THE EFFECT ON STOCK PRICES OF INCLUSION AND EXCLUSION FROM THE SET100

Chalita PREECHA[1], Na thanadol KITTIPROMPONG[1], Bowonlak BUAPHIAN[1], Thanatnapatsorn THONGSAI[1] and Afham MADAEHOH[1*]

1 Faculty of Management Sciences, Prince of Songkla University, Thailand; 6510510382@psu.ac.th (Corresponding Author)

ARTICLE HISTORY

Received: 1 September 2025 **Revised:** 22 September 2025 **Published:** 7 October 2025

ABSTRACT

The objective of this study is to investigate the effects of inclusions and exclusions from the SET100 Index on the stock prices of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. Employing the event study methodology, the research spans the period from 2017 to 2024, covering eight years and comprising 232 cases, with 113 inclusions and 119 exclusions. The event window was divided into four intervals: pre-event, announcement date, event period, and post-event. The results reveal that stock inclusions in the SET100 Index generated statistically significant abnormal returns at the 95% confidence level during both the event period and the post-event period. In contrast, no statistically significant abnormal returns were observed in other intervals or for stocks excluded from the index, either in the short or long term. These findings suggest that the Thai stock market demonstrates a relatively high level of efficiency, as investors appear to have incorporated relevant information into prices in advance. Consequently, index revisions involving inclusions or exclusions do not cause excessive volatility beyond normal market adjustments, highlighting the market's ability to absorb and reflect information effectively.

Keywords: Event Study, Abnormal Return, Inclusion and Exclusion

CITATION INFORMATION: Preecha, C., Kittiprompong, N., Buaphian, B., Thongsai, T., & Madaehoh, A. (2025). The Effect on Stock Prices of Inclusion and Exclusion from the SET100. *Procedia of Multidisciplinary Research, 3*(10), 33

ผลกระทบต่อราคาหุ้นเมื่อถูกรวมเข้าหรือถูกตัดออกจากกลุ่มหลักทรัพย์ดัชนี SET100

ชลิตา ปรีชา[1], ณ ธนดล กิตติพร้อมพงษ์[1], บวรลักษณ์ บัวเผียน[1], ธนัทนภัสสร ทองสาย[1] และ อัฟฮัม มะแดเฮาะ[1*]

1 คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ วิทยาเขตหาดใหญ่; 6510510382@psu.ac.th (ผู้ประพันธ์บรรณกิจ)

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการถูกรวมเข้าและถูกตัดออกจากดัชนี SET100 ที่มีต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้วิธีศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ซึ่งเป็นเครื่องมือสำคัญในการวิเคราะห์การตอบสนองของตลาดต่อเหตุการณ์เฉพาะ ช่วงเวลาที่ศึกษาอยู่ระหว่างปี พ.ศ.2560-2567 ครอบคลุม 8 ปี โดยเก็บข้อมูลหุ้นที่ถูกรวมเข้า 113 ตัว และถูกตัดออก 119 ตัว รวมทั้งสิ้น 232 ตัวอย่าง กำหนดช่วงเหตุการณ์ออกเป็น 4 ระยะ ได้แก่ ช่วงก่อนเหตุการณ์ วันเกิดเหตุการณ์ ช่วงเหตุการณ์ และช่วงหลังเหตุการณ์ ผลการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงสถานะหุ้นในดัชนี SET100 พบช่วงที่มีนัยสำคัญ (ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 95) 2 ช่วง คือ ช่วงเหตุการณ์และช่วงหลังเหตุการณ์ของการถูกรวมเข้า ส่วนช่วงไม่ได้ก่อให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติที่มีนัยสำคัญทางสถิติทั้งในระยะสั้นและระยะยาว สะท้อนว่าตลาดหุ้นไทยมีการปรับตัวอย่างมีประสิทธิภาพ นักลงทุนอาจประเมินและสะท้อนข้อมูลเข้าสู่ราคาแล้วล่วงหน้า ส่งผลให้การรวมเข้าหรือการตัดออกไม่ได้สร้างความผันผวนเกินกว่าปกติ

คำสำคัญ: การศึกษาเหตุการณ์, ผลตอบแทนผิดปกติ, การถูกรวมเข้าหรือถูกตัดออกจากดัชนี

ข้อมูลการอ้างอิง: ชลิตา ปรีชา, ณ ธนดล กิตติพร้อมพงษ์, บวรลักษณ์ บัวเผียน, ธนัทนภัสสร ทองสาย และ อัฟฮัม มะแดเฮาะ. (2568). ผลกระทบต่อราคาหุ้นเมื่อถูกรวมเข้าหรือถูกตัดออกจากกลุ่มหลักทรัพย์ดัชนี SET100. *Procedia of Multidisciplinary Research, 3*(10), 33

บทนำ

ในประเทศไทยดัชนี SET100 มีความสำคัญอย่างมากในฐานะตัวชี้วัดที่สะท้อนถึงการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น 100 บริษัทแรกที่มีมูลค่าตลาดสูง และสภาพคล่องดีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้เป็นเกณฑ์อ้างอิงสำหรับนักลงทุนในการวัดผลตอบแทน รวมถึงประสิทธิภาพของการลงทุน เป็นเครื่องมือสำคัญในการวิเคราะห์ภาพรวมและความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดหุ้นไทย อีกทั้งยังมีบทบาทสำคัญในผลิตภัณฑ์ทางการเงิน เช่น กองทุน ETF ซึ่งช่วยให้นักลงทุนสามารถกระจายความเสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้การลงทุนในตลาดหุ้นไทยครอบคลุมหลายอุตสาหกรรม ทั้งด้านการเงิน พลังงาน และเทคโนโลยี โดยดัชนี SET100 ไม่ได้เป็นเพียงตัวชี้วัด แต่ยังเป็นเครื่องมือที่ส่งเสริมการลงทุน ช่วยพัฒนาตลาดทุนในภาพรวม ดังนั้นการถูกรวมเข้าหรือถูกตัดออกของหลักทรัพย์ในดัชนี SET100 จึงเป็นประเด็นที่นักลงทุนให้ความสนใจ โดยเกณฑ์ในการรวมหุ้นเข้าหรือตัดหุ้นออกจากดัชนีนั้นถูกกำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจะใช้มูลค่าตลาด (Market Capitalization) และหุ้นที่สภาพคล่องสูงสุด 100 บริษัทแรกในตลาดหุ้นไทย โดยพิจารณาไม่ให้มีการเปลี่ยนแปลงเกินความจำเป็นและมีการทบทวนการปรับปรุงรายชื่อหุ้นที่ใช้คำนวณทุกครึ่งปี เพื่อสะท้อนถึงการปรับตัวของตลาดในเชิงเศรษฐกิจ และ อุตสาหกรรม โดยการศึกษาของ Chui & Wei (1998) พบว่า การที่หุ้นถูกรวมเข้าดัชนีมีผลทำให้หุ้นของบริษัทนั้นได้รับความสนใจจากนักลงทุนสถาบันที่มองหาความมั่นคงเพิ่มขึ้น ช่วยเพิ่มสภาพคล่องของหุ้น ทำให้บริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนทั้งในและต่างประเทศ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงดัชนีมักสะท้อนความสำคัญของบริษัทในตลาด ตัวอย่างเช่น หุ้นที่ถูกรวมเข้าในดัชนีบ่งบอกว่าบริษัทนั้นมีสถานะที่แข็งแกร่งขึ้น ในขณะที่หุ้นที่ถูกตัดออกอาจบ่งชี้ถึงปัญหาทางธุรกิจ โดยการศึกษาการตอบสนองของหุ้นที่ถูกรวมเข้าและถูกตัดออกจากดัชนี SET50 ในปี พ.ศ.2554-2564 เกิดผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยอยู่ที่ 0.87% และ -0.93% ตามลำดับ ณ วันที่ประกาศ (ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์, 2566) ด้วยเหตุนี้ การลงทุนในกองทุนดัชนีที่ติดตาม SET100 จึงไม่เพียงแต่ตอบโจทย์การลงทุนในตลาดหุ้นไทยเท่านั้น แต่ยังเชื่อมโยงกับแนวโน้มการเติบโตของตลาด ETF ในภูมิภาคและระดับโลกที่กำลังขยายตัวอย่างรวดเร็ว ทำให้นักลงทุนมีโอกาสได้รับผลตอบแทนที่ดีควบคู่ไปกับการจัดการความเสี่ยงได้อย่างเหมาะสม การศึกษาผลกระทบของราคาหุ้นเมื่อถูกรวมเข้าหรือถูกตัดออกจากดัชนี มีการทำวิจัยกันอย่างกว้างขวางในต่างประเทศ แต่ในประเทศไทยยังมีจำนวนไม่มาก โดยเฉพาะศึกษาผลกระทบของดัชนี SET100 การศึกษาครั้งนี้จึงมีจุดมุ่งหมายที่จะศึกษาผลกระทบของราคาหุ้นเมื่อถูกรวมเข้าหรือถูกตัดออกจากดัชนี SET100 โดยจะใช้การวิเคราะห์ด้วยวิธีศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ซึ่งเป็นวิธีที่นิยมในการวิเคราะห์ผลกระทบของเหตุการณ์ต่อราคาหุ้นโดยตรง

การทบทวนวรรณกรรม

การศึกษาผลกระทบจากการถูกรวมเข้าและถูกตัดออกจากดัชนีหุ้นได้รับความสนใจอย่างกว้างขวางในระดับสากล โดยผลการศึกษาส่วนใหญ่พบว่าหุ้นที่ถูกรวมเข้าในดัชนีมักจะสร้างผลตอบแทนเชิงบวกในระยะสั้น อันเป็นผลมาจากแรงซื้อของกองทุนที่อิงดัชนีและนักลงทุนสถาบัน งานของ Harris and Gurel (1986) รวมถึง Shleifer (1996) ที่ศึกษาดัชนี S&P 500 ยืนยันว่าราคาหุ้นมีการปรับเพิ่มขึ้นหลังการถูกรวมเข้า เช่นเดียวกับ Beneish and Whaley (1996) และ Chen et al. (2004) ที่ศึกษาดัชนี S&P 500 ให้ผลสอดคล้องกัน นอกจากนี้ งานของ Bildik and Gülay (2008) ในดัชนี ISE ประเทศตุรกี (Kassim et al., 2017) ใน Bursa Malaysia Shariah (Micheli & Neuman, 2022) ในดัชนี Russell 3000 (Zhou & Chen, 2022) ใน CSI 300 ของจีน รวมถึง Mase (2002) ใน FTSE 100 และ Vespro (2006) ในดัชนียุโรป ต่างก็ยืนยันผลเชิงบวกของการถูกรวมเข้าดัชนี เช่นเดียวกันสำหรับตลาดทุนไทย ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์ (2566) ศึกษาในดัชนี SET50 พบว่า หุ้นที่ถูกรวมเข้าสู่ดัชนีมีผลตอบแทนผิดปกติในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญและมีปริมาณการซื้อขายสูงขึ้นในวันประกาศ ในทางตรงกันข้าม หุ้นที่ถูกตัดออกจากดัชนีมักเผชิญแรงขายและมีผลตอบแทนเชิงลบ งานของ Harris and Gurel (1986) และ Shleifer (1996) ในดัชนี S&P 500 งานของ Beneish and Whaley (1996) และ Chen et al. (2004) ในดัชนี S&P 500 รวมถึง Bildik and Gülay (2008) ใน ISE และ Zhou and Chen (2022) ใน CSI

300 ต่างยืนยันการตอบสนองเชิงลบ แม้จะไม่รุนแรงเท่ากับผลกระทบจากการถูกรวมเข้า ขณะที่ Truong et al. (2023) ศึกษาตลาดเวียดนามพบว่า ผลกระทบเชิงลบชัดเจนในหุ้นขนาดเล็กมากกว่าหุ้นขนาดใหญ่ สำหรับประเทศไทย งานของ ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์ (2566) พบว่า หุ้นที่ถูกตัดออกจากดัชนี SET50 มีผลตอบแทนผิดปกติในเชิงลบ และ วิภาดา อดุลย์ดิศร (2566) ศึกษาดัชนี SETESG พบว่า หุ้นที่ถูกตัดออกยังคงมีผลตอบแทนเชิงลบอยู่ต่อเนื่องในระยะสั้น งานของ Chen et al. (2004) ที่ศึกษาดัชนี S&P 500 ระบุว่า ผลตอบแทนเชิงบวกมีเพียงช่วงสั้นก่อนจะหายไป เช่นเดียวกับงานของ Mase (2002) ใน FTSE 100 และ Vespro (2006) ที่ศึกษาดัชนียุโรป อย่างไรก็ตาม หลายงานวิจัยยังสะท้อนว่าผลกระทบดังกล่าวมีลักษณะชั่วคราว โดยราคาหุ้นจะกลับเข้าสู่สมดุลในระยะยาว จากการทบทวนวรรณกรรมแสดงให้เห็นว่าผลกระทบส่วนใหญ่ไม่ยั่งยืน สำหรับตลาดทุนไทย ผลการศึกษามีความซับซ้อนและบางครั้งไม่สอดคล้องกับทฤษฎีแรงกดดันด้านราคา โดย ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์ (2566) ศึกษาในดัชนี SET50 พบว่าผลลัพธ์เป็นไปตามทฤษฎี คือ การรวมหุ้นเข้าดัชนีให้ผลตอบแทนเชิงบวก ส่วนการตัดหุ้นออกจากดัชนีให้ผลตอบแทนเชิงลบ ขณะที่ วิภาดา อดุลย์ดิศร (2566) ศึกษาในดัชนี SETESG พบว่า หุ้นที่ถูกตัดออกมีผลตอบแทนเชิงลบต่อเนื่อง แต่หุ้นที่ถูกรวมเข้าไม่ปรากฏผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนงานของ ธนวัฒน์ ศิริพิสิฐศักดิ์ (2564) ศึกษาในดัชนี SET100 กลับพบผลลัพธ์ตรงข้าม โดยหุ้นที่ถูกรวมเข้าดัชนีมีผลตอบแทนผิดปกติเป็นลบ และหุ้นที่ถูกตัดออกกลับมีผลตอบแทนเชิงบวก ซึ่งสะท้อนถึงความไม่สมมาตรและความซับซ้อนของตลาดทุนไทย ที่อาจเกิดจากโครงสร้างตลาด กลไกการลงทุน และพฤติกรรมนักลงทุนที่แตกต่างจากต่างประเทศ จากการทบทวนงานวิจัยข้างต้น จะเห็นได้ว่าการที่หลักทรัพย์ถูกรวมเข้าหรือถอดออกจากดัชนีมีผลต่อราคาหุ้น แม้ผลกระทบส่วนใหญ่จะอยู่ในทิศทางเดียวกัน คือ หุ้นที่ถูกรวมเข้าดัชนีมักมีผลตอบแทนเชิงบวกและหุ้นที่ถูกตัดออกมักจะมีผลตอบแทนเชิงลบ แต่ระดับความรุนแรงของผลลัพธ์แตกต่างกันไปในแต่ละประเทศตามโครงสร้างตลาด กลไกการลงทุน และพฤติกรรมนักลงทุนในแต่ละประเทศ สำหรับประเทศไทย หลักฐานเชิงประจักษ์ยังพบความไม่สอดคล้องในบางกรณี ซึ่งเป็นประเด็นสำคัญที่ควรพิจารณาเมื่อนำผลการศึกษาไปใช้ในบริบทของตลาดทุนไทย งานวิจัยจากประเทศไทยยังมีความไม่สอดคล้องบางประการ จึงเป็นเหตุผลสำคัญที่งานวิจัยนี้มุ่งตรวจสอบผลกระทบของการรวมเข้าหรือตัดออกจากดัชนี SET100 ในช่วงเวลาล่าสุด

สมมติฐานการวิจัย

1) เกิดอัตราราคาหุ้นผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Stock Price) ระหว่างช่วงถูกรวมเข้าและหลังช่วงเหตุการณ์ในดัชนี SET100

H_0:$CAR_{T_1\text{-}T_3}=0$ ไม่พบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม

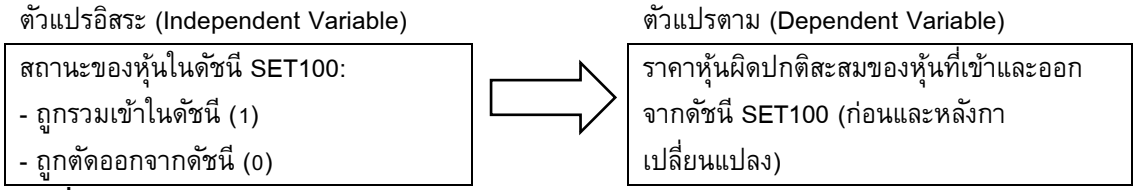
H_1:$CAR_{T_1\text{-}T_3}\neq 0$ พบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม

2) เกิดเกิดอัตราราคาหุ้นผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Stock Price) ระหว่างช่วงถูกตัดออกและหลังช่วงเหตุการณ์ในดัชนี SET100

H_0:$CAR_{T_1\text{-}T_3}=0$ ไม่พบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม

H_1:$CAR_{T_1\text{-}T_3}\neq 0$ พบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิด

วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) เป็นหลักในการวิเคราะห์ผลกระทบของราคาหุ้นเมื่อมีการรวมเข้าหรือตัดหุ้นออกจากดัชนี SET100 ข้อมูลหลักสำหรับการศึกษาสองส่วนสำคัญคือ รายชื่อบริษัทจดทะเบียนที่ถูกรวมเข้าและถูกตัดออกจากดัชนี SET100 ซึ่งรวบรวมจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและข้อมูลราคาหุ้นรายวันเป็นเวลา 200 วัน นับจากนับจากวันที่วันแรกของช่วงประมาณการ (Estimate Window) ของบริษัทดังกล่าว ซึ่งเก็บรวบรวมจากเว็บไซต์ Investing.com ในช่วงปี พ.ศ.2560-2567 โดยมีเกณฑ์ในการคัดเลือกหลักทรัพย์ดังนี้ 1) ต้องไม่เป็นหลักทรัพย์ที่ถูกเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์หลังจากที่ถูกถอดออกจากดัชนี SET100 2) ต้องไม่เป็นหลักทรัพย์ที่ถูกควบรวมกิจการหลังจากที่ถูกนำออกจากการคำนวณในดัชนี SET100 3) เป็นหลักทรัพย์ที่มีข้อมูลราคามากกว่า 200 วัน นับจากวันที่วันแรกของช่วงประมาณการ (Estimate Window) จนไปถึงวันสุดท้ายของช่วงหลังเหตุการณ์ (Post-Announcement Date) และงานวิจัยนี้โดยใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบราคาจากการเข้าและออกจากดัชนีต่อราคาหุ้น ในการกำหนดช่วงเวลาศึกษาได้แบ่งออกเป็น 4 ช่วง ได้แก่ ช่วงก่อนเหตุการณ์ (Pre-Announcement Date: AD-30 ถึง AD-1) 30 วัน, วันเกิดเหตุการณ์ (AD), ช่วงเหตุการณ์ (Announcement Date: AD+1 ถึง AD+20), ช่วงหลังเหตุการณ์ (Post-Announcement Date: AD+21 ถึง AD+50) ทั้งนี้ได้กำหนด Estimation Period จำนวน 120 วัน (AD-150 ถึง AD-31) เพื่อใช้ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้น (Expected Return) โดยใช้แบบจำลองตลาด (Market Model) ซึ่งได้มาจากความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นแต่ละตัวกับดัชนีตลาดหลังจากนั้นจึงคำนวณอัตราผลตอบแทนผิดปกติ (Abnormal Return: AR) และอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) ของหุ้นแต่ละบริษัทในช่วง Event Window เพื่อนำมาวิเคราะห์ความแตกต่างด้วยสถิติแบบพาราเมตริก (Parametric Statistic) โดยใช้ t-test เพื่อทดสอบผลกระทบต่อ CAR ของหลักทรัพย์ที่ถูกรวมเข้าและถูกตัดออกจากดัชนี SET100 โดยมีตัวแปรอิสระ คือ Dummy Variable (มีค่าเป็น 1 เมื่อถูกรวมเข้าและมีค่าเป็น 0 เมื่อถูกตัดออก) และตัวแปรตาม คือ CAR ของหุ้นแต่ละตัวในช่วงเวลาที่กำหนด

ผลการวิจัย

การศึกษาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ในดัชนี SET100 ต่อราคาหุ้น พบว่า กลุ่มหุ้นที่ถูกรวมเข้าในดัชนี SET100 (In) ช่วงก่อนเหตุการณ์มีค่าเฉลี่ย CAR เท่ากับ -0.86% โดยมีค่าต่ำสุด -42.10% และสูงสุด 33.66% แสดงให้เห็นว่าก่อนมีการประกาศหุ้นที่มีแนวโน้มถูกรวมเข้า SET100 ไม่ได้มีการปรับตัวที่เด่นชัดนัก ผลตอบแทนผิดปกติใกล้ศูนย์ บ่งชี้ว่าตลาดอาจยังไม่ตอบสนองต่อข่าวลือหรือการคาดการณ์ล่วงหน้า ณ วันประกาศ ค่าเฉลี่ย CAR เท่ากับ -0.08% ซึ่งใกล้ศูนย์มากและมีค่าการกระจายตัวต่ำ มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 2.47% สะท้อนว่าตลาดแทบไม่มีปฏิกิริยาต่อข่าวการประกาศอย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงเหตุการณ์ค่าเฉลี่ย CAR ลดลงเป็น -2.75% และช่วงหลังเหตุการณ์ค่าเฉลี่ยลดลงต่อเนื่องที่ -4.05% บ่งชี้ว่าหลังการประกาศหุ้นที่ถูกรวมเข้า SET100 มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนผิดปกติสะสมเชิงบวก นักลงทุนเข้าซื้อเก็งกำไรก่อนมีการประกาศจริงและทยอยขายออกหลังเหตุการณ์เกิดขึ้นแล้ว สำหรับกลุ่มหุ้นที่ถูกถอดออกจากดัชนี SET100 (Out) ช่วงก่อนเหตุการณ์ ค่าเฉลี่ย CAR เท่ากับ 2.40% โดยมีค่าต่ำสุด -118.32% และสูงสุด 44.45% สะท้อนถึงการเคลื่อนไหวที่ผันผวนสูง นักลงทุนบางส่วนอาจคาดการณ์ล่วงหน้าถึงการถูกถอดออกและทำการขายล่วงหน้า ในวันประกาศค่าเฉลี่ย CAR เท่ากับ 0.06% ซึ่งใกล้ศูนย์แสดงว่าตลาดไม่ได้ตอบสนองอย่างชัดเจนในวันประกาศ ช่วงเหตุการณ์ค่าเฉลี่ย CAR เท่ากับ -1.42% บ่งชี้ว่าราคาหุ้นปรับตัวลดลงเล็กน้อยตามความคาดหมายแต่ไม่รุนแรง ช่วงหลังเหตุการณ์กลับมีค่าเฉลี่ย CAR เท่ากับ 1.81% ซึ่งสวนทางกับความคาดหวังตามทฤษฎี หุ้นที่ถูกตัดออกควรจะมีผลตอบแทนผิดปกติที่เป็นลบต่อเนื่องแต่กลับปรับตัวเชิงบวกในบางส่วน อาจเนื่องจากแรงขายที่กดราคาหุ้นไว้ก่อนหน้าส่งผลให้ราคาต่ำเกินไปและเกิดแรงซื้อกลับ

ตารางที่ 1 ตารางแสดงผลทางสถิติเชิงพรรณนาของผลตอบแทนผิดปกติสะสม

ช่วงเวลา		จำนวณ(หุ้น)	ต่ำสุด	สูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
In	ช่วงก่อนเหตุการณ์	113	-42.10%	33.66%	-0.86%	14.16%
	ณ วันประกาศถูกรวมเข้า	113	-5.96%	7.45%	-0.08%	11.11%
	ช่วงเหตุการณ์	113	-40.39%	42.44%	-2.75%	14.64%
	ช่วงหลังเหตุการณ์	113	-80.30%	23.20%	-4.05%	2.41%
Out	ช่วงก่อนเหตุการณ์	119	-118.32%	44.45%	2.40%	32.82%
	ณ วันประกาศ	119	-12.46%	9.16%	0.06%	2.47%
	ช่วงเหตุการณ์	119	-58.14%	29.34%	-1.42%	10.24%
	ช่วงหลังเหตุการณ์	119	-27.40%	66.31%	1.81%	13.59%

ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Stock Price) พบว่า หุ้นที่ถูกรวมเข้า SET100 ในช่วงปี พ.ศ.2560-2567 ไม่มีการตอบสนองที่ชัดเจนก่อนวันประกาศ [AD-30, AD-1] และในวันประกาศ (AD) โดย CAR Mean มีค่าเป็นลบเล็กน้อยและไม่สอดคล้องกับทฤษฎี การรวมเข้าดัชนีบ่งชี้ว่าไม่มีแรงซื้อเก็งกำไรล่วงหน้าหรือแรงซื้อจากกองทุนที่อิงดัชนีในวันประกาศ อย่างไรก็ตาม ช่วงเหตุการณ์ [AD+1, AD+20] CAR มีค่า -2.75% และหลังเหตุการณ์ [AD+21, AD+50] CAR Mean ลดลงต่อเนื่องเป็น -4.05% โดยผลทั้งสองช่วงมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 5% ซึ่งสะท้อนว่าหลังการเข้าดัชนี หุ้นมักปรับตัวลดลงในช่วงต่อเนื่องอาจเป็นผลจากแรงขายของนักลงทุนที่เข้ามาเก็งกำไรหรือปัจจัยภายนอก เช่น สภาวะตลาดช่วง COVID-19 ที่เกิดความผันผวนสูง ส่วนหุ้นที่ถูกตัดออกจาก SET100 พบว่าช่วงก่อนเหตุการณ์ [AD-30, AD-1] ค่า CAR Mean เท่ากับ 2.40% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 32.82% และมีค่า Two-sided p=0.426 ซึ่งมากกว่า 0.05 แสดงว่าไม่พบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่าตลาดไม่ได้ตอบสนองผิดปกติล่วงหน้าก่อนการประกาศตัดหุ้นออกจากดัชนี ณ วันประกาศ (AD) ค่า CAR Mean อยู่ที่ 0.06% มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 2.47% และมีค่า Two-sided p=0.797 ซึ่งไม่แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า ณ วันประกาศเอง ราคาหุ้นก็ไม่ได้แสดงปฏิกิริยาผิดปกติอย่างเด่นชัด ช่วงหลังเหตุการณ์ระยะสั้น [AD+1,AD+20] ค่า CAR เฉลี่ยเท่ากับ -1.42% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 10.24% และมีค่า Two-sided p=0.132 แม้จะมีค่าเฉลี่ยเป็นลบแต่ก็ยังไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ช่วงหลังเหตุการณ์ [AD+21, AD+50] ค่า CAR เฉลี่ยเท่ากับ 1.81% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 13.59% และมีค่า Two-sided p=0.150 เช่นเดียวกันไม่แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จากผลการทดสอบพบว่า การตัดหุ้นออกจากดัชนี SET100 ในช่วงปี พ.ศ.2560-2567 ไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งในช่วงก่อนเหตุการณ์ ณ วันประกาศ ช่วงเหตุการณ์ และหลังเหตุการณ์ทั้งในระยะสั้นและระยะยาวซึ่งแสดงให้เห็นว่าตลาดหุ้นไทยมีการปรับตัวได้อย่างมีประสิทธิภาพ นักลงทุนอาจมีการคาดการณ์และปรับราคาหุ้นไว้ล่วงหน้าแล้ว ทำให้การประกาศถอดตัดจากดัชนีไม่ได้สร้างแรงกระทบต่อราคาอย่างเด่นชัด

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลการทดลอบสถิติ One-sample t-test กลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกรวมเข้า

ช่วงเวลา		CAR Mean	Std Deviation	Two-sided p
[AD-30, AD-1]	ช่วงก่อนเหตุการณ์	-0.86%	14.16%	0.522
AD	ณ วันประกาศ	-0.08%	11.11%	0.728
[AD+1, AD+20]	ช่วงเหตุการณ์	*-2.75%	14.68%	0.010
[AD+21, AD+50]	ช่วงหลังเหตุการณ์	*-4.05%	2.41%	0.004

* มีนัยสำคัญทางสถิติ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 (Significant at Confidence Level of 95%)

ตารางที่ 3 ตารางแสดงผลการทดลอบสถิติ One-sample t-test กลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกตัดออก

ช่วงเวลา		CAR Mean	Std Deviation	Two-sided p
[AD-30, AD-1]	ช่วงก่อนเหตุการณ์	2.40%	32.82%	0.426
AD	ณ วันประกาศ	0.06%	2.47%	0.797
[AD+1, AD+20]	ช่วงเหตุการณ์	-1.42%	10.24%	0.132
[AD+21, AD+50]	ช่วงหลังเหตุการณ์	1.81%	13.59%	0.150

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

จากการทดสอบพบว่า หลักทรัพย์ที่ถูกรวมเข้ามีผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAR) โดยหุ้นที่ถูกรวมเข้าในช่วงก่อนเหตุการณ์ และวันเกิดเหตุการณ์ ไม่เกิดนัยสำคัญทั้ง 2 ช่วง ช่วงวันประกาศ และช่วงหลังวันประกาศเกิดนัยสำคัญทั้ง 2 ช่วง โดยในช่วงวันประกาศและช่วงหลังเหตุวันประกาศมีค่า CAR เท่ากับ -2.75% และ -4.05% ตามลำดับ ที่ค่าระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 แต่มีผลตอบแทนผิดปกติตรงกันข้ามกับทฤษฎีแรงกดดันด้านราคาที่อธิบายว่าหุ้นมักจะปรับตัวสูงขึ้นเมื่อหุ้นถูกรวมเข้าในดัชนี เนื่องจากการที่หุ้นถูกรวมเข้าในดัชนีมักจะได้รับการยอมรับจากนักลงทุนว่าเป็นสัญญาณที่ดีของสถานะการเงินที่มั่นคงและการเติบโตในอนาคต โดยที่นักลงทุนมักจะซื้อหุ้นดังกล่าวในช่วงที่มีการประกาศการเปลี่ยนแปลง ซึ่งส่งผลให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้นในระยะสั้น อย่างไรก็ตามในกรณีของการศึกษานี้การที่ช่วงวันประกาศและหลังวันประกาศ ราคาหุ้นกลับมีการลดลงซึ่งตรงข้ามกับทฤษฎีแรงกดดันด้านราคา อาจเป็นผลมาจากสภาพแวดล้อมของดัชนีและลักษณะของหลักทรัพย์ที่มีความแตกต่างกันของแต่ละประเทศ ประเภทของอุตสาหกรรมที่บริษัทดำเนินการและสถานะทางการเงินของบริษัทนั้นๆ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบสำคัญต่อการตอบสนองของราคาหุ้นที่การถูกรวมเข้าในดัชนี SET100 เช่นกัน ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ส่งผลให้นักลงทุนไม่ให้ความสนใจในการลงทุนในหุ้นเหล่านั้นหรืออาจเลือกขายออกหลังจากการประกาศข่าวการรวมบริษัทเข้าในดัชนี ทำให้มีผลบิดเบือนไปจากช่วงเหตุการณ์ที่ศึกษา ส่วนหลักทรัพย์ที่ถูกตัดออกไม่มีนัยสำคัญในทุกช่วงของเหตุการณ์ จึงสรุปได้ว่าไม่พบอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม แสดงให้เห็นว่าราคาของหุ้นในดัชนี SET100 ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีที่เกี่ยวข้องซึ่งอาจเป็นผลจากข้อจำกัดต่างๆ และสะท้อนให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างเหตุการณ์กับอัตราผลตอบแทน ซึ่งข้อมูลดังกล่าวสามารถนำไปใช้เป็นแนวทางในการวางกลยุทธ์การลงทุนระยะสั้นเพื่อหลีกเลี่ยงการเข้าซื้อทันทีหลังการประกาศ รวมทั้งเป็นประโยชน์ต่อการจัดการความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาหุ้นที่เกิดขึ้นช่วงการเปลี่ยนแปลงรายชื่อหุ้นในดัชนี ขณะเดียวกันยังช่วยให้นักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างชาติสามารถใช้เป็นข้อมูลเชิงเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศเพื่อทำความเข้าใจลักษณะเฉพาะของตลาดทุนไทยที่มีการตอบสนองของราคาต่อข้อมูลแตกต่างไปจากทฤษฎีที่มีอยู่

ข้อเสนอแนะที่ได้รับจากการวิจัย

จากผลการศึกษาผลกระทบต่อราคาหุ้นเมื่อถูกรวมเข้าหรือถูกตัดออกจากกลุ่มหลักทรัพย์ดัชนี SET100 ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

1) เนื่องจากงานวิจัยนี้ศึกษาผลกระทบต่อราคาหุ้นเมื่อมีการรวมเข้าหรือตัดออกจากดัชนี SET100 หลักทรัพย์ในช่วงก่อนเหตุการณ์ 30 วัน ณ วันเหตุการณ์ ช่วงเหตุการณ์ 20 วัน และช่วงหลังเหตุการณ์ 30 วัน ซึ่งเป็นการศึกษาระยะสั้นเท่านั้น ควรปรับให้ Estimate Window ให้มากกว่า 120 วัน เพื่อหาผลตอบแทนคาดหวังให้ได้แม่นยำมากยิ่งขึ้นและ Event period เพิ่มมากกว่า 20 วัน เพื่อวัดผลให้เห็นผลระยะยาวขึ้นว่าราคาหุ้นมีแนวโน้มฟื้นตัว หรือปรับตัวลดลงต่อเนื่อง

2) ควรนำปัจจัยแวดล้อมอื่นๆ มาพิจารณาร่วม เช่น ภาวะเศรษฐกิจมหภาค (GDP, อัตราดอกเบี้ย, ค่าเงินบาท) หรือปัจจัยเฉพาะบริษัท (กำไรสุทธิ, P/E, ขนาดบริษัท) เพื่อแยกผลกระทบที่แท้จริงของการรวมเข้าหรือตัดออกดัชนี SET100 ออกจากปัจจัยอื่น

3) ควรศึกษาแยกตามปีที่ไม่มีเหตุการณ์พิเศษ เช่น โรคระบาดโควิด 19 ในปี พ.ศ.2562-2564 เพราะจะทำให้ผลกระทบถูกบิดเบือนออกไปจากเหตุการณ์ศึกษาของงานวิจัย

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1) งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาผลกระทบต่อราคาหุ้นเมื่อมีการรวมเข้าหรือตัดออกจากดัชนี SET100 การกำหนดกรอบระยะเวลาของช่วง Estimation Window และช่วง Event Window สำหรับประมาณการหาผลตอบแทนปกติและผิดปกติโดยวิธีเหตุการณ์ศึกษา (Event Study) ไม่มีข้อบังคับเคร่งครัดในเกณฑ์การกำหนดช่วงเวลา แต่เป็นการอาศัยดุลพินิจของผู้วิจัยควบคู่ไปกับการใช้แนวทางการศึกษาเชิงประจักษ์ในอดีตในการพิจารณาเลือกกรอบระยะเวลาที่เหมาะสมกับข้อมูลที่ต้องการศึกษา ซึ่งกรอบระยะเวลาที่แตกต่างกันอาจนำไปสู่ผลการประมาณการที่แตกต่างกันได้

2) งานวิจัยนี้พิจารณาเฉพาะราคาหุ้นผิดปกติโดยไม่ได้รวมปัจจัยอื่นที่อาจมีผลต่อราคาหุ้น เช่น ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค (GDP, ดอกเบี้ย, เงินเฟ้อ) ปัจจัยจุลภาค (กำไรสุทธิ, ขนาดบริษัท, อุตสาหกรรม) หรือปริมาณการซื้อขาย (Trading Volume) ส่งผลให้ผลการวิเคราะห์ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นได้อย่างรอบด้าน และมีความเป็นไปได้ว่าผลกระทบที่เกิดขึ้นเกิดจากปัจจัยแทรกซ้อนอื่นๆ นอกเหนือจากการถูกรวมเข้าหรือตัดออกดัชนี SET100

เอกสารอ้างอิง

ชลดา เนียมเนตร์. (2554). *ผลกระทบต่อราคาหุ้นเมื่อถูกรวมหรือถูกตัดออกจากดัชนี SET50*. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์. (2556). การตอบสนองของราคาของหุ้นที่ถูกปรับเข้าและออกจากดัชนี SET 50 : หลักฐานเชิงประจักษ์ล่าสุด. *วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์, 17*(26), 18-36.

ธนวัฒน์ ศิริพิสิฐศักดิ์. (2564). *ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนผิดปกติของหลักทรัพย์ที่เข้าและออกจากดัชนี SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

วิภาดา อดุลย์ดิศร. (2566). *การศึกษาผลกระทบต่อราคาหุ้นที่ถูกรวมและตัดออกจากดัชนีหุ้นยั่งยืน SET ESG*. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

Armitage, S. (1995). Event study methods and evidence on their performance. *Journal of Economic Surveys, 9*, 25-52.

Beneish, M. D., & Whaley, R. E. (1996). An anatomy of the “S&P Game”: The effects of changing the rules. *The Journal of Finance, 51*(5), 1909-1930.

Bildik, R., & Gülay, G. (2008). The effects of changes in index composition on stock prices and volume: Evidence from the Istanbul stock exchange. *International Review of Financial Analysis, 17*(1), 178-197.

Brown, S., & Warner, J. (1985). Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics, 14*, 3-31.

Chen, H., Noronha, G., & Singal, V. (2004). The Price Response to S&P 500 Index Additions and Deletions; Evidence of Asymmetry and a New Explanation. *Journal of Finance, 59*, 1901-1929.

Chui, A. C., & Wei, K. J. (1998). Book-to-market, firm size, and the turn-of-the-year effect: Evidence from Pacific-Basin emerging markets. *Pacific-Basin finance journal, 6*(3-4), 275-293.

Curran, M. M., & Moran, D. (2007). Impact of the FTSE4Good Index on firm price: An event study. *Journal of environmental management, 82*(4), 529-537.

Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance, 25*, 383-417.

Harris, L., & Gurel, E. (1986). Price and volume effects associated with changes in the S&P 500 list: New evidence for the existence of price pressure. *The Journal of Finance, 41*(4), 815-829.

Kassim, N. S., Ramlee, R., & Kassim, S. (2017). Impact of Inclusion into and Exclusion from the Shariah Index on a Stock Price and Trading Volume: An Event Study Approach. *International Journal of Economics and Financial Issues, 7*(2), 40-51.

Kaul, A., Mehrotra, V., & Morck, R. (2000). Demand curves for stocks do slope down: New evidence from an index weights adjustmen. *The Journal of Financ, 55*(2), 893-912.

Jain, P. C. (1987). The effect on stock price of inclusion in or exclusion from the S&P 500. *Financial Analysts Journal, 43*(1), 58-65.

Mat Falconer. (2025). *ETFs 2029: The path to $30 trillion*. Retrieved from https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/assets/etf-survey-2025.pdf.

MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature, 35*(1), 13-39.

Mase, B. (2002). *The Impact of Changes in the FTSE 100 Index*. Public Policy Discussion Papers 02-25, Economics and Finance Section, School of Social Sciences, Brunel University.

Micheli, A., & Neuman, E. (2020). Evidence of crowding on russell 3000 reconstitution events. *Market Microstructure and Liquidity, 6*(01n04), 2050009.

Merton, R. C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *Journal of Finance, 42*, 483-510.

Shleifer, A. (1986). Do demand curves for stocks slope down?. *The Journal of Finance, 41*(3), 579-590.

Truong, L. D., Friday, H. S., & Ngo, T. M. (2023). Market Reaction to Delisting Announcements in Frontier Markets: Evidence from the Vietnam Stock Market. *Risks, 11*(11), 201.

Vespro, C. (2006). Stock price and volume effects associated with compositional changes in European stock indices. *European Financial Management, 12*(1), 103-127.

Zhou, J., & Chen, S. (2022). Knowledge, Attitudes, and Practices of NICU Doctors and Nurses toward Prevention and Control of Nosocomial Infection with Multidrug Resistant Organism. *Frontiers in Pediatrics, 10*, Article ID: 817030.

Data Availability Statement: The raw data supporting the conclusions of this article will be made available by the authors, without undue reservation.

Conflicts of Interest: The authors declare that the research was conducted in the absence of any commercial or financial relationships that could be construed as a potential conflict of interest.

Publisher's Note: All claims expressed in this article are solely those of the authors and do not necessarily represent those of their affiliated organizations, or those of the publisher, the editors and the reviewers. Any product that may be evaluated in this article, or claim that may be made by its manufacturer, is not guaranteed or endorsed by the publisher.

Copyright: © 2025 by the authors. This is a fully open-access article distributed under the terms of the Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0).