักลงทุนต้องการที่จะทำอะไรเกินปกติสูงสุด (Maximize Profit) ก็ควรเลือกลงทุนในช่วงก่อน 1-2 วันก่อนเกิดเหตุการณ์ (ก่อนที่นักลงทุนในตลาดจะเริ่มเล่นตามข่าว) ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ผลตอบแทนทั้งบวกและลบ ขึ้นลงตามแรงซื้อ-ขายของตลาด ซึ่งเป็นสัญญาณว่า หลักทรัพย์มีราคาต่ำกว่าปกติ

จากข้อสรุปทั้งหมดที่กล่าวมา รวมทั้งภาพแสดงแผนภูมิเส้น ซึ่งแสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ (AAR) และผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ (CAAR) พบว่า มีผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ (CAAR) ไม่เท่ากับ 0 แสดงถึงการพบความผิดปกติในอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสะสม ซึ่งเป็นบวกเสมอหลังเกิดเหตุการณ์ และ ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ไม่เท่ากับ 0 แสดงถึง การพบความผิดปกติในอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย ซึ่งมีทั้งทิศทางบวกและลบ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐาน นำไปสู่การตัดสินใจของนักลงทุนที่ควรเลือกลงทุนในช่วงเวลาใดในเหตุการณ์การถ่ายโอนรายชื่อหุ้น หรือการย้ายตลาดของหลักทรัพย์

อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

1. สรุปผลการวิจัย

หากไม่สามารถปฏิเสธ H_0 แสดงว่า การถ่ายโอนรายชื่อของหุ้นหรือการย้ายตลาดไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น ซึ่งจะสอดคล้องกับงานวิจัยของ Jong-Ho Park, Ki Beom Binh และ Kyong Shik Eom (2016) ที่ศึกษาการย้ายตลาดในประเทศเกาหลี ซึ่งพบว่า ราคาไม่ได้ลดลงหลังย้ายตลาดอย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้งสภาพคล่องในการซื้อขายยังคงไม่เปลี่ยนแปลง ซึ่งตีความได้ว่า ตลาดทั้งสองของเกาหลีเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพตามสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาด

อย่างไรก็ตาม จากผลลัพธ์การวิจัยแสดงให้เห็นว่า สามารถปฏิเสธ H_0 ได้ แสดงว่า การย้ายตลาดก่อให้เกิดความผิดปกติต่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสะสม ($CAAR \neq 0$) และอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย ($AAR \neq 0$) นำไปสู่การตัดสินใจของนักลงทุนที่ควรเลือกลงทุนเพื่อสร้างอัตราผลตอบแทนเกินปกติ ในช่วงที่การย้ายตลาดมีผล ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Baker and Edelman (1991); Dharan and Ikenberry (1995); Edelman and Baker (1990, 1993, 1994); Grammatikos and Papaioannou (1986a, 1986b); Jain and Kim (2006); McConnell and Sanger (1987); Sanger and McConnell (1986); Van Horne (1970); Webb (1999); Ying et al. (1977)

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า บริษัทที่ย้ายการซื้อขายจากตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ สู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงไตรมาสที่ทำการย้ายตลาด มูลค่าการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นจากช่วงที่อยู่ในตลาด MAI เนื่องจากบริษัทเหล่านี้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุน โดยใช้เครื่องมือทางการเงินอย่างหุ้นได้สะดวกและมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น อีกทั้งการย้ายเข้าไปอยู่ในตลาดที่ใหญ่ขึ้น ทำให้ภาพลักษณ์ของบริษัทมีความมั่นคงและแข็งแกร่ง ดึงดูดความสนใจของนักลงทุนให้เลือกลงทุนมากยิ่งขึ้นทำให้มูลค่าสูงขึ้นจากความต้องการของนักลงทุน หลังจากนั้นมูลค่าจะยังคงอยู่ในระดับสูง ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงผลตอบแทนที่ดีกว่า นอกจากนี้ยังพบว่า หลังจากมีการย้ายตลาดการซื้อขายแล้ว มูลค่าหลักทรัพย์

มีความผันผวนของราคาลดลง จากการที่บริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้นจากทุนจดทะเบียนที่มากขึ้น และยังมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยเพิ่มขึ้น ส่งผลให้การเคลื่อนไหวของราคามีความเสถียรมากขึ้น ซึ่งทำให้ความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์ลดลงไปด้วย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Pattanakit and Wimai (2006) รวมทั้งงานวิจัยของ Sanger and McConnel (1986); McConnel And Sanger (1987); Jain (1987) ที่กล่าวไว้ว่า ราคาจะขึ้นทันทีก่อนวันที่หุ้นจะถูกจดทะเบียนย้ายตลาดและลดลงทันทีหลังจากวันที่จดทะเบียน ซึ่งเป็นการพิสูจน์ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีประสิทธิภาพตามสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (semi-strong form) ราคาหุ้นไม่ได้สะท้อนข้อมูลที่เปิดเผยในสาธารณะทั้งหมด ยังคงมีนักลงทุนที่สามารถทำกำไรเกินปกติจากความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ได้ ขัดกับงานวิจัยของ Fama (1970), Fama (1976) และ Fisher, Jensen, and Roll (1969)

2. ข้อจำกัดงานวิจัย

(1) เนื่องจากการถ่ายโอนรายชื่อของหุ้นหรือการย้ายตลาดมีเหตุการณ์ที่ต้องคำนึงถึง 2 เหตุการณ์คือ วันที่ประกาศย้ายตลาด และวันที่การย้ายตลาดมีผล ดังนั้น การที่ใช้อ้างอิงที่ต่างกัน อาจทำให้ได้ผลลัพธ์ที่แตกต่างกัน

(2) งานวิจัยชิ้นนี้อ้างอิงวันที่การย้ายตลาดมีผล แต่หากมีผู้ที่ทราบข้อมูลข่าวสารก่อนวันประกาศย้ายตลาด อาจทำให้ผลลัพธ์คลาดเคลื่อน

(3) การให้ข้อมูลที่ผิดพลาดของบริษัท เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานก่อนการย้ายตลาดมีผล อาจทำให้ผลลัพธ์คลาดเคลื่อนได้เช่นกัน

(4) เนื่องจากความไม่มีประสิทธิภาพของตลาด อาจทำให้ราคาหุ้นที่นำมาวิเคราะห์ไม่ได้ซึมซับข้อมูลทั้งหมด นอกจากนี้ อาจมีเหตุการณ์ที่ไม่คาดฝันเกิดขึ้นพร้อมกับเหตุการณ์ที่เป็น Event Study ของงานวิจัยนี้ เช่น สงครามการเมือง การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยี ปัจจัยอื่น ๆ ที่กระทบต่ออุตสาหกรรมของหลักทรัพย์บางตัว ซึ่งมีผลกับกลุ่มตัวอย่าง จึงอาจนำไปสู่ผลตอบแทนของหุ้นที่ลำเอียง ดังนั้นผลตอบแทนที่ผิดปกติไม่ได้เกิดจากผลตอบแทนของตลาดถึงเหตุการณ์ที่น่าสนใจเท่านั้น

(5) ระยะเวลาการทดสอบในการศึกษาหรือการกำหนดกรอบของ Estimate Window และ Event Window อาจทำให้ได้ผลการศึกษาที่ต่างกัน เช่น ถ้าใช้ระยะเวลายาวนานก็จะสามารถประมาณค่าได้อย่างแม่นยำขึ้น แต่อาจส่งผลต่อค่าพารามิเตอร์ที่อาจเปลี่ยนแปลงไป

(6) การเลือกใช้แบบจำลองเพื่อประมาณผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ ตัวอย่างเช่น การใช้ Average Return Method นั้นเป็นเรื่องง่าย แต่อาจทำให้ได้ผลตอบแทนที่ผิดปกติขึ้นหรือลงอย่างเห็นได้ชัดในตลาดที่มี Direction หรือจากงานวิจัยของ Ritter (1991) การใช้ดัชนีตลาดที่แตกต่างกันในการคำนวณผลตอบแทนที่ปรับโดยตลาดอาจแสดงความแตกต่างในผลการดำเนินงานระยะยาว ดังนั้นถ้าผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับมีการประมาณที่ไม่ถูกต้องปัจจัยอื่น ๆ ที่ไม่ได้รับการควบคุมอย่างถูกต้องอาจนำไปสู่ข้อมูลที่ลำเอียงในผลการศึกษาในกรณีศึกษา

(7) หากเลือกใช้แบบจำลอง the Market Model หรือ Fama-French Three Factor Model จะเกิดปัญหาเมื่อไม่มีข้อมูลผลตอบแทนของหลักทรัพย์บางตัว ซึ่งอาจจะไม่มีการซื้อขายทุกวัน หรือข้อมูลดัชนีของตลาดหลักทรัพย์หายไปในช่วงวันหยุด ซึ่งอาจทำให้การประมาณค่าช่วง Estimate Window ผิดพลาด

3. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัย

(1) ศึกษาเกี่ยวกับการย้ายกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่น การย้ายจากกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Argo & Food Industry) เปลี่ยนเป็นกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Product) จะส่งผลกระทบต่อความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์อย่างไร

(2) ศึกษาความผิดปกติของราคาในช่วงเวลาต่าง ๆ ภายในวันที่การย้ายตลาดมีผล เมื่อนักลงทุนรับรู้ข่าวสารเรื่องการย้ายตลาดจะมีความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ช่วงใดมากที่สุดหรือน้อยที่สุด เช่น ช่วงเปิด-ปิดตลาด

(3) ศึกษาปัจจัยในการเลือกกำหนดวันและช่วงเวลาสำหรับการย้ายตลาดของหลักทรัพย์ เช่น ผู้บริหารส่วนมากเลือกช่วงเวลาที่จะทำการย้ายตลาด เมื่อผลการดำเนินงานของบริษัทสูงสุด เพื่อเป็นการบ่งบอกถึงความมั่นคงของบริษัทนำไปสู่ความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ที่อาจสูงกว่าปกติ เพราะนักลงทุนเชื่อมั่นในสถานะภาพของบริษัท

(4) ปัจจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการประกาศย้ายตลาด ที่จะส่งผลต่อความผิดปกติของราคาหุ้น เช่น ผลการดำเนินงานก่อนทำการย้ายตลาด การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้บริหาร การเข้าซื้อหรือควบรวมกิจการอื่น และการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน

REFERENCES

- Amihud, Y. & Mendelson, H. (1986). Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223–249.
- Amihud, Y., Mendelson H. & Jun, U. (1999). Number of Shareholders and Stock Prices : Evidence from Japan. *Journal of Finance*, 54(3), 1169–1184.
- Baker, H.K. & Edelman, R.B. (1991). Valuation Implications of AMEX Listings: A Joint Test of the Liquidity – Signaling Hypotheses. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 21(1), 87–109.
- Christie, W.G. & Huang, R.D. (1994). Market Structures and Liquidity : A Transactions Data Study of Exchange Listings. *Journal of Financial Intermediation*, 3(3), 300–326.
- Dharan, B.G. & Ikenberry, D.L. (1995). The long-run negative drift of post-listing stock returns. *The Journal of Finance*, 50, 1547–1574.
- Fama, E.F. (1976). *Foundations of Finance*. New york: Basic Book, Inc.
- Edelman, R.B. & Baker, H.K. (1990). Liquidity and Stock Exchange Listing. *The Financial Review*, 25(2), 231–249.
- Edelman, R.B. & Baker, H.K. (1993). The Impact of Company Pre-Listing Attributes on the Market Reaction to NYSE Listings. *The Financial Review*, 28(3), 431–448.
- Edelman, R.B. & Baker, H.K. (1994). The Postlisting Returns Anomaly Revisited. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 33(2), 54–68.
- Elyasiani, E., Hauser, S. & Lauterbach, B. (2000). Market response to liquidity improvements : evidence from exchange listings. *The Financial Review*, 35, 1–14.

- Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M.C. & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10, 1–21.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets : A review of theory and empirical work, *Journal of Finance*, 25, 383–417.
- Grammatikos, T. & Papaioannou G.J. (1986a). The Information Value of Listing on the New York Stock Exchange. *The Financial Review*, 21(4), 485–499.
- Grammatikos, T. & Papaioannou G.J. (1986b). Market Reaction to NYSE Listings : Test of the Marketability Gain Hypothesis. *Journal of Financial Research*, 9(3), 215–227.
- Park, J.H., Binh, K.B. & Eom, K.S. (2016). The effect of listing switches from a growth market to a main board : An alternative perspective. *Emerging Markets Review*, 29, 246–273.
- Jain, P.C. (1987). The Effect on Stock Price of Inclusion in or Exclusion from the S&P500, *Financial Analysts Journal*, 43(1), 58–65.
- Jain, P.K. & Kim J.C. (2006). Investor Recognition, Liquidity, and Exchange Listings in the Reformed Markets. *Financial Management*, 35(2), 21–42.
- Jenkinson, T. & Ramadorai, T. (2013). Does one size fit all? the consequences of switching markets with different regulatory standards. *European Financial Management*, 19, 852–886.
- Uno, J., Shibata, M., Shimatani, T. & Shimizu, T. (2004). Listing Change and Stock Price: Impact of Shareholder Diversification and Changes in Liquidity. *Bank of Japan Working Paper Series*, 04-E-15, 1–31.
- Kadlec, B.G. & McConnell J.J. (1994). The Effect of Market Segmentation and Illiquidity on Asset Prices : Evidence from Exchange Listings. *Journal of Finance*, 49(2), 611–636.
- Kedia, S. & Panchapagesan, V. (2011). Why do only some Nasdaq firms switch to the NYSE? evidence from corporate transactions. *Journal of Financial Markets*, 14, 109–126.
- Lin, W.C. & Liao, T.L. (2018). Managerial reporting behavior around exchange switching : Consideration of current and future performance. *International Review of Economics & Finance*, 56, 218–237.
- McConnell, J.J. & Sanger, G.C. (1987). The Puzzle in Post-Listing Common Stock Returns, *Journal of Finance*, 42, 119–140.
- Nor, Z.M. & Ahmad, Z. (2016). From the Second Board to the Main Board: Does Transfer of Listing Matter?. *Reviews of School of Management Universiti Sains Malaysia*, 1, 1–12.
- Merton, R.C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *Journal of Finance*, 42(3), 483–510.
- Blenman, L.P., Chen, D.H. & Duan, C.W. (2003). Exchange listing changes : volatility and liquidity effects in Taiwan. *The International Journal of Banking and Finance*, 1, 45–72.
- Ritter, J.R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 46, 3–27.

- Sanger, G.C. & McConnell, J.J. (1986). Stock Exchange Listings, Firm Value, and Security Market Efficiency : The Impact of NASDAQ. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(1), 1–25.
- Liao, T.L. & Yu, M.T. (2014). Price and Liquidity Effects of Switching Exchange Listing. *Emerging Markets Finance and Trade*, 49, 20–34.
- Van Horne, J.C. (1970). New Listings and Their Price Behavior. *Journal of Finance*, 25(4), 783–794.
- Webb, G.P. (1999). Evidence of Managerial Timing: The Case of Exchange Listings. *Journal of Financial Research*, 22(3), 247–263.
- Ying, L.K.W., Lewellen, W.G., Schlarbaum, G.G. & Lease, R.C. (1977). Stock Exchange Listings and Securities Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 12(3), 415–432.

