

ประสิทธิผลของมาตรการกำกับการซื้อขาย
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ศิริภพ ปัทมพันธ์


วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์การเงิน)
คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

2558

ประสิทธิผลของมาตรการกำกับการซื้อขาย
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

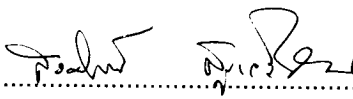
ศิริภพ ปัทมพันธ์

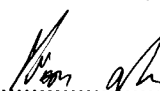
คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

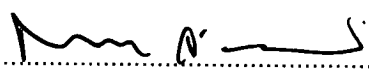
ผู้ช่วยศาสตราจารย์..........ที่ปรึกษาวิทยาลัยนิพนธ์หลัก
(ดร. ปรียดา สุขเจริญสิน)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ได้พิจารณาแล้วเห็นสมควรอนุมัติให้เป็นส่วนหนึ่งของ
การศึกษาดำเนินการหลักสูตรเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์การเงิน)

กฤษฎา เสกตระกูล.....ประธานกรรมการ
(ดร. กฤษฎา เสกตระกูล)

รองศาสตราจารย์..........กรรมการ
(ดร. สรศาสตร์ สุขเจริญสิน)

ผู้ช่วยศาสตราจารย์..........กรรมการ
(ดร. ปรียดา สุขเจริญสิน)

ผู้ช่วยศาสตราจารย์..........คณบดี
(ดร. ณิชดา จันทน์สม)

ตุลาคม 2558

บทคัดย่อ

ชื่อวิทยานิพนธ์	ประสิทธิผลของมาตรการกำกับการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นายศิริภาพ ปัทมพันธ์
ชื่อปริญญา	เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์การเงิน)
ปีการศึกษา	2558

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาประสิทธิผลของมาตรการกำกับการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งเป็น มาตรการแคชบาลานซ์ ซึ่งใช้ตั้งแต่ พ.ศ. 2551 จนถึง 2557 และมาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ท ซึ่งเริ่มใช้เมื่อต้น พ.ศ. 2558 การศึกษาได้วิเคราะห์ประเภทของหลักทรัพย์ โดยพิจารณาขนาด กลุ่มอุตสาหกรรม และระยะเวลาในการติดตามการซื้อและทำการวิเคราะห์ความมีประสิทธิภาพของมาตรการ โดยมุ่งเน้นไปที่ความสามารถในการควบคุมความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ รวมถึงอัตราการซื้อขายหมุนเวียน นอกจากนี้ ยังพิจารณาต่อเนื่องไปว่า เมื่อหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดและเข้าข่ายมาตรการดังกล่าว หลังจากที่ยกออกจากมาตรการแล้ว พฤติกรรมการซื้อขายของหลักทรัพย์นั้นๆ เป็นปกติหรือไม่ นอกจากนี้ การวิเคราะห์ได้คำนึงถึงผลกระทบที่จะเกิดกับหลักทรัพย์ อันเป็นผลจากมาตรการดังกล่าว

การศึกษานี้ใช้วิธีการศึกษาแบบวิเคราะห์เหตุการณ์ (Event Study) โดยการแบ่งช่วงเวลาการศึกษาออกเป็นช่วงต่างๆ ทั้งก่อน ระหว่าง และหลังจากหลักทรัพย์ออกจากมาตรการ และเปรียบเทียบประสิทธิผลของมาตรการในแต่ละช่วง โดยใช้มาตรวัด 4 มาตรวัดในการวิเคราะห์มาตรการกำกับการซื้อขาย อันได้แก่ ความผันผวนของราคา (Volatility) อัตราการซื้อขายหมุนเวียน (Turnover Ratio) อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return) และสภาพคล่อง (Liquidity) ของหลักทรัพย์นั้นๆ พร้อมทั้งทำการทดสอบความมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า มาตรการแคชบาลานซ์แบบนโยบายเดิม 3 สัปดาห์สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียนของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการไม่เกิน 3 ครั้งได้ แต่เมื่อพิจารณาระดับความมีนัยสำคัญทางสถิตินั้น พบว่า มิได้บ่งชี้ถึงประสิทธิผลของมาตรการในทุกกรณี จึงส่งผลให้มีหลักทรัพย์เดิมกลับมาติดมาตรการอีก

หลายครั้ง ซึ่งหลังจากการเปลี่ยนมาตรการแคชบาลานซ์เป็นแบบนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ที่เริ่มใช้ใน พ.ศ. 2556 นั้น การศึกษาพบว่า สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาและอัตราการค้าขายหมุนเวียนได้ดีขึ้น แต่ในอีกด้านหนึ่ง ก่อให้เกิดผลกระทบในทางลบแก่สภาพคล่องและอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ โดยผลกระทบนั้นรุนแรงขึ้นตามระยะเวลาที่หลักทรัพย์ติดมาตรการ

ในส่วนของมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทที่เพิ่งมีใช้ใน พ.ศ. 2558 ซึ่งปัจจุบัน ยังถือเป็นช่วงเริ่มต้นของมาตรการ การศึกษานี้ได้ทำการวิเคราะห์หลักทรัพย์ทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อันประกอบด้วยบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กนั้น มีสัดส่วนของหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดใหญ่กว่า ทั้งนี้ สำหรับมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทนั้น มีกฎเกณฑ์ที่มากขึ้น โดยมีการแบ่งระดับขึ้นความรุนแรงของมาตรการ ที่จะเพิ่มมากขึ้นตามความผิดปกติของหลักทรัพย์ โดยมีได้ใช้มาตรการระดับเดียวกันในการกำกับหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายทุกตัว ซึ่งจากการวิเคราะห์ประสิทธิผลของมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ท พบว่า มาตรการนี้สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาและอัตราการค้าขายหมุนเวียนได้ดี เช่นเดียวกับมาตรการแคชบาลานซ์ และมีผลกระทบต่อสภาพคล่องและอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติน้อยกว่ามาตรการแคชบาลานซ์

ABSTRACT

Title of Thesis	The Effectiveness of Market Supervision Rules in the Stock Exchange of Thailand
Author	Mr. Siraphop Paphatthananan
Degree	Master of Economics (Financial Economics)
Year	2015

This study investigates the effectiveness of the market supervision rules in the Stock Exchange of Thailand which are the cash balance account rule enforced between 2008 and 2014, and the trading alert list rule enforced since the beginning of 2015 until today. This study analyzes types of securities under those market supervision rules by considering the size, industry group, and the number of repeated times securities being captured by the rules. The effectiveness of the rules is analyzed through the ability to control price volatility and turnover ratio. Furthermore, the study also explores whether the securities have normal trading patterns after they are released from the rules, and side effects from the rules are analyzed and explained.

The event study methodology is applied in this study to analyze the effectiveness of the market supervision rules for securities showing abnormal trading patterns. There are 4 measures employed namely volatility, turnover ratio, abnormal return, and liquidity. Hypothesis testing is also used to explore the significance of the results.

According to the results, the previous policy (3 weeks) of the cash balance account rule is able to effectively control the price volatility and turnover ratio of the securities captured by the rule for not more than 3 times. However, when considering the significance test, it is found that not all cases show decent effectiveness of the rule, thereby causing the same security to be later captured by the rule again. After the rule was tightened to the new policy (6 weeks), the results show that the price volatility and

turnover ratio are better controlled by the rule. Nonetheless, it causes negative effects on the liquidity and abnormal return of securities which are more pronounced with more rounds of being captured.

In case of the trading alert list rule which was used in the beginning of 2015 and currently still in the early stage of enforcement, this study analyzes securities both from the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment (MAI). It is found that the proportion of securities being captured from the MAI comprising medium and small listed companies is higher than those from the SET comprising larger listed companies. Furthermore, as the trading alert list rule has several stages of severity based on the levels of security's abnormality, instead of applying the same level of rule to all securities, it is found that the trading alert list rule can control the price volatility and turnover ratio as well as can the cash balance account rule, and the side effects on liquidity and abnormal return are lowered.

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ภายใต้หัวข้อ “ประสิทธิผลของมาตรการกำกับการซื้อขาย ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” ฉบับนี้ สำเร็จลุล่วงลงได้เป็นอย่างดี เนื่องจากผู้วิจัยได้รับคำปรึกษา ข้อชี้แนะ และองค์ความรู้ที่เป็นประโยชน์อย่างยิ่งในการทำวิจัยจาก ผศ.ดร. ปรีดา สุขเจริญสิน อาจารย์ที่ปรึกษา ซึ่งได้มีส่วนช่วยเหลือในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ตั้งแต่ต้น โดยเริ่มจากการส่งเสริมให้ผู้วิจัยทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ในส่วนตัวเพื่อส่งประกวดงานวิจัยที่จัดโดยสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน พ.ศ. 2556 ที่ผ่านมา และได้รับรางวัลงานวิจัยระดับดีเด่น ซึ่งเป็นก้าวแรกในการนำมาสานต่อเป็นวิทยานิพนธ์ฉบับสมบูรณ์ฉบับนี้ ผู้วิจัยรู้สึกเป็นเกียรติที่ได้ทำงานวิจัยฉบับนี้และตระหนักในพระคุณของ ผศ.ดร. ปรีดา สุขเจริญสิน เป็นอย่างยิ่ง นอกจากนี้ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ รศ.ดร. สรศาสตร์ สุขเจริญสิน ที่คอยให้คำปรึกษาแก่ผู้วิจัย และเป็นแรงผลักดันสำคัญให้ ผศ.ดร. ปรีดา สุขเจริญสิน สามารถส่งเสริมให้นิสิตผลิตผลงานวิจัยที่มีคุณภาพและเป็นประโยชน์แก่วงการการศึกษาไทยได้อย่างดียิ่ง

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ ดร. กฤษฎา เสกตระกูล ที่ให้เกียรติมาเป็นประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และได้ให้คำชี้แนะที่เป็นประโยชน์แก่ผู้วิจัย เพื่อนำไปปรับปรุงพัฒนาและสร้างคุณูปการแห่งความเป็นวิทยานิพนธ์ และขอขอบคุณตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่พยายามผลักดันให้นิสิตนักศึกษา ร่วมกับคณาจารย์ ผลิตงานวิจัยที่มีคุณภาพเพื่อพัฒนาตลาดทุนไทยให้ทัดเทียมกับนานาประเทศ และเป็นจุดกำเนิดที่ทำให้ผู้วิจัยได้มีโอกาสมาทำงานวิจัยฉบับนี้

สุดท้ายนี้ ขอขอบพระคุณบิดาและมารดาของผู้วิจัย ที่เป็นส่วนสำคัญทางจิตใจให้ผู้วิจัยสามารถทำวิจัยได้สำเร็จลุล่วง และขอขอบพระคุณคณาจารย์ทุกท่านของคณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ ที่ได้ประสาทความรู้ทั้งปวงให้แก่ผู้วิจัย และหวังเป็นอย่างยิ่งว่า ทุกท่านที่ได้กล่าวถึง จะประสบกับความ สุขความเจริญยิ่งๆ ขึ้นไป

ศิริภาพ ปภักชนันท์

ตุลาคม 2558

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อ	(3)
ABSTRACT	(5)
กิตติกรรมประกาศ	(7)
สารบัญ	(8)
สารบัญตาราง	(10)
สารบัญภาพ	(13)
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 ประสิทธิภาพของมาตรการแคชบาลานซ์ สำหรับหลักทรัพย์ ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด	4
2.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	4
2.2 การทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	7
2.3 ระเบียบวิธีวิจัย	10
2.4 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และกรอบการศึกษา	17
2.5 ผลการศึกษา	23
2.6 สรุปผลการศึกษา	45
บทที่ 3 ประสิทธิภาพของมาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ท สำหรับหลักทรัพย์ ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด	48
3.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	48
3.2 ทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	52
3.3 ระเบียบวิธีวิจัย	52
3.4 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และกรอบการศึกษา	58
3.5 ผลการศึกษา	62
3.6 สรุปผลการศึกษา	78

บทที่ 4 บทสรุปและข้อเสนอแนะ	80
4.1 บทสรุป	80
4.2 ข้อเสนอแนะ	82
บรรณานุกรม	84
ประวัติผู้เขียน	85

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง ขนาดของบริษัทและกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียน นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	19
2.2 จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง ขนาดของบริษัทและกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียน นโยบายเดิม 6 สัปดาห์	21
2.3 จำนวนประกาศของหลักทรัพย์ แบ่งตามลำดับครั้งที่ติดมาตรการ	22
2.4 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 1 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	27
2.5 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 2 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	32
2.6 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 3 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	32
2.7 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 4 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	32
2.8 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 5 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	33
2.9 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 6 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	33
2.10 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 7 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	33
2.11 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 8 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	34

- 3.8 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์
ติดมาตรการ 8 สัปดาห์ บนตลาด SET 73
- 3.9 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์
ติดมาตรการ 9 สัปดาห์ บนตลาด SET 74
- 3.10 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์
ติดมาตรการ 12 สัปดาห์ บนตลาด SET 74
- 3.11 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์
ติดมาตรการ 3 สัปดาห์ บนตลาด MAI 77
- 3.12 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์
ติดมาตรการ 6 สัปดาห์ บนตลาด MAI 77
- 3.13 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์
ติดมาตรการ 9 สัปดาห์ บนตลาด MAI 77
- 3.14 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์
ติดมาตรการ 12 สัปดาห์ บนตลาด MAI 77
- 3.15 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์
ติดมาตรการ 14 สัปดาห์ บนตลาด MAI 78

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1	16
2.2	18
2.3	18
2.4	20
2.5	21
2.6	24
2.7	24
2.8	25
2.9	28
2.10	30
2.11	30
2.12	35

2.13 กราฟเปรียบเทียบระหว่างช่วงวิเคราะห์-ช่วงเหตุการณ์ และช่วงเหตุการณ์-ช่วงหลังเหตุการณ์ ของทุกมาตรวัด กรณีนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 4	35
2.14 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Parkinson (1980) ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	37
2.15 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Garman and Klass (1980) ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	37
2.16 ค่าเฉลี่ยความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	38
2.17 ค่าเฉลี่ยอัตราการซื้อขายหมุนเวียน ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	38
2.18 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	39
2.19 ค่าเฉลี่ย Proportional Spread ของหลักทรัพย์ ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	39
2.20 กราฟเปรียบเทียบระหว่างช่วงวิเคราะห์-ช่วงเหตุการณ์ และช่วงเหตุการณ์-ช่วงหลังเหตุการณ์ ของทุกมาตรวัด กรณีนโยบายเดิม 6 สัปดาห์ หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 1	44
2.21 กราฟเปรียบเทียบระหว่างช่วงวิเคราะห์-ช่วงเหตุการณ์ และช่วงเหตุการณ์-ช่วงหลังเหตุการณ์ ของทุกมาตรวัด กรณีนโยบายเดิม 6 สัปดาห์ หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 4	44
3.1 สรุปกรอบระยะเวลาการศึกษาเหตุการณ์ ในกรณีที่หลักทรัพย์ เข้าข่ายเกณฑ์ของเทรดดิ้งอะเลิร์ท	57
3.2 สรุปกรอบระยะเวลาการศึกษาเหตุการณ์ ในกรณีที่หลักทรัพย์ เข้าข่ายเกณฑ์ของ Turnover list และเทรดดิ้งอะเลิร์ท	57
3.3 จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามลำดับครั้งที่ ติดมาตรการบนตลาด SET และ MAI	59
3.4 จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนสัปดาห์ ที่ติดมาตรการบนตลาด SET และ MAI	59
3.5 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Parkinson (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด SET และ MAI	62

3.6 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Garman and Klass (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดตามมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด SET และ MAI	62
3.7 ค่าเฉลี่ยความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด SET และ MAI	63
3.8 ค่าเฉลี่ยอัตราการซื้อขายหมุนเวียน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดตามมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด SET และ MAI	63
3.9 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดตามมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด SET และ MAI	63
3.10 ค่าเฉลี่ย Proportional Spread ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดตามมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด SET และ MAI	64
3.11 กราฟเปรียบเทียบระหว่างช่วงวิเคราะห์-ช่วงเหตุการณ์ และช่วงเหตุการณ์- ช่วงหลังเหตุการณ์ ของทุกมาตรวัด กรณีหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 1 บนตลาด SET	65
3.12 กราฟเปรียบเทียบระหว่างช่วงวิเคราะห์-ช่วงเหตุการณ์ และช่วงเหตุการณ์- ช่วงหลังเหตุการณ์ ของทุกมาตรวัด กรณีหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 2 บนตลาด SET	66
3.13 กราฟเปรียบเทียบระหว่างช่วงวิเคราะห์-ช่วงเหตุการณ์ และช่วงเหตุการณ์- ช่วงหลังเหตุการณ์ ของทุกมาตรวัด กรณีหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 1 บนตลาด MAI	68
3.14 กราฟเปรียบเทียบระหว่างช่วงวิเคราะห์-ช่วงเหตุการณ์ และช่วงเหตุการณ์- ช่วงหลังเหตุการณ์ ของทุกมาตรวัด กรณีหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 2 บนตลาด MAI	69
3.15 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Parkinson (1980) ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ ที่ติดตามมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด SET	70
3.16 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Garman and Klass (1980) ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ ที่ติดตามมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด SET	70
3.17 ค่าเฉลี่ยความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด SET	70
3.18 ค่าเฉลี่ยอัตราการซื้อขายหมุนเวียน ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด SET	71

3.19 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด SET	71
3.20 ค่าเฉลี่ย Proportional Spread ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด SET	71
3.21 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Parkinson (1980) ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด MAI	75
3.22 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Garman and Klass (1980) ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด MAI	75
3.23 ค่าเฉลี่ยความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด MAI	75
3.24 ค่าเฉลี่ยอัตราการซื้อขายหมุนเวียน ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด MAI	76
3.25 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด MAI	76
3.26 ค่าเฉลี่ย Proportional Spread ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด MAI	76

บทที่ 1

บทนำ

ในการลงทุนในตลาดตราสารทุนนั้น นักลงทุนโดยทั่วไปมีความตระหนักรู้เป็นอย่างดีว่าการลงทุนมีความเสี่ยง และพยายามหลีกเลี่ยงหรือลดความเสี่ยงในการลงทุนที่สอดคล้องกับตนเอง เพื่อให้ได้อัตราผลตอบแทนที่สูงที่สุด ในขณะที่เดียวกันก็พยายามลดความเสี่ยงให้ได้มากที่สุด เพื่อป้องกันความผันผวนที่ไม่สามารถคาดได้ ถึงกระนั้นก็ตาม ในการลงทุนในตลาดตราสารทุนจริงๆ นั้น หลักทรัพย์หลายๆ หลักทรัพย์มีความผันผวนในการซื้อขายสูงมาก จนก่อให้เกิดสภาพเกิดซื้อขายที่ผิดไปจากสภาพปกติของตลาด และในหลายๆ กรณี การลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนสูงดังกล่าว มักตามมาด้วยการขาดทุน เนื่องจากการไม่สามารถคาดเดาพฤติกรรมของการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดจากนักลงทุนทั้งตลาดได้ รวมถึงความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดทุนเอง ดังนั้น ความสามารถในการป้องกันความสูญเสียที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนจึงมีความสำคัญ และเป็นหน้าที่ของผู้กำกับดูแลตลาดทุนนั้นๆ ในการกำหนดกฎเกณฑ์ในการกำกับซื้อขาย เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่นักลงทุน และเพื่อให้สะท้อนมูลค่าของหลักทรัพย์ในตลาดทุนที่แท้จริง

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้มีการออกมาตรการดำเนินการกรณีมีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ผิดไปจากสภาพปกติของตลาดมาตั้งแต่ พ.ศ. 2544 ซึ่งในขณะนั้นมาตรการที่ใช้คือมาตรการการสั่งห้ามซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะหักกลบราคาซื้อขายกับราคาซื้อขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกัน (Net Settlement) รวมถึงมาตรการการห้ามสมาชิกให้ลูกค้ากู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์ (Margin Trading) และทางตลาดหลักทรัพย์ได้ใช้มาตรการเหล่านี้มาเป็นระยะเวลาประมาณ 7 ปี ซึ่งพบว่า สามารถบรรลุดังวัตถุประสงค์ที่ทางตลาดหลักทรัพย์ต้องการได้ อันได้แก่การลดความผันผวนของการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติได้ อย่างไรก็ตาม มาตรการดังกล่าวได้ถูกยกเลิกไปในปี พ.ศ. 2551 เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์จำเป็นต้องปรับเปลี่ยนกลยุทธ์และมาตรการต่างๆ ให้สอดคล้องกับสถานการณ์ที่เปลี่ยนไป และเนื่องด้วยมาตรการดังกล่าวยังมีข้อบกพร่องบางประการ เช่น นักลงทุนยังสามารถทำการซื้อขายหลักทรัพย์เดียวกันในลักษณะหักกลบราคาซื้อขายกับราคาซื้อขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกันแบบทางอ้อมได้ เนื่องจากมีช่องโหว่ของเวลาในการซื้อขาย กล่าวคือนักลงทุนที่ขายหลักทรัพย์ในช่วงเช้า จะได้รับเงินค่าขายหลักทรัพย์นั้นในเวลาประมาณ

12.30 น. ในขณะที่เมื่อซื้อหลักทรัพย์จะมีเวลาในการชำระเงินได้ตลอดทั้งวันก่อน 15.00 น. อีกทั้งยังมีข้อบกพร่องในการพิจารณาคัดเลือกหลักทรัพย์ที่จะเข้ามาตราการ ซึ่งเป็นการใช้วิจรรณญาณของทางตลาดหลักทรัพย์โดยมิได้อิงกับมาตรฐานใดที่ชัดเจน ทำให้นักลงทุนไม่สามารถคาดการณ์ได้ล่วงหน้าว่าหลักทรัพย์จะต้องเข้ามาตราการหรือไม่ (สถณี อาชวานันทกุล, 2553)

ด้วยเหตุนี้ ในวันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2551 ทางตลาดหลักทรัพย์จึงได้ออกมาตรการใหม่ในการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด โดยการดำเนินการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ได้รับการพิจารณาเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ซึ่งกำหนดให้ลูกค้าต้องทำการซื้อหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการเหล่านั้นด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ (Cash Balance) ซึ่งเป็นบัญชีที่ต้องซื้อหลักทรัพย์ด้วยเงินสดเต็มจำนวน และกำหนดให้ต้องซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ดังกล่าวเป็นระยะเวลา 3 สัปดาห์ จนกระทั่งเดือนมีนาคม พ.ศ. 2556 ที่ตลาดหลักทรัพย์ได้เปลี่ยนแปลงกรอบระยะดังกล่าวจาก 3 สัปดาห์ เป็น 6 สัปดาห์ โดยคาดหวังว่าจะสามารถควบคุมหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายไปจากสภาพปกติของตลาดได้ดีกว่าเดิม ทั้งนี้ การกำหนดว่าหลักทรัพย์ใดจะต้องถูกซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์นั้น ทางตลาดหลักทรัพย์ได้ใช้ประโยชน์จากการประกาศ Turnover list ของทางสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในเบื้องต้น

อย่างไรก็ตาม เมื่อต้น พ.ศ. 2558 ตลาดหลักทรัพย์ได้ประกาศเปลี่ยนนโยบายการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดอีกครั้ง โดยประกาศใช้มาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทแทน ซึ่งมีลักษณะของมาตรการที่หลากหลายมากกว่าการใช้เพียงบัญชีแคชบาลานซ์ โดยจะเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ให้ความสำคัญแก่การให้ความรู้แก่นักลงทุนและพยายามควบคุมการซื้อขายโดยเฉพาะหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายที่ผิดไปจากสภาพปกติของตลาด เพื่อมิให้นักลงทุนได้รับความเสียหายที่อาจเกิดขึ้น

โดยการศึกษาชั้นนี้ จัดทำขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์ประสิทธิผลของมาตรการทั้งแคชบาลานซ์และเทรดดิงอะเลิร์ท เพื่อเป็นข้อมูลสนับสนุนข้อดีและข้อด้อยของแต่ละมาตรการ รวมทั้งข้อเสนอแนะที่ตลาดหลักทรัพย์อาจนำไปพัฒนาเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์ต่อตลาดหุ้นไทยในกรณีการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายที่ผันผวน โดยในบทที่ 2 จะเป็นการวิเคราะห์ประสิทธิผลของมาตรการแคชบาลานซ์ที่มีการใช้ตั้งแต่ พ.ศ. 2551 ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์และนำเสนอให้แก่ตลาดหลักทรัพย์ทราบ ผ่านเวทีการประกวดงานวิจัยของสถาบันวิจัยเพื่อตลาดหุ้นไปแล้ว และต่อมาเมื่อมีการประกาศใช้มาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทใน พ.ศ. 2558 เพื่อให้วิทยานิพนธ์มีความครอบคลุมในหัวข้อการวัดประสิทธิผลของมาตรการกำกับการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย จึงได้ทำการศึกษาประสิทธิของมาตรการเทรดดิ่งอะเลิร์ทที่แสดงไว้ในบทที่ 3 ด้วย
และชี้ให้เห็นข้อสรุปจากการศึกษาพร้อมข้อเสนอแนะในบทที่ 4

บทที่ 2

ประสิทธิผลของมาตรการแคชบาลานซ์ สำหรับหลักทรัพย์ ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด

2.1 ที่มาและความสำคัญ

เนื่องด้วยมาตรการแคชบาลานซ์ ซึ่งใช้กับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดนี้ ได้ถูกนำมาใช้เป็นระยะเวลาประมาณ 7 ปีแล้ว (จนถึงปลายปี พ.ศ. 2558) ทั้งนโยบายเดิมและนโยบายใหม่ที่ให้ลูกค้าต้องซื้อหลักทรัพย์ด้วยบัญชีแคชบาลานซ์เป็นระยะเวลา 3 รอบระยะเวลา และ 6 รอบระยะเวลาตามลำดับ และเนื่องด้วยการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา มีความผันผวนเพิ่มมากขึ้นเนื่องจากความกระตือรือร้นและการมีส่วนร่วมของนักลงทุน รวมไปถึงความรู้ในการลงทุนที่มีเผยแพร่อย่างแพร่หลายมากยิ่งขึ้น ทำให้มาตรการแคชบาลานซ์มีบทบาทมากขึ้นเมื่อเทียบกับในอดีตช่วงเริ่มต้นใช้มาตรการ และมีจำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์เพิ่มมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้มาตรการแคชบาลานซ์ได้ถูกนำมาใช้ด้วยวัตถุประสงค์หลักเพื่อลดความผันผวนของการซื้อขายหลักทรัพย์ และลดอัตราการซื้อขายหมุนเวียนของหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายที่ร้อนแรงจนเข้าข่ายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ตามเกณฑ์ที่ทางตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดไว้

ในส่วนของนโยบายแคชบาลานซ์เดิม 3 สัปดาห์ จากประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การให้สมาชิกดำเนินการให้ลูกค้าทำการซื้อหลักทรัพย์ด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ พ.ศ. 2551 ได้นิยามความหมายของหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดไว้คือ หลักทรัพย์ที่ถูกกำหนดให้เป็นหลักทรัพย์ที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูง (Turnover List) ตามที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ประกาศกำหนด และมีลักษณะในกรณีที่หลักทรัพย์เป็นหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ดังต่อไปนี้

กรณีการประกาศหลักทรัพย์ที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูงของ ก.ล.ต.

- 1) มีมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันในรอบสัปดาห์ไม่น้อยกว่า 100 ล้านบาท
- 2) มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนไม่น้อยกว่าร้อยละ 30 และ

3) ให้บริษัทหลักทรัพย์รายงานหุ้นที่ติด Turnover List และมี P/E Ratio มากกว่าหรือเท่ากับ 100 เท่า หรือขาดทุน หรือบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนต่อ ก.ล.ต.

กรณีการประกาศหลักทรัพย์ที่ต้องทำการซื้อขายด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ของตลาดหลักทรัพย์

- 1) มีมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันในรอบสัปดาห์ไม่น้อยกว่า 100 ล้านบาท
- 2) มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 และ
- 3) มีอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E Ratio) ไม่น้อยกว่า 50 เท่า หรือบริษัทจดทะเบียนของหุ้นสามัญมีผลการดำเนินการขาดทุนแล้วแต่กรณี

ทั้งนี้ ให้สมาชิกเริ่มดำเนินการให้ลูกค้าทำการซื้อหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ ในวันทำการถัดจากวันที่ตลาดหลักทรัพย์ประกาศให้หลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด โดยให้ทำการซื้อหลักทรัพย์ด้วยบัญชีแคชบาลานซ์อย่างน้อย 3 รอบระยะเวลาถัดไป (โดยปกติเท่ากับ 3 สัปดาห์ หรือ 15 วันทำการ)

อนึ่ง ในกรณีที่ระยะเวลา 3 รอบระยะเวลาสิ้นสุดลงและหลักทรัพย์นั้นยังคงมีลักษณะเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด สมาชิกจะต้องดำเนินการให้ลูกค้าทำการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ต่อไปจนกว่าหลักทรัพย์นั้นจะไม่เข้าเงื่อนไขที่มีลักษณะเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด

อย่างไรก็ตาม ทางตลาดหลักทรัพย์ได้ปรับปรุงแนวทางการป้องกันและการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด โดยได้เพิ่มกรอบระยะเวลาของหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายจาก 3 รอบระยะเวลาเป็น 6 รอบระยะเวลา (6 สัปดาห์) โดยมีผลตั้งแต่วันที่ 1 มีนาคม พ.ศ. 2556 (ตลาดหลักทรัพย์, 2556)

หลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดนั้น เกิดจากหลายสาเหตุด้วยกัน เช่น ในรอบสัปดาห์ก่อนเข้าข่าย บริษัทจดทะเบียนอาจมีการประกาศข่าวที่มีผลกระทบต่อนักลงทุน เช่น ข่าวการควบรวมกิจการ ข่าวการขาดทุนในรอบไตรมาสที่ผ่านมา ฯลฯ หรือบริษัทจดทะเบียนนั้นอาจมีลักษณะของการถูกเก็งกำไรที่ทำให้เกิดความผันผวนของการซื้อขายมากจนผิดปกติ ซึ่งการซื้อขายที่ผิดไปจากสภาพปกติของตลาดนี้จะทำให้มูลค่าการซื้อขายและอัตราการซื้อขายหมุนเวียน (Turnover Ratio) สูงขึ้นเกินกว่าปกติ อีกทั้งยังเกิดความผันผวนของราคาระหว่างวันที่มีการซื้อขาย กล่าวคือ มีการแกว่งตัวของราคาซื้อขายอยู่ในช่วงกว้าง

จุดประสงค์ของมาตรการแคชบาลานซ์ ซึ่งใช้กับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดนั้น เพื่อเป็นการลดความผันผวนที่เกิดขึ้นกับหลักทรัพย์ดังกล่าว เนื่องจากลักษณะของการซื้อหลักทรัพย์ด้วยบัญชีแคชบาลานซ์จำเป็นต้องวางเงินสดเต็มจำนวนล่วงหน้า

ก่อนทำการซื้อ ซึ่งทางตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าการที่นักลงทุนต้องวางเงินสดเต็มจำนวนก่อนการซื้อหลักทรัพย์จะช่วยลดปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ เนื่องจากนักลงทุนบางรายลงทุนด้วยบัญชีมาร์จิน หรือบัญชีที่มีการวางหลักทรัพย์ค้ำประกันเพื่อให้ได้วงเงินสำหรับลงทุนที่สูงกว่าหลักทรัพย์ค้ำประกัน ทั้งนี้เพื่อเป็นแนวทางในการป้องกันนักลงทุนบางรายที่อาจขาดความรู้ความเข้าใจ เพื่อให้เกิดโอกาสในการขาดทุนจากความผันผวนของหลักทรัพย์ดังกล่าวน้อยที่สุด

อย่างไรก็ตาม ในช่วงระยะเวลาที่มีการใช้มาตรการเป็นต้นมา ยังไม่มีการศึกษาวิจัยเกี่ยวกับประสิทธิผลของมาตรการนี้ที่มีการเผยแพร่ในวงกว้าง ทางผู้วิจัยจึงต้องการศึกษาถึงประสิทธิผลของมาตรการแคชบาลานซ์ โดยมีวัตถุประสงค์ในการศึกษา ดังนี้

1) เพื่อศึกษาว่ามาตรการแคชบาลานซ์ของตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิผลหรือไม่ กล่าวคือ มาตรการดังกล่าวสามารถควบคุมความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ รวมถึงอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้หรือไม่ นอกจากนี้ เมื่อหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดและเข้าข่ายมาตรการแคชบาลานซ์ ออกจากมาตรการแล้ว พฤติกรรมการซื้อขายของหลักทรัพย์นั้นๆ เป็นปกติหรือไม่

2) เพื่อศึกษาถึงผลลัพธ์ของมาตรการนี้ในแง่มุมต่างๆ อันได้แก่ ความผันผวนของราคา (Volatility) อัตราการซื้อขายหมุนเวียน (Turnover Ratio) อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return) และ สภาพคล่อง (Liquidity) ของหลักทรัพย์นั้นๆ

3) เพื่อศึกษาผลกระทบของมาตรการแคชบาลานซ์ต่อหลักทรัพย์แต่ละประเภท ในเรื่องของขนาด อุตสาหกรรม และระยะเวลาในการติดขัด เพื่อให้ทราบข้อมูลว่ามาตรการดังกล่าวสามารถใช้ได้โดยทั่วไป หรือมีผลโดยเฉพาะเจาะจงกับหลักทรัพย์บางประเภทหรือบางกลุ่มหรือไม่

โดยคาดว่าจะได้รับประโยชน์จากการศึกษา ดังนี้

1. ตลาดหลักทรัพย์สามารถนำผลการศึกษาไปเป็นแนวทางในการปรับปรุงและพัฒนาการดำเนินการมาตรการแคชบาลานซ์กับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดให้มีประสิทธิผลยิ่งขึ้น

2. นักลงทุนได้ทราบถึงผลกระทบในแง่มุมต่างๆ ที่มีต่อหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายมาตรการแคชบาลานซ์ในช่วงระยะเวลาต่างๆ

2.2 ทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

มาตรการที่ทำการศึกษาในงานวิทยานิพนธ์ชิ้นนี้ เป็นหนึ่งในมาตรการในการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ที่ดำเนินการโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจะกำหนดให้ลูกค้าต้องทำการซื้อหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนสูงด้วยบัญชีแควบาลานซ์ตามที่เกริ่นมาในบทก่อนหน้า ซึ่งงานวิทยานิพนธ์ชิ้นนี้เป็นงานวิจัยชิ้นแรกที่ทำการศึกษามาตรการแควบาลานซ์ดังกล่าว อย่างไรก็ตาม โดยทั่วไปตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกมีมาตรการในการควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดของตนเองตามแต่ละประเทศ ซึ่งพบว่า มีบางมาตรการที่มีการใช้อย่างแพร่หลายทั่วไป เช่น การหยุดการซื้อขาย (Trading Halts) เป็นต้น ทั้งนี้ เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ได้ดำเนินการควบคุมความผันผวนของหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ในการศึกษาประสิทธิผลของมาตรการเหล่านี้ ผู้วิจัยโดยทั่วไปได้ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลตามแนวทางของวิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ซึ่งเป็นแนวทางที่ใช้สำหรับการศึกษาถึงผลกระทบของเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่ง โดยให้ความสนใจช่วงที่ต้องการศึกษาตั้งแต่ก่อนเข้ามาตรการ ระหว่างอยู่ในมาตรการ และหลังจากออกจากมาตรการ โดยทั้งนี้พบว่า งานวิจัยแต่ละชิ้นจะทำการศึกษาประสิทธิผลของมาตรการผ่านมาตรวัดหลายๆ มาตรวัด เช่น ความผันผวนของราคา และสภาพคล่องของหลักทรัพย์ หรืออัตราการซื้อขายหมุนเวียน กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ ซึ่งการทบทวนวรรณกรรมสำหรับวิทยานิพนธ์ชิ้นนี้ มุ่งไปที่การหาวิธีวัดประสิทธิผลของมาตรการที่เหมาะสมในแต่ละแง่มุม และหยิบยกมาใช้เพื่อวัดประสิทธิผลของมาตรการแควบาลานซ์ในประเทศไทย นอกเหนือจากการหาวิธีวัดประสิทธิผลของมาตรการ สิ่งที่ยังขาดไม่ได้ในงานวิจัยนี้ คือการทำการทดสอบสมมติฐานทางสถิติ เพื่อให้มั่นใจว่าในทางสถิติแล้ว ด้วยระดับความเชื่อมั่นที่เลือกใช้ มาตรการนั้นมีประสิทธิผลมากน้อยเพียงใด

ในด้านมาตรวัดความผันผวนของราคา พบว่า มีความหลากหลายของการเลือกใช้วิธีการในการวัดความผันผวนดังกล่าว เช่น Frino et al. (2011) เลือกใช้การคำนวณความผันผวนของราคาจากการคำนวณลอการิทึมของราคาสูงสุดหารด้วยราคาต่ำสุดในการวิเคราะห์ผลกระทบจากการหยุดการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย ในขณะที่ Bhargava and Konku (2010) ซึ่งศึกษาความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกาที่ได้รับผลกระทบจากการยกเลิกมาตรการ Uptick Rule ที่ใช้บังคับสำหรับการยืมหลักทรัพย์มาขาย (short sale) ได้เลือกใช้สมการของ Parkinson (1980) และ Garman and Klass (1980) ซึ่งเป็นมาตรวัดความผันผวนของราคาปิดของหลักทรัพย์ระหว่างวัน (Intraday Volatility) และใช้การหาส่วนเบี่ยงเบน

มาตรฐานของราคาหลักทรัพย์เพื่อสะท้อนความผันผวนของราคาภายในวัน (Interday Volatility หรือ Daily Return Volatility) นอกจากนี้ ในการวิเคราะห์ขั้นสูง Bhargava and Konku (2010) เลือกใช้แบบจำลอง GARCH (1, 1) เพื่อศึกษาความแปรปรวนของราคาหลักทรัพย์แบบมีเงื่อนไขด้วย

ในอีกแง่มุมหนึ่ง มาตรฐานที่สามารถสะท้อนปริมาณการซื้อขายได้ในช่วงที่มีการใช้มาตรการควบคุมคือการพิจารณาอัตราการซื้อขายหมุนเวียน ซึ่งเป็นมาตรฐานที่ไม่ได้มีความซับซ้อน แต่เป็นตัวบ่งชี้ถึงความร้อนแรงของหลักทรัพย์ได้เป็นอย่างดี โดยงานวิจัยโดยทั่วไปใช้การคำนวณอย่างง่าย กล่าวคือ การวัดปริมาณการซื้อขายในแต่ละวัน และเปรียบเทียบกับจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมดที่มีในตลาดหลักทรัพย์นั้นๆ

นอกจากนั้น โดยปกติแล้ว การใช้มาตรการกำกับการซื้อขายต่อหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนสูง มักจะมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนและสภาพคล่องของหลักทรัพย์นั้นๆ ซึ่งการวัดอัตราผลตอบแทนมีการวิเคราะห์หลายประเภท เช่น Bacha et al. (2008) ซึ่งศึกษาประสิทธิภาพของมาตรการการหยุดการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย และ Frino et al. (2010) ดังที่ได้กล่าวไปแล้ว ได้เลือกใช้การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม (cumulative abnormal return) และอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (excess return) โดยเป็นวิธีการวัดอัตราผลตอบแทนหลังจากตัดผลกระทบของการเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์อื่นๆ ในตลาด โดยสิ่งนี้อาจก่อให้เกิดความแตกต่างในการคำนวณคืออัตราผลตอบแทนจากตลาดอ้างอิงที่ใช้เป็นเกณฑ์ ซึ่งอาจเลือกใช้ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ที่หลักทรัพย์นั้นๆ ซื้อขาย หรือผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ในภูมิภาคร่วมด้วย เพื่อสะท้อนผลของการซื้อขายจากนักลงทุนหลายๆ กลุ่ม

ในด้านผลกระทบต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่ถูกควบคุมด้วยมาตรการ โดยเฉพาะมาตรการการหยุดการซื้อขายชั่วคราว พบว่า ให้ผลการศึกษาที่หลากหลาย โดยขึ้นอยู่กับลักษณะการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ และลักษณะของนักลงทุนในตลาดนั้นๆ Frino et al. (2010) ได้ศึกษาผลกระทบต่อสภาพคล่องจากการหาช่วงของราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายที่ถูกถ่วงน้ำหนักด้วยเวลา และเทียบกับราคากลาง (midpoint price) ที่ถูกถ่วงด้วยเวลาในช่วงการศึกษา (time-weighted relative bid-ask spread) ซึ่งพบว่า การหยุดการซื้อขายมีผลทำให้ช่วงราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย รวมถึงความผันผวนด้านราคาของหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น ในทางตรงกันข้าม Sorasart Sukcharoensin et al. (2004) ซึ่งศึกษาสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการนำเอาระบบคอมพิวเตอร์เข้ามาใช้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้เลือกใช้การคำนวณสัดส่วนสเปรด (Proportional Spread) ของราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายโดยไม่ถ่วงน้ำหนักตามวิธีของ Charoenwong (1994) และ Forjan and McCorry (1995) ซึ่งพบว่า สภาพคล่องของตลาด

ลดลงในช่วงที่มีการนำระบบการซื้อขายแบบใหม่เข้ามาใช้ในตอนแรกเริ่ม โดยถึงแม้ว่าความเหลื่อมล้ำของข้อมูลจะลดน้อยลงจากระบบที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น แต่ก็ไม่สามารถชดเชยกับความเสียหายที่เกิดจากการที่นักลงทุนไม่สามารถเรียนรู้กับระบบการซื้อขายใหม่ได้ทัน่วงที

ในการทดสอบสมมติฐานเพื่อวัดประสิทธิผลของมาตรการในทางสถิตินั้น พบว่า การเลือกใช้วิธีการทดสอบสมมติฐานขึ้นอยู่กับสมมติฐานที่ตั้ง Bhargava and Konku (2010) เลือกใช้ F-test อย่างง่ายในการทดสอบว่าความผันผวนของราคาเพิ่มขึ้นหลังจากการยกเลิกมาตรการ uptick rule หรือไม่ ในขณะที่ Bacha et al. (2008) ศึกษาผลกระทบด้านราคาว่าการหยุดการซื้อขายนั้นเป็นเหตุการณ์ที่มีนัยสำคัญที่กระทบต่อพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์หรือไม่ และหลังจากหยุดการซื้อขายและกลับมาซื้อขายใหม่อีกครั้ง พฤติกรรมของราคานั้นขึ้นอยู่กับลักษณะของข่าวที่ถูกปล่อยออกมาจนทำให้ต้องหยุดการซื้อขายหรือไม่ เป็นต้น โดยเลือกใช้วิธี paired t-test และ Wilcoxin Signed Ranks test เพื่อดูความแตกต่างของค่าเฉลี่ย ซึ่งคล้ายคลึงกับ Frino et al. (2010) ที่ใช้วิธี Wilcoxin Signed Ranks test เช่นเดียวกัน

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น จะพบว่า มีมาตรวัดหลายๆ ด้านที่ต้องพิจารณาในการศึกษาผลกระทบของมาตรการต่างๆ โดยมีการใช้วิธีที่หลากหลายในการคำนวณความผันผวนของราคา รวมไปถึงการคำนวณอัตราผลตอบแทนและสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ซึ่งวิธีการต่างๆ ข้างต้นสามารถนำมาประยุกต์ใช้กับงานวิจัยชิ้นนี้ที่เป็นการศึกษาประสิทธิผลของมาตรการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด โดยมีระเบียบวิธีวิจัยในลักษณะของการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ได้

2.3 ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษาเรื่องประสิทธิผลของมาตรการแคชบาลานซ์สำหรับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายที่ผิดไปจากสภาพปกติของตลาดนั้น ใช้เทคนิควิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) เนื่องจากมีลักษณะของช่วงที่ต้องการศึกษาอย่างชัดเจน โดยให้ความสนใจช่วงที่ต้องการศึกษาตั้งแต่ก่อนเข้ามาตรการ ระหว่างอยู่ในมาตรการ และหลังจากออกจากมาตรการ ซึ่งในแต่ละช่วงนั้นจะศึกษาผลของการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์โดยอาศัยมาตรวัดด้านต่างๆ ได้แก่ ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ อัตราการซื้อขายหมุนเวียน ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ และ สภาพคล่องของหลักทรัพย์

มาตรวัดแต่ละมาตรวัดมีที่มาและจุดประสงค์แตกต่างกัน โดยแต่ละมาตรวัดจะสามารถใช้ในการอธิบายแง่มุมของมาตรวัดนั้นๆ โดยไม่ได้พิจารณาความสัมพันธ์กับแง่มุมอื่น ด้วยเหตุนี้จึงต้องใช้มาตรวัดหลายๆ มาตรวัดในการพิจารณาว่ามาตรการแคชบาลานซ์นั้นมีประสิทธิผลหรือไม่ โดยรายละเอียดของแต่ละมาตรวัดมีดังนี้

2.3.1 ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (Volatility)

ในการวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์นั้นแบ่งออกได้เป็นสองประเภท คือ ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวัน (Intraday Volatility) และความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวัน (Daily Volatility)

1) มาตรวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวัน

เป็นมาตรวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่แกว่งตัวในระหว่างวันที่ทำการซื้อขาย โดยในงานวิจัยชิ้นนี้ดำเนินการตามงานวิจัยของ Parkinson (1980) ตามแนวทางของ Bhargava and Konku (2010) ซึ่งคำนวณความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ตามสมการที่ (2.1) ต่อไปนี้

$$\sigma_{ID,t}^2 = 0.3607 \times \left[\ln\left(\frac{H_t}{L_t}\right) \right]^2 \quad (2.1)$$

โดย $\sigma_{ID,t}^2$ คือ ความผันผวนระหว่างวัน ในวันที่ t และ H_t กับ L_t คือราคาสูงสุดและต่ำสุด ตามลำดับ ในรอบวันที่ t นั้นๆ

นอกเหนือจากนี้ งานวิจัยชิ้นนี้ยังได้ทำการคำนวณมาตรวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวันตามงานวิจัยของ Garman and Klass (1980) ซึ่งใช้ราคาปิดและเปิด

ของหลักทรัพย์เพิ่มเติมในการคำนวณความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ดังปรากฏในสมการที่ (2.2)

$$\sigma_{ID,t}^2 = 0.5(H_t - L_t)^2 - 0.386(C_t - O_t)^2 \quad (2.2)$$

โดย $\sigma_{ID,t}^2$ คือความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวัน ในวันที่ t และ H_t กับ L_t คือราคาสูงสุดและต่ำสุด ตามลำดับ ในรอบวันที่ t นั้นๆ ในขณะที่ C_t และ O_t คือราคาปิดและราคาเปิดของหลักทรัพย์ ตามลำดับ ในรอบวันที่ t นั้นๆ

2) ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวัน

เป็นมาตรวัดความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวัน โดยงานวิจัยชิ้นนี้ใช้การคำนวณส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของราคาปิดของหลักทรัพย์รายวัน (Historical Standard Deviation) ตามสมการที่ (3) ต่อไปนี้

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (C_t - \bar{C})^2}{T-1}} \quad (2.3)$$

2.3.2 อัตราการซื้อขายหมุนเวียน (Turnover Ratio)

เป็นมาตรวัดที่อธิบายว่าหลักทรัพย์นั้นๆ มีการหมุนเวียนเปลี่ยนมือในการซื้อขายมากน้อยเพียงใด โดยสามารถคำนวณได้ตามสมการที่ (2.4)

$$\% \text{Turnover Ratio} = \frac{\text{จำนวนหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายตลอดวัน (หุ้น)} \times 100\%}{\text{จำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด (หุ้น)}} \quad (2.4)$$

หลักทรัพย์ใดที่มีอัตราการหมุนเวียนสูงๆ แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นมีการซื้อขายหลักทรัพย์มาก อัตราการซื้อขายหมุนเวียนจึงถูกใช้เป็นหนึ่งในเกณฑ์ในการประเมินหลักทรัพย์ที่จะถูกกำหนดโดย ก.ล.ต. ให้เป็นหลักทรัพย์ที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูง (Turnover List) และเป็นหลักเกณฑ์ที่ทางตลาดหลักทรัพย์ใช้ในการพิจารณาประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด และส่งผลให้ต้องติดมาตรการแซชบาลานซ์ในเวลาต่อมา

2.3.3 อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (Abnormal Return)

เป็นมาตรวัดที่ต้องการศึกษาว่าการใช้มาตรการแคชบาลานซ์กับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดนี้ ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นๆ เปลี่ยนแปลงไปอย่างไร โดยเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์โดยรวม (SET Index) โดยคำนวณจากสมการที่ (2.5)

$$AR_t = R_t - \hat{R}_t \quad (2.5)$$

โดย AR_t คืออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์, R_t คืออัตราผลตอบแทนจริงของหลักทรัพย์ และ \hat{R}_t คืออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถประมาณได้จากแบบจำลองตลาด (market model) นั่นคือ

$$\hat{R}_t = \hat{\alpha} + (\hat{\beta} \times RM_t) \quad (2.6)$$

โดย $\hat{\alpha}$ คือจุดตัดแกน Y และ $\hat{\beta}$ คือความชันของกราฟที่มาจากสมการเส้นตรงที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้น ในช่วงเวลาที่หลักทรัพย์นั้นที่มีซื้อขายที่ปกติ

2.3.4 สภาพคล่อง (Liquidity)

สภาพคล่องนี้อาศัยการคำนวณจากราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายของหลักทรัพย์ในแต่ละวัน เนื่องจากตามทฤษฎี ถ้าราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายของหลักทรัพย์มีช่วงแคบ จะสะท้อนว่าหลักทรัพย์นั้นมีสภาพคล่องสูง เนื่องจากผู้ซื้อและผู้ขายทำการใส่ราคาเพื่อให้ได้ราคาที่ตนต้องการ ในทางตรงกันข้าม ถ้าราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายมีช่วงกว้าง แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นมีสภาพคล่องน้อย เป็นต้น การคำนวณสภาพคล่องจากราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายนั้น งานวิจัยชิ้นนี้ดำเนินการตามงานวิจัยของ Forjan and McCorry (1995) ซึ่งได้คำนวณ Proportional Spread ที่สะท้อนถึงสภาพคล่องโดยใช้ข้อมูลของราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายของหลักทรัพย์ ตามสมการการคำนวณต่อไปนี้

$$\text{Proportional Spread} = (\text{ask}_t - \text{bid}_t) / [0.5 \times (\text{ask}_t + \text{bid}_t)] \quad (2.7)$$

โดย ask_t และ bid_t คือราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อของหลักทรัพย์ ณ วันที่ t ตามลำดับ

2.3.5 การทดสอบสมมติฐาน

ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ได้ทำการทดสอบสมมติฐานเพื่อเปรียบเทียบในทางสถิติว่า ค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ เพื่อเป็นการยืนยันผลการศึกษาในอีกทางหนึ่ง จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่า วิธีทดสอบสมมติฐานสามารถทำได้หลายวิธี โดยขึ้นอยู่กับที่ตั้งสมมติฐานและลักษณะของข้อมูลที่วิเคราะห์เป็นหลัก ทั้งนี้ การวิเคราะห์ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีข้อจำกัดในเรื่องของจำนวนข้อมูล เนื่องจากในบางเหตุการณ์ข้อมูลมีจำนวนน้อย ทำให้การทดสอบสมมติฐานอาจมีความคลาดเคลื่อนได้ ผู้วิจัยจึงเลือกใช้วิธีทดสอบสมมติฐาน 2 วิธี คือ วิธี t-test แบบไม่เข้าคู่ (unpaired t-test) ซึ่งเป็นวิธีที่ใช้พารามิเตอร์ (parametric method) ในการคำนวณค่าสถิติ และวิธี Mann-Whitney U test ซึ่งเป็นวิธีที่ไม่ต้องใช้พารามิเตอร์ (non-parametric method) โดยเหตุผลที่ใช้ทั้งวิธีที่ใช้พารามิเตอร์และไม่ใช้พารามิเตอร์ คือเพื่อจำกัดขอบเขตความคลาดเคลื่อนที่เกิดจากจำนวนข้อมูลที่น้อย โดยมีรายละเอียดการทดสอบ ดังนี้

1) การทดสอบสมมติฐานด้วยวิธี Unpaired t-test

การทดสอบด้วยวิธี unpaired t-test ใช้สำหรับทดสอบสมมติฐานหลักว่าค่าเฉลี่ยของประชากรของตัวแปรสุ่มที่เป็นอิสระต่อกัน และมีการกระจายแบบปกติ มีค่าเท่ากัน โดยในงานวิจัยฉบับนี้ใช้สมมติฐานว่าความแปรปรวนของกลุ่มตัวอย่างมีค่าไม่เท่ากัน (unequal variance) โดยสามารถคำนวณค่าสถิติ t ได้ดังนี้

$$t = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}}} \quad (2.8)$$

โดยสามารถคำนวณส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูลได้โดยใช้สมการที่ (2.9)

และ (2.10)

$$s_1^2 = \frac{\sum_{j=1}^{n_1} (\bar{x}_1 - \bar{x}_2)^2}{n_1 - 1} \quad (2.9)$$

$$S_2^2 = \frac{\sum_{j=1}^{n_2} (\bar{x}_1 - \bar{x}_2)^2}{n_2 - 1} \quad (2.10)$$

และสามารถหา degree of freedom ของค่าสถิติได้จากสมการที่ (2.11)

$$df = \frac{\left[\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2} \right]^2}{\frac{(s_1^2/n_1)^2}{n_1 - 1} + \frac{(s_2^2/n_2)^2}{n_2 - 1}} \quad (2.11)$$

โดยในงานวิจัยฉบับนี้ได้ใช้การทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

2) การทดสอบสมมติฐานด้วยวิธี Mann-Whitney U test

วิธี Mann-Whitney U test เป็นวิธีการทดสอบสมมติฐานแบบไม่ใช้พารามิเตอร์ (non-parametric) ซึ่งสามารถทดสอบสมมติฐานหลักเดียวกันกับวิธี unpaired t-test ได้ ข้อดีของวิธีนี้คือการใช้ทดสอบกลุ่มตัวอย่างที่มีการกระจายตัวนอกเหนือจากการกระจายตัวแบบปกติได้ นอกจากนี้ วิธี Mann-Whitney U test ใช้ค่าสถิติที่เกิดจากการเรียงลำดับของข้อมูล โดยสามารถคำนวณค่าสถิติได้จากสมการที่ (2.12) และ (2.13)

$$U_1 = n_1 n_2 + \frac{n_1(n_1+1)}{2} - R_1 \quad (2.12)$$

$$U_2 = n_1 n_2 + \frac{n_2(n_2+1)}{2} - R_2 \quad (2.13)$$

โดยค่า n_1 และ n_2 คือ จำนวนของข้อมูลในกลุ่มตัวอย่างที่ 1 และ 2 ตามลำดับ ค่า R_1 และ R_2 คือ ผลรวมของลำดับในกลุ่มตัวอย่างที่ 1 และ 2 ตามลำดับ โดยวิธีของ Mann-Whitney U นั้น เมื่อมีตัวอย่างหลายๆ ตัวอย่างมีลำดับเท่ากัน จะใช้ลำดับเฉลี่ยเป็นตัวแทนของตัวอย่างนั้น และทำการเปรียบเทียบกับค่าสถิติวิกฤต (critical value) ซึ่งแสดงไว้ในภาคผนวก

2.3.6 ช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาเหตุการณ์

การศึกษานี้พิจารณาแบ่งช่วงระยะเวลาในการศึกษาเหตุการณ์ของการดำเนินมาตรการ แคนชบาลานซ์ กรณีที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ออกเป็น 5 ช่วง คือ

1) ช่วงปกติ (normal period)

เป็นช่วงที่ถือว่าหลักทรัพย์มีการซื้อขายที่ปกติ กล่าวคือไม่มีความผันผวนของการซื้อขายตลอดสัปดาห์ หรือแม้จะมีการซื้อขายที่ผันผวน แต่ก็ไม่เข้าเกณฑ์พิจารณาของทาง ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในงานวิจัยชิ้นนี้กำหนดให้มีจำนวน 5 วันทำการ โดยเริ่มจากวันศุกร์จนถึงวันพฤหัสบดีของสัปดาห์ถัดไป เหตุที่ต้องกำหนดเพียงแค่ 5 วัน เนื่องจากหลักทรัพย์บางตัวมีการติดมาตรการหลายครั้ง และการติดมาตรการบางครั้งเป็นการติดต่อเนื่องกัน บ้างก็ติดห่างกันเพียงสัปดาห์เดียว การขยายกรอบการพิจารณาที่มากกว่า 5 วัน จะทำให้ข้อมูลเกิดการซ้อนทับกัน และทำให้ไม่สามารถวิเคราะห์ผลให้สอดคล้องกันทั้งหมดได้ และเหตุผลที่ต้องเริ่มตั้งแต่วันศุกร์ เนื่องจากทาง ก.ล.ต. จะเริ่มพิจารณาหลักทรัพย์ว่าเข้าข่ายจะต้องติดประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีอัตราการค้าซื้อขายหมุนเวียนสูงหรือไม่ (ช่วงวิเคราะห์ ลำดับถัดไป) ตั้งแต่วันศุกร์จนถึงวันพฤหัสบดีของอีกสัปดาห์หนึ่งเช่นกัน

2) ช่วงวิเคราะห์ (analytical period)

เป็นช่วงที่ทาง ก.ล.ต. ใช้ในการพิจารณาหลักทรัพย์ว่าจะประกาศให้ติดรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีอัตราการค้าซื้อขายหมุนเวียนสูงหรือไม่ ซึ่งโดยปกติจะมีระยะเวลา 5 วัน ตั้งแต่วันศุกร์จนถึงวันพฤหัสบดีของอีกสัปดาห์หนึ่ง ในกรณีที่มีวันหยุด จำนวนวันในการพิจารณาของ ก.ล.ต. จะลดลงไปตามวันหยุดนั้น แต่จะไม่มีมีการพิจารณาออกจากกรอบระยะเวลา 1 สัปดาห์ดังกล่าว เนื่องจากทาง ก.ล.ต. จะต้องประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีอัตราการค้าซื้อขายหมุนเวียนสูงทุกสัปดาห์

3) ช่วงวันประกาศหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด (announcement date)

ซึ่งมีระยะเวลาเพียงแค่ 1 วัน คือวันศุกร์ของทุกสัปดาห์ โดยตลาดหลักทรัพย์จะประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดภายในวันที่ ก.ล.ต. ประกาศกำหนดหลักทรัพย์ที่มีอัตราการค้าซื้อขายหมุนเวียนสูง (Turnover List) หลังจากตลาดหลักทรัพย์ปิดทำการแล้ว

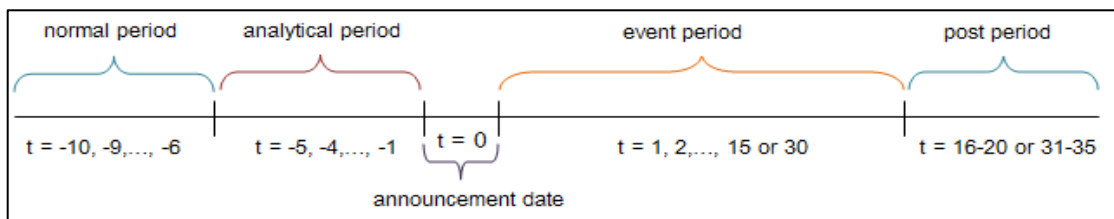
4) ช่วงเหตุการณ์ (event period)

เป็นช่วงที่หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการดำรงอยู่ในมาตรการ ซึ่งโดยปกติถ้าไม่มีวันหยุดระหว่างการติดมาตรการนั้น ระยะเวลาของช่วงเหตุการณ์จะครอบคลุม 3 รอบระยะเวลา สำหรับนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ คือรวมทั้งสิ้นไม่เกิน 15 วันทำการ และ 30 วัน หรือ 6 รอบสัปดาห์สำหรับนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ ในกรณีที่มีวันหยุดนักขัตฤกษ์ จำนวนวันดังกล่าวจะลดลงตามจำนวนวันหยุดนั้น โดยในงานวิจัยชิ้นนี้สำหรับนโยบายเดิม ช่วงเหตุการณ์มีระยะเวลาสูงสุด 15 วัน และระยะเวลาดำสุด 11 วัน สำหรับนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ ช่วงเหตุการณ์มีระยะเวลาสูงสุด 30 วัน และมีระยะเวลาดำสุด 25 วัน

5) ช่วงหลังเหตุการณ์ (post period)

เป็นช่วงที่หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ ได้ออกจากมาตรการเนื่องจากได้ติดอยู่ในมาตรการครบตามกำหนดเวลาแล้ว ซึ่งในงานวิจัยชิ้นนี้กำหนดให้มีระยะเวลาของช่วงหลังเหตุการณ์เท่ากับ 5 วัน ด้วยเหตุผลเดียวกับการกำหนดระยะเวลาในช่วงปกติ

โดยกรอบการศึกษาทั้ง 5 ช่วงนั้น สามารถสรุปได้ดังภาพที่ 2.1



ภาพที่ 2.1 สรุปกรอบระยะเวลาการศึกษาเหตุการณ์

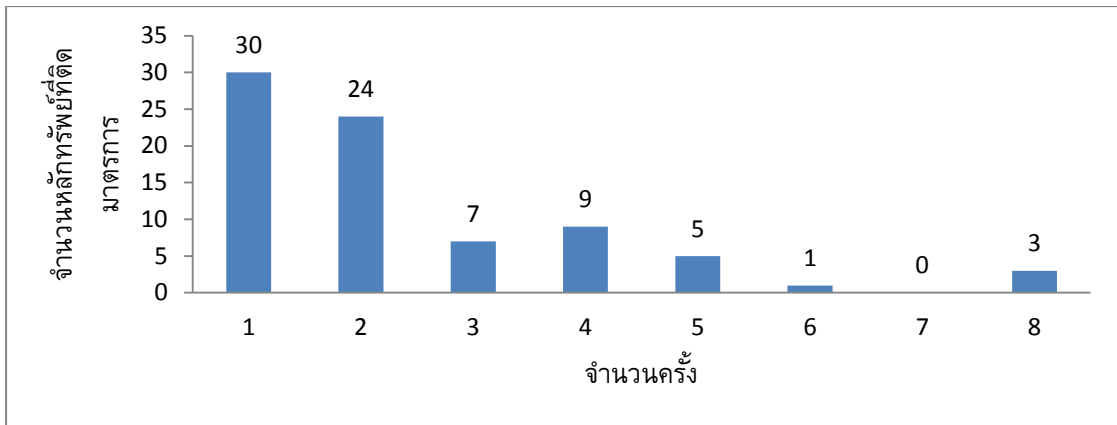
2.4 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และกรอบการศึกษา

เนื่องจากมาตรการแคชบาลานซ์ที่ถูกใช้กับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดที่มีการเริ่มใช้มาตั้งแต่เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2551 ได้มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายจากการซื้อหลักทรัพย์ด้วยบัญชีแคชบาลานซ์เป็นระยะเวลา 3 รอบระยะเวลาเป็น 6 รอบระยะเวลาในเดือนมีนาคม พ.ศ. 2556 ที่ผ่านมา งานวิจัยชิ้นนี้จึงแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนที่ 1 ตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2551 ถึงวันที่ 28 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2556 ซึ่งเป็นช่วงของนโยบายเดิมที่ต้องซื้อหลักทรัพย์ด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ระยะเวลา 3 รอบระยะเวลา และส่วนที่ 2 คือ ตั้งแต่วันที่ 1 มีนาคม พ.ศ. 2556 ถึงวันที่ 31 ตุลาคม พ.ศ. 2556 ซึ่งเป็นช่วงของนโยบายใหม่ที่ต้องซื้อหลักทรัพย์ด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ระยะเวลา 6 รอบสัปดาห์

มาตรการแคชบาลานซ์ที่กำหนดขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนี้มีผลบังคับใช้กับหลักทรัพย์หลายประเภท ทั้งหุ้นสามัญในตลาด SET และตลาด MAI รวมถึงใบสำคัญแสดงสิทธิต่างๆ แต่ในงานวิจัยในบทที่ 2 นี้จะจำกัดความสนใจเฉพาะมาตรการแคชบาลานซ์ที่มีผลต่อหุ้นสามัญในตลาด SET เท่านั้น

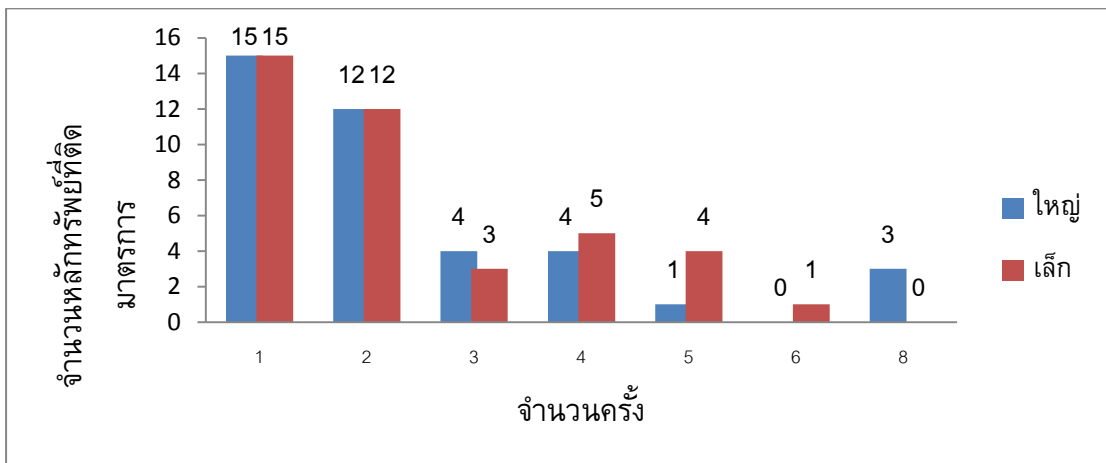
2.4.1 มาตรการแคชบาลานซ์เดิม 3 สัปดาห์

ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดรวบรวมจาก SETSMART โดยเก็บข้อมูลของหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดจากข่าวของตลาดหลักทรัพย์ที่ประกาศทุกสัปดาห์ ซึ่งมีการประกาศหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ (SET) ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดตั้งแต่เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2551 ถึงเดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ. 2556 ซึ่งหลังจากตัดประกาศที่หลักทรัพย์ได้รับผลกระทบในช่วงเวลาเดียวกันจากเหตุการณ์อื่นและกรณีที่ข้อมูลไม่ครบถ้วนออกไปแล้ว ข้อมูลที่ทำการศึกษาจึงมี 180 ประกาศ ซึ่งมาจากหลักทรัพย์ทั้งสิ้น 79 หลักทรัพย์ ดังแสดงในภาพที่ 2 ซึ่งจะเห็นได้ว่าหลักทรัพย์ส่วนมากจะเข้าข่ายที่ต้องติดมาตรการจำนวน 1 และ 2 ครั้งเป็นสัดส่วนที่มากที่สุด คือ เกินกว่ากึ่งหนึ่งของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด



ภาพที่ 2.2 จำนวนหลักทรัพ์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

เมื่อแยกตามขนาดของบริษัทจดทะเบียน โดยใช้ค่ามัธยฐานของมูลค่าของบริษัท ณ ราคาตลาดเมื่อวันที่ 28 เดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ. 2556 เป็นเกณฑ์ในการแบ่ง จะได้ลักษณะการแบ่งบริษัทตามภาพที่ 2.3 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า หลักทรัพ์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดมีสัดส่วนของหลักทรัพ์ของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่และขนาดเล็กพอๆ กัน



ภาพที่ 2.3 จำนวนหลักทรัพ์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้งและขนาดของบริษัทจดทะเบียน นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

นอกจากนั้น เมื่อแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมจะได้ดังตารางที่ 2.1 ซึ่งแสดงให้เห็นว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property & Construction) มีจำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแซชบาลานซ์มากที่สุด และยังมีค่าเฉลี่ยของจำนวนครั้งที่ติดสูงที่สุดอีกด้วย โดยลำดับถัดมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (Services) ในขณะที่ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products) มีจำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแซชบาลานซ์น้อยที่สุดและมีค่าเฉลี่ยของจำนวนครั้งที่ติดต่ำที่สุด

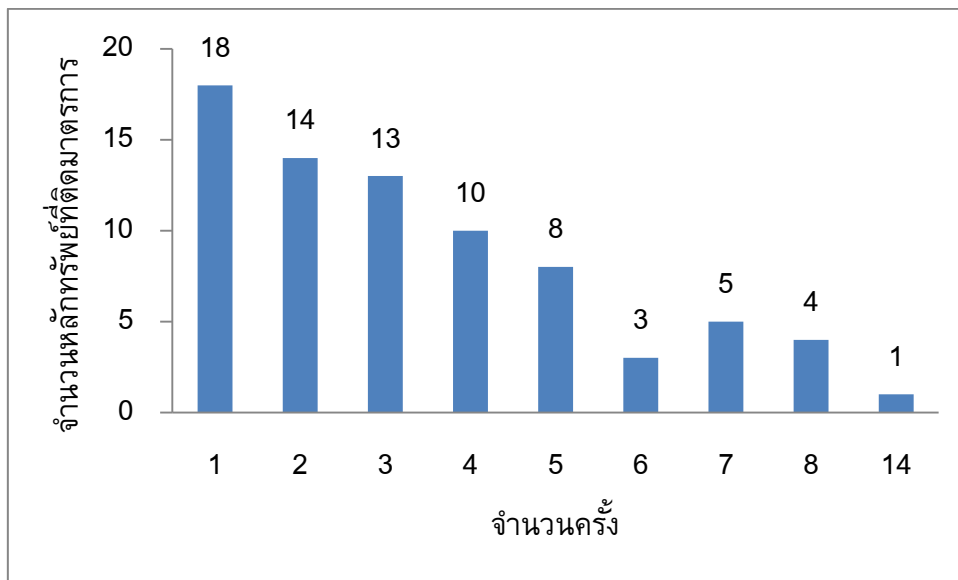
ตารางที่ 2.1 จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแซชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง ขนาดของบริษัทและกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียน นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

กลุ่มอุตสาหกรรม	ติด 1 ครั้ง	ติด 2 ครั้ง	ติด 3 ครั้ง	ติด 4 ครั้ง	ติด 5 ครั้ง	ติด 6 ครั้ง	ติด 8 ครั้ง	รวม
Services	4 (2, 2)	6 (2, 4)	1 (1, 0)	2 (2, 0)	2 (2, 0)	0	0	15
Industrials	5 (4, 1)	6 (4, 2)	2 (2, 0)	0	0	0	0	13
Property & Construction	9 (7, 2)	6 (5, 1)	2 (2, 0)	2 (2, 0)	1 (1, 0)	1 (1, 0)	3 (3, 0)	24
Agro & Food Industry	2 (1, 1)	0	0	0	1 (0, 1)	0	0	3
Technology	1 (1, 0)	5 (5, 0)	1 (1, 0)	3 (3, 0)	0	0	0	10
Resources	3 (3, 0)	0	0	2 (1, 1)	1 (1, 0)	0	0	6
Consumer Products	2 (2, 0)	0	1 (1, 0)	0	0	0	0	3
Financials	4 (4, 0)	1 (1, 0)	0	0	0	0	0	5

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บ (x, y): x คือจำนวนบริษัทที่อยู่ในบริษัทขนาดใหญ่ และ y คือจำนวนบริษัทที่อยู่ในบริษัทขนาดเล็ก โดยใช้เกณฑ์ของมรรยฐานของมูลค่าของบริษัททุกบริษัทตามตลาด

2.4.2 มาตรการแคชบาลานซ์ใหม่ 6 สัปดาห์

เริ่มเก็บข้อมูลหลักทรัพย์ที่ต้องซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ตั้งแต่ต้นเดือนมีนาคม พ.ศ. 2556 จนถึงสิ้นเดือน ธันวาคม พ.ศ. 2558 รวมได้ทั้งสิ้น 180 ประกาศ โดยมาจากหลักทรัพย์ทั้งสิ้น 76 หลักทรัพย์ ดังแสดงในภาพที่ 4 ต่อไปนี้ ทั้งนี้ การนับจำนวนครั้งที่ติดมาตรการ หรือลำดับครั้งที่ติดมาตรการ จะนับต่อจากมาตรการแคชบาลานซ์เดิม 3 สัปดาห์

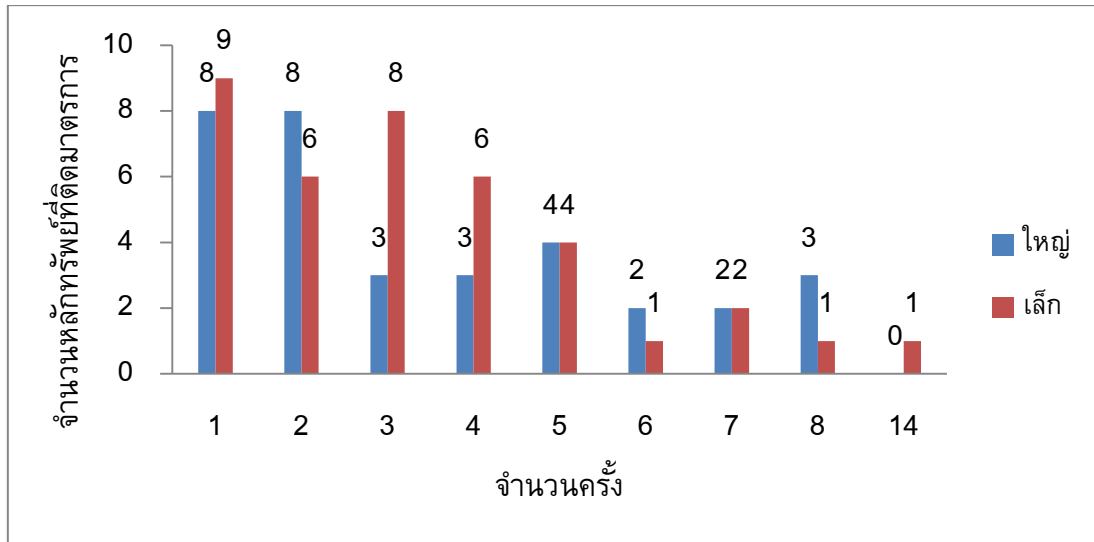


ภาพที่ 2.4 จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

เมื่อแยกตามขนาดของบริษัทจดทะเบียน โดยใช้ค่ามัธยฐานของมูลค่าของบริษัท ณ ราคาตลาดเมื่อวันที่ 30 เดือนธันวาคม พ.ศ. 2557 เป็นเกณฑ์ในการแบ่ง จะได้ลักษณะการแบ่งบริษัทตามภาพที่ 2.5 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่และเล็กที่เข้าข่ายเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด มีจำนวนพอ ๆ กัน เช่นเดียวกับในมาตรการนโยบายเดิม 3 สัปดาห์

ตารางที่ 2.2 แสดงให้เห็นจำนวนหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ที่เข้าข่ายมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง ขนาดของบริษัท และกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียน ตามนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ ซึ่งจะเห็นได้ว่า ผลที่ได้สอดคล้องกับกรณีนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ นั่นคือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property & Construction) ยังคงมีจำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์มากที่สุด และ

ยังมีค่าเฉลี่ยของจำนวนครั้งที่ติดสูงสุด โดยลำดับถัดมาก็ยังคงเป็น กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (Services) ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products) และกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีจำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ น้อยที่สุดและมีค่าเฉลี่ยของจำนวนครั้งที่ติดต่ำที่สุด



ภาพที่ 2.5 จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้งและขนาดของบริษัทจดทะเบียน นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

ตารางที่ 2.2 จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง ขนาดของบริษัทและกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียน นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

กลุ่มอุตสาหกรรม	ติด 1 ครั้ง	ติด 2 ครั้ง	ติด 3 ครั้ง	ติด 4 ครั้ง	ติด 5 ครั้ง	ติด 6 ครั้ง	ติด 7 ครั้ง	ติด 8 ครั้ง	ติด 14 ครั้ง	รวม
Services	5 (3, 2)	4 (3, 1)	1 (1, 0)	2 (1, 1)	1 (0, 1)	1 (0, 1)	2 (1, 1)	0	0	16
Industrials	2 (0, 2)	1 (1, 0)	2 (0, 2)	1 (0, 1)	1 (0, 1)	1 (1, 0)	1 (0, 1)	0	0	9
Property & Construction	2 (2, 0)	5 (2, 3)	6 (1, 5)	4 (1, 3)	4 (3, 1)	1 (1, 0)	1 (1, 0)	1 (0, 1)	1 (0, 1)	25
Agro & Food Industry	1 (1, 0)	1 (0, 1)	1 (1, 0)	0	0	0	0	0	0	3
Technology	2 (0, 2)	1 (1, 0)	1 (0, 1)	1 (0, 1)	1 (1, 0)	0	0	1 (1, 0)	0	7

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

กลุ่ม อุตสาหกรรม	ติด 1 ครั้ง	ติด 2 ครั้ง	ติด 3 ครั้ง	ติด 4 ครั้ง	ติด 5 ครั้ง	ติด 6 ครั้ง	ติด 7 ครั้ง	ติด 8 ครั้ง	ติด 14 ครั้ง	รวม
Resources	2 (1, 1)	1 (1, 0)	0	2 (1, 1)	0	0	1 (0, 1)	2 (2, 0)	0	8
Consumer Products	1 (0, 1)	1 (0, 1)	1 (0, 1)	0	0	0	0	0	0	3
Financials	3 (1, 2)	0	1 (0, 1)	0	1 (0, 1)	0	0	0	0	5

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บ (x, y): x คือจำนวนบริษัทที่อยู่ในบริษัทขนาดใหญ่ และ y คือจำนวนบริษัทที่อยู่ในบริษัทขนาดเล็ก โดยใช้เกณฑ์ของมัธยฐานของมูลค่าของบริษัททุกบริษัทตามตลาด

2.4.3 กรอบการศึกษา

งานวิจัยชิ้นนี้ได้ทำการศึกษาหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดซึ่งทำให้หลักทรัพย์เหล่านั้นเข้าข่ายของมาตรการแซบบาลานซ์ โดยใช้เกณฑ์ในการแบ่งกลุ่มดังนี้

1) เกณฑ์ลำดับครั้งที่ติดมาตรการ

เป็นการแบ่งหลักทรัพย์ตามลำดับครั้งที่ติดมาตรการ กล่าวคือ ในกรณีที่หลักทรัพย์นั้นติดมาตรการเพียงครั้งเดียวตลอดกรอบการศึกษา จะมีลำดับการติดมาตรการเพียงอย่างเดียวคือติดมาตรการครั้งที่ 1 ในกรณีที่หลักทรัพย์นั้นติดมาตรการตั้งแต่ 2 ครั้งขึ้นไป

ตารางที่ 2.3 จำนวนประกาศของหลักทรัพย์ แบ่งตามลำดับครั้งที่ติดมาตรการ

นโยบาย	ลำดับครั้ง													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
เดิม 3 สัปดาห์	77	49	23	18	9	4	3	3	-	-	-	-	-	-
ใหม่ 6 สัปดาห์	40	33	35	25	17	11	9	4	1	1	1	1	1	1

จะมีลำดับในการติดตามการตั้งแต่ติดตามการครั้งที่ 1 ติดตามการครั้งที่ 2 เรื่อยไปจนครบครั้งสุดท้าย เช่น กรณีที่หลักสูตรติดตามการทั้งหมด 3 ครั้งตลอดกรอบการศึกษา จะสามารถแบ่งหลักสูตรนี้ได้เป็น ประกาศติดตามการครั้งที่ 1 ประกาศติดตามการครั้งที่ 2 และประกาศติดตามการครั้งที่ 3 ทั้งนี้ประกาศที่มีลำดับการติดตามการเหมือนกันจะถูกนำมารวมกันเป็น 1 กลุ่มย่อย ดังแสดงในตารางที่ 3 ต่อไปนี้

2) เกณฑ์จำนวนครั้งที่ติดตามการ

เป็นการแบ่งหลักสูตรตามจำนวนครั้งที่ติดตามการ เช่น หลักสูตรที่ติดตามการเพียง 1 ครั้งตั้งแต่ พ.ศ. 2551 หลักสูตรที่ติดตามการ 2 ครั้ง เป็นต้น ซึ่งจากข้อมูลของหลักสูตรที่ติดตามการแคชบาลานซ์นโยบายเดิมนั้น สามารถแบ่งข้อมูลหลักสูตรตามจำนวนครั้งที่ติดตามการได้ตั้งแต่ 1 ครั้ง ถึง 8 ครั้ง ดังแสดงในภาพที่ 1 ที่ผ่านมา สำหรับนโยบายใหม่ สามารถแบ่งหลักสูตรตามจำนวนครั้งที่ติดตามการได้ตั้งแต่ 1 ครั้ง ถึง 14 ครั้ง โดยการนับจำนวนครั้งต่อเนื่องมาจากมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

การแบ่งกลุ่มของหลักสูตรที่ติดตามการแคชบาลานซ์สำหรับหลักสูตรที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดนั้น เป็นไปเพื่อการสังเกตลักษณะของหลักสูตรว่าการแบ่งหลักสูตรในแต่ละแบบจะแสดงให้เห็นแง่มุมของมาตรวัดในด้านต่างๆ แตกต่างกันหรือไม่ เป็นต้น

2.5 ผลการศึกษา

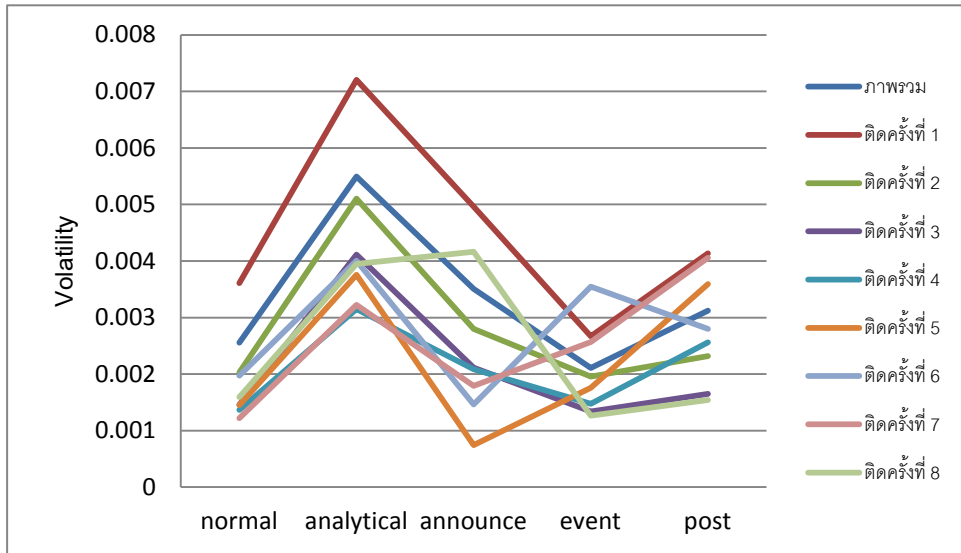
2.5.1 ประสิทธิภาพของมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

จากการวิเคราะห์มาตรการแคชบาลานซ์โดยพิจารณานโยบายเดิม 3 สัปดาห์ และนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ โดยในกรณีของนโยบายเดิม 3 สัปดาห์นั้น ทำการวิเคราะห์ทั้ง 2 กรอบการศึกษา ได้แก่ การแบ่งหลักสูตรตามลำดับครั้งที่ติดตามการ และตามจำนวนครั้งที่ติดตามการ ซึ่งพบว่า ให้ผลการศึกษาที่ใกล้เคียงและสอดคล้องกัน ดังนั้น ในกรณีของมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ จึงทำการวิเคราะห์เฉพาะกรอบการศึกษาที่แบ่งหลักสูตรตามลำดับครั้งที่ติดตามการเพียงอย่างเดียว โดยมีผลการศึกษาสรุปได้ ดังนี้

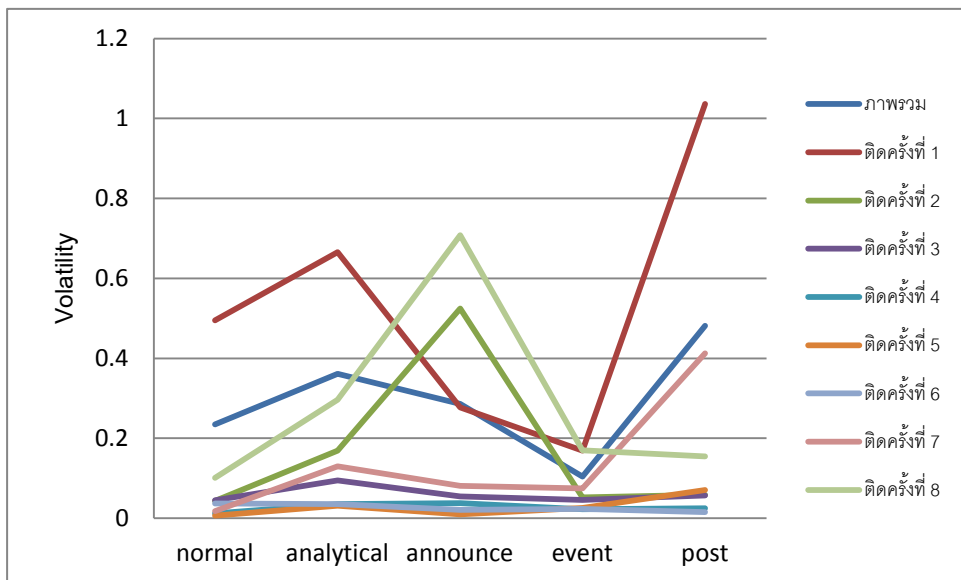
ผลการวิจัยตามเกณฑ์ลำดับครั้งที่ติดตามการ

ในส่วนนี้เป็นการแสดงผลการวิจัย โดยแบ่งหลักสูตรออกเป็นกลุ่มต่างๆ แล้วแยกพิจารณาเพื่อดูผลกระทบของมาตรการแคชบาลานซ์ ว่าส่งผลกระทบต่อ การแบ่งหลักสูตรในแต่ละแบบอย่างไร โดยจะเริ่มต้นจากการแบ่งตามเกณฑ์ลำดับครั้งที่ติดตามการ ซึ่งจะแบ่งกลุ่มตัวอย่างของหลักสูตรที่เรียงตาม “ลำดับครั้ง” ในการติดตามการได้เป็น หลักสูตรที่ติด

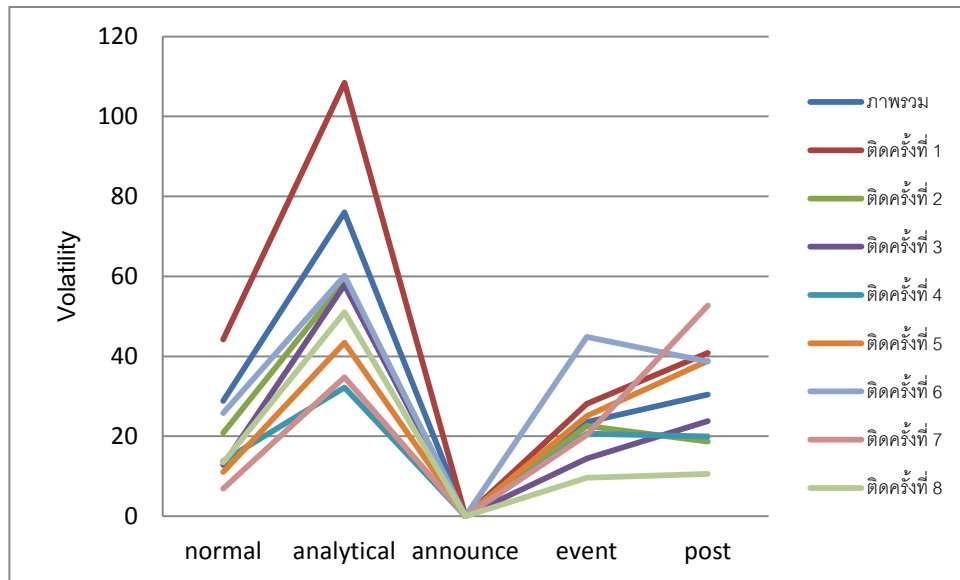
มาตรการควบคุมด้านครั้งที่ 1, ครั้งที่ 2 เรื่อยไปจนถึงครั้งที่ 8 สำหรับมาตรการตามนโยบาย เดิม 3 สัปดาห์ ซึ่งได้ผลการวิจัยในแต่ละกรณี ดังต่อไปนี้



ภาพที่ 2.6 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Parkinson (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ ลำดับต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์



ภาพที่ 2.7 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Garman and Klass (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติด มาตรการลำดับต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์



ภาพที่ 2.8 ค่าเฉลี่ยความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ ตัดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

2.5.1.1 กรณีนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ และหลักทรัพย์ตัดมาตรการครั้งที่ 1 มาตรวัดความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียน

พิจารณาจากประกาศทั้งหมด 77 ประกาศ (หรือหลักทรัพย์ทั้งหมด 77 หลักทรัพย์) พบว่า ค่าเฉลี่ยของมาตรวัดความผันผวนด้านราคาทั้งมาตรวัด Parkinson (1980) มาตรวัด Garman and Klass (1980) และมาตรวัดความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวัน (สังเกตว่าในมาตรวัดความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวันไม่มีค่าในช่วงประกาศ (announcement period))

เนื่องจากช่วงดังกล่าวมีระยะเวลาแค่วันเดียว ซึ่งการคำนวณตามสมการ เป็นการคำนวณความแปรปรวนของผลตอบแทนของราคาเป็นรายวัน เมื่อช่วงดังกล่าวมีระยะเวลาเพียงวันเดียว จึงไม่มีความแปรปรวน) เรียงลำดับจากน้อยไปมากตามภาพที่ 2.6-2.8 แสดงได้ดังนี้

Parkinson (1980): event < announcement < normal < analytical < post

Garman and Klass (1980): event < announcement < normal < analytical < post

ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน: event < post < normal < analytical

จากข้อมูลข้างต้นจะเห็นว่าค่าเฉลี่ยของความผันผวนด้านราคาทั้งวิธี Parkinson (1980) และวิธี Garman and Klass (1980) ให้ผลตรงกัน คือช่วงเหตุการณ์ (event

period) มีค่าเฉลี่ยของความผันผวนทางด้านราคาต่ำที่สุด ทั้งนี้เป็นเพราะช่วงดังกล่าวเป็นช่วงที่หลักทรัพย์ติดอยู่ในมาตรการ ตามวัตถุประสงค์ของทางตลาดหลักทรัพย์แล้ว กรณีที่ช่วงเหตุการณ์ (event period) มีค่าเฉลี่ยของความผันผวนด้านราคาน้อยที่สุดมีความสมเหตุสมผลเนื่องจากในช่วงนั้นนักลงทุนจะต้องทำการซื้อหลักทรัพย์ด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ ซึ่งต้องทำการซื้อขายโดยวางเงินสดล่วงหน้า ด้วยเหตุผลนี้จึงมีผลให้การซื้อขายหลักทรัพย์นั้นๆ มีน้อยลง เมื่อการซื้อขายมีน้อยลง จึงทำให้ความผันผวนทางด้านราคาลดต่ำลงไปด้วย ในขณะที่ช่วงปกติ (normal period) มีค่าเฉลี่ยของความผันผวนด้านราคาเพิ่มขึ้นมาตามลำดับ และควรมีค่าใกล้เคียงกับช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) ที่หลักทรัพย์ออกจากมาตรการแล้ว นอกจากนี้ในความเป็นจริงแล้ว ค่าเฉลี่ยของความผันผวนด้านราคาของหลักทรัพย์ในช่วงวิเคราะห์ (analytical period) ควรจะมีค่าสูงที่สุด เนื่องจากเป็นช่วงที่ ก.ล.ต. ใช้ในการประเมินหลักทรัพย์ เพื่อที่จะประกาศเป็นรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูง และเป็นช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์ใช้เป็นช่วงในการประเมินว่าหลักทรัพย์ควรจะติดมาตรการแคชบาลานซ์หรือไม่ แต่จากข้อมูลผลลัพธ์ด้านบนปรากฏว่าช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) มีค่าเฉลี่ยความผันผวนด้านราคามากกว่าช่วงวิเคราะห์ (analytical period) ทั้งมาตรฐานวัด Parkinson (1980) และมาตรฐานวัด Garman and Klass (1980) ด้วยเหตุที่ผลลัพธ์ขัดกับสิ่งที่ควรจะเป็น จึงจำเป็นต้องทำการศึกษาในรายละเอียดของค่าเฉลี่ยดังกล่าว งานวิจัยชิ้นนี้จึงได้ศึกษารายละเอียดโดยเปรียบเทียบช่วงเหตุการณ์ โดยแบ่งช่วงของเหตุการณ์ออกเป็น 5 ช่วง แต่ช่วงที่สนใจศึกษาในงานวิจัยชิ้นนี้คือช่วงที่ 1) ช่วงวิเคราะห์ - ช่วงเหตุการณ์ (analytical period – event period) และช่วงที่ 2) ช่วงเหตุการณ์-ช่วงหลังเหตุการณ์ (event period – post period) ค่าเปอร์เซ็นต์ที่แสดงในช่วงการเปรียบเทียบใดๆ แสดงถึงสัดส่วนของมาตรวัดของช่วงศึกษาด้านซ้าย ที่มีค่าเฉลี่ยในช่วงนั้นมากกว่าค่าเฉลี่ยในช่วงด้านขวา ว่าเป็นสัดส่วนกี่เปอร์เซ็นต์ของจำนวนตัวอย่างทั้งหมด

อย่างไรก็ตาม ในงานวิจัยชิ้นนี้จะยังไม่พิจารณาผลของช่วงวันประกาศ (announcement date) ซึ่งช่วงนี้ในความเป็นจริงแล้วเป็นช่วงที่มีการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีอัตราการหมุนเวียนสูงจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. โดยเบื้องต้นสันนิษฐานว่าในช่วงนี้จะมีการซื้อขายที่มีรูปแบบแตกต่างออกไป กล่าวคือช่วงเวลาหลังประกาศของ ก.ล.ต. อาจมีการซื้อขายที่ผิดปกติทันทีตามข่าว หรืออาจจะมีการซื้อขายที่ยังคงเป็นปกติอยู่ก็ได้ เพราะฉะนั้นจึงมีความจำเป็นที่จะต้องทำการศึกษาเป็นรายชั่วโมงหรือรายนาทีเพื่อดูรายละเอียดของช่วงดังกล่าว ซึ่ง ณ ปัจจุบันยังเกินขอบเขตการศึกษาของงานวิจัยชิ้นนี้

ตารางที่ 2.4 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการครั้งที่ 1 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical- event	88.31%	84.42%	84.42%	100.00%	81.33%	37.66%
	[18.18%, 41.77%]	[18.18%, 31.65%]	[-]	[70.18%, 89.87%]	[6.49%, 22.78%]	[11.69%, 12.66%]
event-post	42.86%	35.06%	55.84%	12.99%	64.00%	62.34%
	[15.58%, 16.46%]	[7.79%, 1.27%]	[-]	[2.60%, 1.27%]	[3.90%, 12.66%]	[32.47%, 30.38%]

หมายเหตุ: [x, y]; x หมายถึง จำนวนตัวอย่างที่มีค่าเฉลี่ยจาก t-test แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญในช่วงความเชื่อมั่น 90%, y หมายถึง จำนวนตัวอย่างที่มีค่าเฉลี่ยจาก Mann-Whitney U test แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญในช่วงความเชื่อมั่น 90%

เมื่อพิจารณาข้อมูลเปรียบเทียบรายช่วงตามตารางที่ 2.4 พบว่า มาตรวัด Parkinson (1980) ในช่วงวิเคราะห์-ช่วงเหตุการณ์ (analytical period – event period) นั้น ค่าเฉลี่ยของความผันผวนด้านราคาในช่วงวิเคราะห์ (analytical period) มีสัดส่วน (จำนวนประกาศ) ที่มากกว่าค่าเฉลี่ยในช่วงเหตุการณ์ (event period) ถึง 88.31% ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า มาตรการนี้จะสามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาในช่วงที่หลักทรัพย์ติดมาตรการได้ 88.31% ในขณะที่เมื่อพิจารณาในช่วงเหตุการณ์ - ช่วงหลังเหตุการณ์ (event period – post period) พบว่า อัตราส่วนดังกล่าวมีค่า 42.86% ซึ่งสะท้อนว่าเมื่อหลักทรัพย์ออกจากมาตรการมาแล้ว มาตรการนี้ยังคงสามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาได้ประมาณครึ่งหนึ่ง

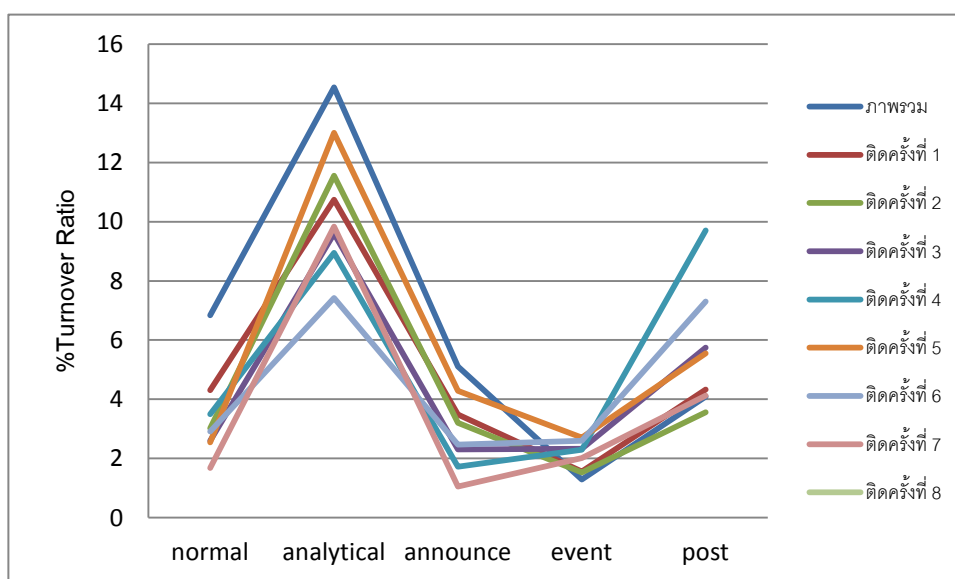
อย่างไรก็ตาม ถ้าพิจารณาผลลัพธ์จากการทดสอบสมมติฐานทั้งแบบ t-test และ Mann-Whitney U test พบว่า ในกรณีของมาตรวัด Parkinson (1980) นั้น ค่าเฉลี่ยของความผันผวนด้านราคาในช่วงวิเคราะห์และช่วงเหตุการณ์มีความแตกต่างกันเพียง 18.18% และ 41.77% เท่านั้น ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการดูเพียงค่าเฉลี่ยเพียงอย่างเดียว ที่พบว่า มาตรการแคชบาลานซ์สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาได้เป็นอย่างดีนั้น เมื่อผ่านการทดสอบสมมติฐาน พบว่า มาตรการไม่ได้สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาได้มีประสิทธิภาพมากเท่าใดนัก แต่ผลจากการวิเคราะห์ช่วงเหตุการณ์กับช่วงหลังเหตุการณ์ พบว่า จำนวนตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญค่อนข้างต่ำทั้งจาก t-test และ Mann-Whitney U test ซึ่งเป็นการยืนยันว่าเมื่อออกจากมาตรการมาแล้ว หลักทรัพย์ยังคงมีความผันผวนด้านราคาต่ำอยู่

ในส่วนของมาตรวัด Garman and Klass (1980) และ มาตรวัดความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวัน พบว่า มีค่าสอดคล้องกับความผันผวนด้านราคาของมาตรวัด Parkinson (1980)

ในด้านของมาตรวัดด้านอัตราการซื้อขายหมุนเวียน พบว่า มีค่าเฉลี่ยของหลักทรัพย์กลุ่มนี้ดังภาพที่ 2.9 ซึ่งเรียงลำดับได้ดังนี้

%Turnover Ratio: event < post < announcement < normal < analytical

ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับข้อมูลในตารางที่ 2.4 จะพบว่า มาตรการณ์สามารถควบคุมอัตราการซื้อขายหมุนเวียนระหว่างช่วงวิเคราะห์ (analytical period) กับช่วงเหตุการณ์ (event period) ได้ถึง 100.00% ในขณะที่การเปรียบเทียบช่วงเหตุการณ์-ช่วงหลังเหตุการณ์ (event period – post period) ค่าเฉลี่ยของอัตราการซื้อขายหมุนเวียนมีค่าลดลงเป็น 12.99% ซึ่งคำอธิบายเป็นไปในแนวทางเดียวกับมาตรวัดความผันผวนด้านราคา



ภาพที่ 2.9 ค่าเฉลี่ยอัตราการซื้อขายหมุนเวียน (%) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

จากผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า ให้ผลที่ตรงข้ามกับการควบคุมความผันผวนด้านราคา กล่าวคือ จากการทดสอบ t-test และ Mann-Whitney U test นั้น พบว่า ค่าเฉลี่ยของอัตราการซื้อขายหมุนเวียนในช่วงวิเคราะห์แตกต่างจากช่วงเหตุการณ์ถึง 70.18%

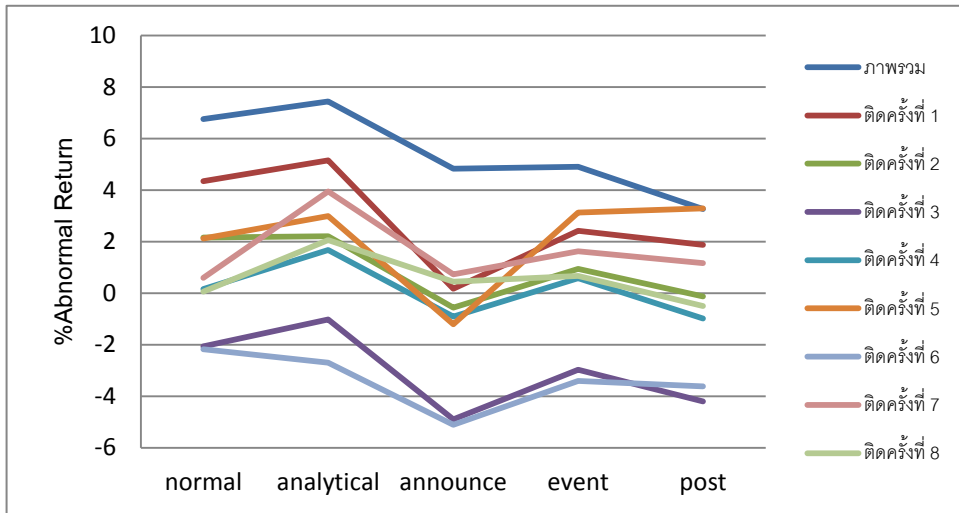
และ 89.87% ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่ามาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์นี้ สามารถควบคุมอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้มีประสิทธิภาพดี ซึ่งให้เห็นตรงข้ามกับการทดสอบทางสถิติในมาตรวัดความผันผวนด้านราคา และเมื่อออกจากมาตรการแล้ว จากการทดสอบทั้ง 2 ประเภท พบว่า จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าเฉลี่ยแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ มีปริมาณต่ำกว่า 3% ซึ่งสะท้อนว่าเมื่อออกจากมาตรการแล้ว อัตราการซื้อขายหมุนเวียนยังคงอยู่ในระดับต่ำ

มาตรวัดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่อง

ด้วยการพิจารณาค่าเฉลี่ยในภาพที่ 2.10-2.11 และพิจารณาจากการเปรียบเทียบรายเหตุการณ์เช่นเดียวกัน จากตารางที่ 2.4 พบว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเหตุการณ์ (event period) เปรียบเทียบกับช่วงวิเคราะห์ (analytical period) ลดลงเป็นสัดส่วนถึง 81.33% ของจำนวนตัวอย่างทั้งหมด ในขณะที่ถ้าเปรียบเทียบระหว่างช่วงเหตุการณ์ - ช่วงหลังเหตุการณ์ (event period - post period) จะมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติลดลงเป็นสัดส่วน 64% การลดลงของอัตราผลตอบแทนที่เกินปกตินี้เป็นผลเสียอย่างหนึ่งของมาตรการเนื่องจากในภาวะปกติถ้าหลักทรัพย์ดังกล่าวไม่ติดมาตรการ จะทำให้มีการซื้อขายตามปกติ ซึ่งถึงแม้ว่าจะมีความผันผวนทางด้านราคาและปริมาณการซื้อขายหมุนเวียนสูงขึ้น แต่ก็จะไม่ทำให้อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติลดลง (ตามสมมติฐานที่ว่าอัตราผลตอบแทนมักจะเพิ่มขึ้นเมื่อหลักทรัพย์นั้นเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายมาก ๆ)

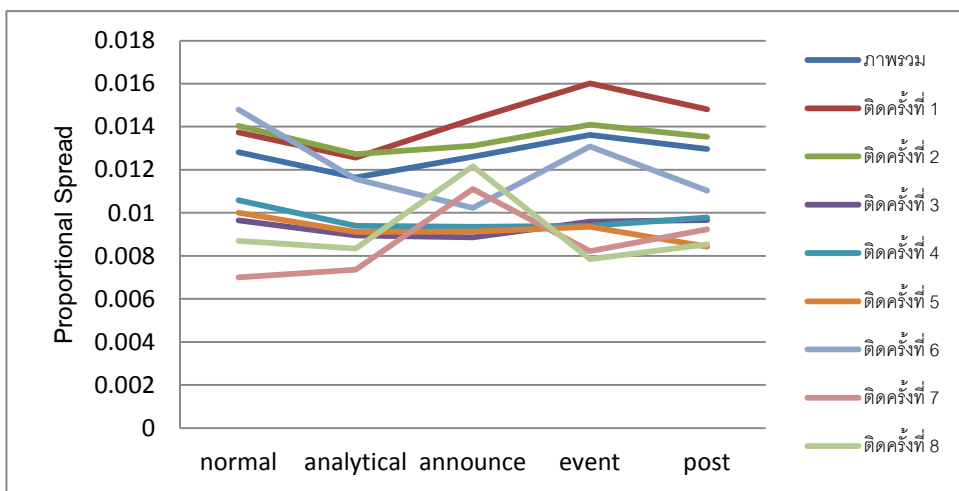
ส่วนด้านการทดสอบสมมติฐานนั้น พบว่า ผลการทดสอบ t-test และ Mann-Whitney U test มีข้อมูลที่แตกต่างกันระหว่างช่วงวิเคราะห์และช่วงเหตุการณ์อย่างมีนัยสำคัญ 6.49 และ 22.78% ตามลำดับ ซึ่งสามารถสนับสนุนการลดลงของอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติได้พอสมควร

ในส่วนของสภาพคล่อง ซึ่งในงานวิจัยชิ้นนี้ใช้การคำนวณ Proportional Spread เพื่อวัดสภาพคล่อง โดยถ้าค่า Proportional Spread มีค่าสูง แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นมีสภาพคล่องต่ำ (มีความแตกต่างของราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายมาก) จากภาพที่ 2.11 และจากตารางที่ 2.4 จะพบว่า ช่วงเหตุการณ์ (event period) มีสภาพคล่องโดยเฉลี่ยน้อยกว่าช่วงวิเคราะห์ (analytical period) เป็นสัดส่วนถึง 62.34% ($100.00\% - 37.66\%$) และเมื่อเปรียบเทียบช่วงเหตุการณ์ - ช่วงหลังเหตุการณ์ (event period - post period) พบว่า ค่าเฉลี่ยของสภาพคล่องนั้นลดต่ำลงเป็นสัดส่วน 37.66% ($100.00\% - 62.34\%$) ซึ่งสภาพคล่องที่ลดลงนี้เป็นข้อเสียอีกข้อหนึ่งของมาตรการแคชบาลานซ์



ภาพที่ 2.10 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (%) ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

อย่างไรก็ตาม จากการทดสอบสมมติฐาน พบว่า ค่าเฉลี่ยของสภาพคล่องมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญระหว่างช่วงวิเคราะห์ และช่วงเหตุการณ์ ประมาณ 12% ในขณะที่ช่วงเหตุการณ์ และหลังเหตุการณ์ มีความแตกต่างประมาณ 30% ซึ่งสรุปได้ค่อนข้างยากว่า มาตรการแซชบาลานซ์สามารถควบคุมสภาพคล่องได้มีประสิทธิภาพหรือไม่



ภาพที่ 2.11 ค่าเฉลี่ย Proportional Spread ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

2.5.1.2 กรณีนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ หลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 2 ขึ้นไป

มาตรการวัดความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียน

จากตารางที่ 2.5-2.7 พบว่า มาตรการวัด Parkinson (1980) และมาตรการวัด Garman and Klass (1980) ให้ผลสอดคล้องกันตั้งแต่หลักทรัพย์ที่มีการติดมาตรการครั้งที่ 2, ครั้งที่ 3 และครั้งที่ 4 แต่หลักทรัพย์ที่มีการติดมาตรการตั้งแต่ครั้งที่ 5 เป็นต้นไปจนถึงครั้งที่ 8 ดังแสดงในตารางที่ 2.8-2.11 พบว่า การเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยความผันผวนด้านราคาของช่วงวิเคราะห์ – หลังเหตุการณ์ (analytical period – post period) มีค่าลดลงอย่างมีนัยสำคัญ คือ จาก 61.11% ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 4 เหลือเพียง 55.56% ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 5 (เป็นกลุ่มหลักทรัพย์กลุ่มแรกที่มาตรการวัดความผันผวนด้านราคามีค่าเฉลี่ยต่ำกว่า 60.00%) ถึงแม้ว่าในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 6 และ 8 จะมีสัดส่วนของค่าเฉลี่ยความผันผวนด้านราคาของช่วงนี้สูง กล่าวคือ 50.00% และ 100.00% ตามลำดับก็ตาม แต่เนื่องด้วยกลุ่มหลักทรัพย์ดังกล่าวมีตัวอย่างหลักทรัพย์น้อยมาก เปอร์เซนต์ที่แสดงออกมาจึงไม่สามารถนำมาใช้สรุปได้อย่างเหมาะสม และจากการวิเคราะห์การทดสอบสมมติฐาน ก็พบว่า ให้ผลเช่นเดียวกับการดูค่าเฉลี่ยเพียงอย่างเดียว นั่นคือมาตรการแคชบาลานซ์ไม่สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาได้อย่างมีประสิทธิภาพ

เมื่อพิจารณาอัตราส่วนการซื้อขายหมุนเวียนพบว่า มาตรการแคชบาลานซ์นั้นสามารถควบคุมอัตราส่วนการซื้อขายหมุนเวียนในช่วงที่หลักทรัพย์ติดอยู่ในมาตรการได้เป็นอย่างดี โดยให้ประสิทธิภาพ 100.00% เกือบทั้งหมด ดังแสดงในตารางที่ 2.5-2.7 ซึ่งสอดคล้องกับหลักทรัพย์ที่ติดครั้งที่ 1

มาตรการด้านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและด้านสภาพคล่อง

จากผลมาตรการด้านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติดังแสดงในตารางที่ 2.5-2.11 แสดงให้เห็นว่าในภาพรวมแล้วอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจะลดลงในขณะที่ติดมาตรการและขณะที่ออกจากมาตรการแล้ว ซึ่งให้ผลลัพธ์เช่นเดียวกันกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 1 ในส่วนของสภาพคล่องดังแสดงในตารางที่ 2.5-2.11 มีแนวโน้มไปในทิศทางเดียวกันทั้งหมด คือสภาพคล่องมีค่าลดลงหลังจากหลักทรัพย์เข้าสู่มาตรการและออกจากมาตรการแล้ว

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาผลจากการทดสอบสมมติฐาน พบว่า ตัวเลขจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าเฉลี่ยแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญไม่ได้สูงมาก แต่ยังคงเห็นผลจากการที่อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ และสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการที่ลดลง

ตารางที่ 2.5 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการครั้งที่ 2 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	87.76%	89.80%	69.39% [-]	100.00%	63.27%	34.69%
	[22.45%, 40.82%]	[18.75%, 36.73%]		[46.94%, 83.67%]	[0.00%, 20.41%]	[6.12%, 8.16%]
event-post	44.90%	34.69%	59.18% [-]	6.12%	57.14%	59.18%
	[12.24%, 0.00%]	[8.16%, 0.00%]		[0.00%, 0.00%]	[16.33%, 16.33%]	[26.53%, 24.49]

ตารางที่ 2.6 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการครั้งที่ 3 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	86.96%	86.96%	82.61% [-]	100.00%	65.22%	34.78%
	[21.74%, 30.43%]	[30.43%, 34.78%]		[43.48%, 78.26%]	[4.35%, 17.39%]	[17.39%, 13.04%]
event-post	39.13%	21.74%	52.17% [-]	21.74%	69.57%	47.83%
	[0.00%, 0.00%]	[4.35%, 0.00%]		[4.35%, 0.00%]	[13.04%, 0.00%]	[30.43%, 8.70%]

ตารางที่ 2.7 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการครั้งที่ 4 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	66.67%	66.67%	55.56% [-]	94.44%	83.33%	55.56%
	[11.11%, 16.67%]	[11.11%, 22.22%]		[61.11%, 77.78%]	[0.00%, 5.56%]	[27.78%, 11.11%]
event-post	33.33%	27.78%	61.11% [-]	11.11%	61.11%	38.89%
	[0.00%, 0.00%]	[0.00%, 5.56%]		[0.00%, 0.00%]	[11.11%, 16.67%]	[27.78%, 27.78%]

ตารางที่ 2.8 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการครั้งที่ 5 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	77.78%	77.78%	55.56%	88.89%	33.33%	22.22%
	[22.22%, 33.33%]	[11.11%, 33.33%]	[-]	[55.56%, 66.67%]	[0.00%, 11.11%]	[11.11%, 11.11%]
event-post	22.22%	11.11%	33.33%	0.00%	44.44%	66.67%
	[0.00%, 0.00%]	[0.00%, 0.00%]	[-]	[0.00%, 0.00%]	[0.00%, 0.00%]	[44.44%, 44.44%]

ตารางที่ 2.9 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการครั้งที่ 6 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	75.00%	75.00%	50.00%	100.00%	50.00%	25.00%
	[0.00%, 25.00%]	[0.00%, 50.00%]	[-]	[50.00%, 75.00%]	[25.00%, 25.00%]	[25.00%, 25.00%]
event-post	75.00%	75.00%	50.00%	25.00%	75.00%	100.00%
	[0.00%, 0.00%]	[0.00%, 0.00%]	[-]	[0.00%, 0.00%]	[0.00%, 25.00%]	[50.00%, 50.00%]

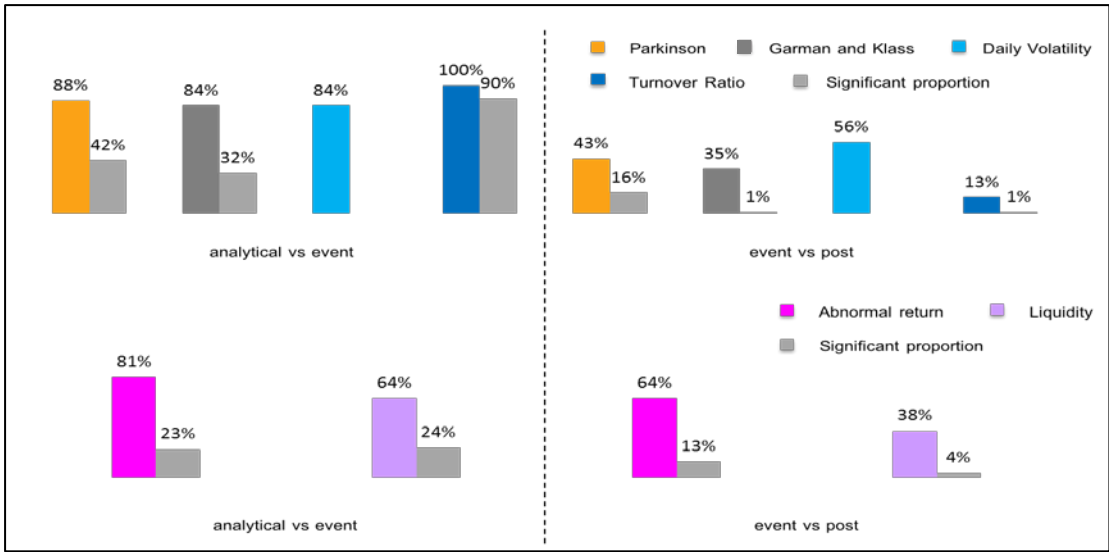
ตารางที่ 2.10 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการ ครั้งที่ 7 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	100.00%	33.33%	66.67%	100.00%	66.67%	33.33%
	[0.00%, 0.00%]	[0.00%, 0.00%]	[-]	[33.33%, 33.33%]	[0.00%, 0.00%]	[33.33%, 33.33%]
event-post	33.33%	33.33%	0.00%	0.00%	0.00%	33.33%
	[0.00%, 0.00%]	[0.00%, 0.00%]	[-]	[0.00%, 0.00%]	[0.00%, 0.00%]	[33.33%, 0.00%]

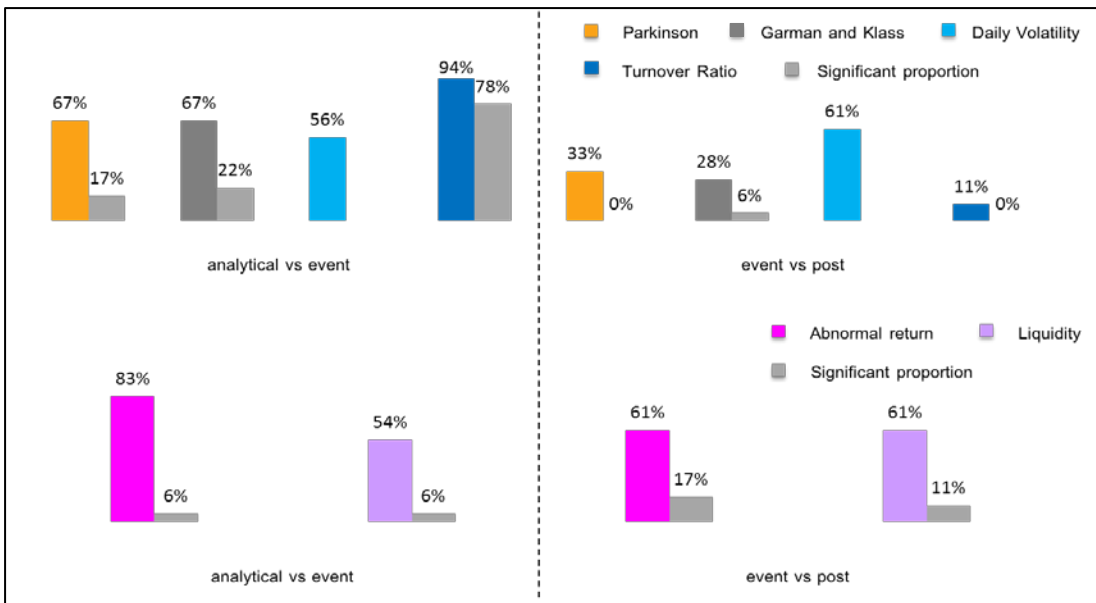
ตารางที่ 2.11 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการ ครั้งที่ 8 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	33.33%	66.67%
	[0.00%, 66.67%]	[0.00%, 66.67%]	[-]	[66.67%, 66.67%]	[0.00%, 0.00%]	[0.00%, 33.33%]
event-post	33.33%	33.33%	33.33%	33.33%	100.00%	66.67%
	[0.00%, 0.00%]	[0.00%, 0.00%]	[-]	[0.00%, 0.00%]	[33.33%, 0.00%]	[33.33%, 33.33%]

จากตารางที่ 2.4 – 2.11 สามารถแสดงเป็นกราฟให้เห็นจุดที่มาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์ เริ่มไม่สามารถควบคุมความผันผวนของหลักทรัพย์ได้ โดยแสดงในภาพที่ 2.12 และ 2.13 ซึ่งแสดงให้เห็นถึงประสิทธิผลของมาตรการที่ลดลงในการควบคุมความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียนของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 1 และครั้งที่ 4 ตามลำดับ (สัดส่วนกลุ่มตัวอย่างที่แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญเลือกแสดงโดยใช้ค่าจาก Mann-Whitney U test) โดยจากภาพ 2.12 จะเห็นว่ามาตรวัดความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียน มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนที่สามารถควบคุมได้ดีกว่าทั้งในช่วงวิเคราะห์ – ช่วงเหตุการณ์ และช่วงเหตุการณ์ – ช่วงหลังเหตุการณ์ และมีสัดส่วนของกลุ่มตัวอย่างที่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญสูงกว่าในภาพ 2.13 ในขณะที่ผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่องยังคงอยู่ในระดับสูง (ร้อยละของสัดส่วนในกราฟสภาพคล่อง เกิดจากการผัน Proportional Spread ดังแสดงในตาราง ไปเป็นสภาพคล่อง โดยคำนวณจากร้อยละ 100 หักด้วยค่าร้อยละที่แสดงในตาราง ในขณะที่ร้อยละที่ได้จากการทดสอบสมมติฐานคำนวณจากร้อยละของสัดส่วนที่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทั้งหมด หักด้วยร้อยละที่แสดงในตาราง) ดังนั้น จากผลการศึกษา จะเห็นได้ว่ามาตรการแคชบาลานซ์นโยบาย 3 สัปดาห์ เริ่มไม่สามารถควบคุมมาตรวัดต่างๆ ได้ เมื่อหลักทรัพย์นั้นๆ ติดมาตรการตั้งแต่ครั้งที่ 4 เป็นต้นไป



ภาพที่ 2.12 กราฟเปรียบเทียบระหว่างช่วงวิเคราะห์ - ช่วงเหตุการณ์ และช่วงเหตุการณ์ - ช่วงหลังเหตุการณ์ ของทุกมาตรวัด กรณีนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ หลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 1



ภาพที่ 2.13 กราฟเปรียบเทียบระหว่างช่วงวิเคราะห์ - ช่วงเหตุการณ์ และช่วงเหตุการณ์ - ช่วงหลังเหตุการณ์ ของทุกมาตรวัด กรณีนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ หลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 4

2.5.2 ประสิทธิภาพของมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

ผลการวิจัยตามเกณฑ์ลำดับครั้งที่ติดตามมาตรการ

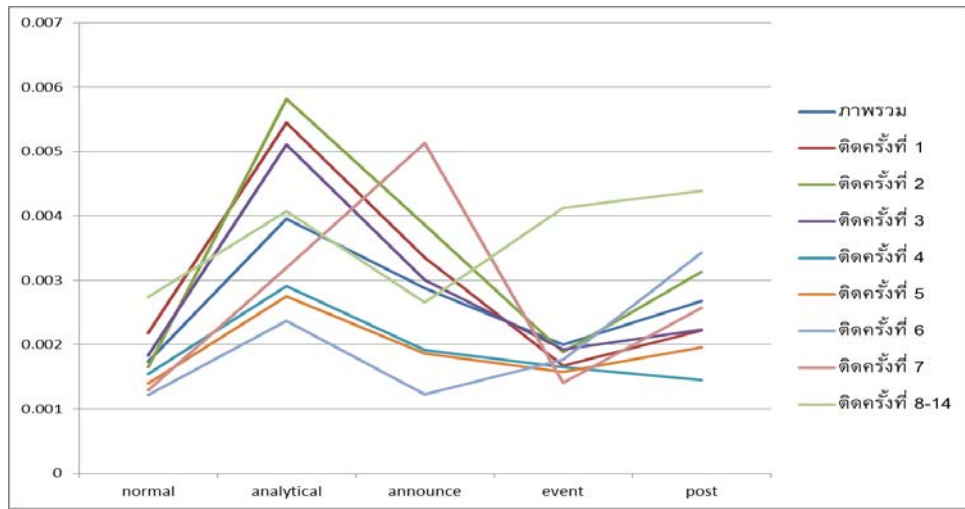
ในกรณีของมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ ได้ทำการแบ่งกลุ่มตัวอย่างของหลักทรัพย์ที่เรียงตาม “ลำดับครั้ง” ในการติดตามมาตรการได้เป็น หลักทรัพย์ที่ถูกติดตามมาตรการแคชบาลานซ์ครั้งที่ 1, ครั้งที่ 2 เรื่อยไปจนถึงครั้งที่ 14 ทั้งนี้เพื่อเป็นการตัดผลของหลักทรัพย์เดียวกันที่อาจติดตามมาตรการมากกว่า 1 ครั้ง ให้แยกออกจากกัน ซึ่งได้ผลการวิจัยในแต่ละกรณีดังต่อไปนี้

2.5.2.1 กรณีนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ และหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 1, ครั้งที่ 2 และครั้งที่ 3

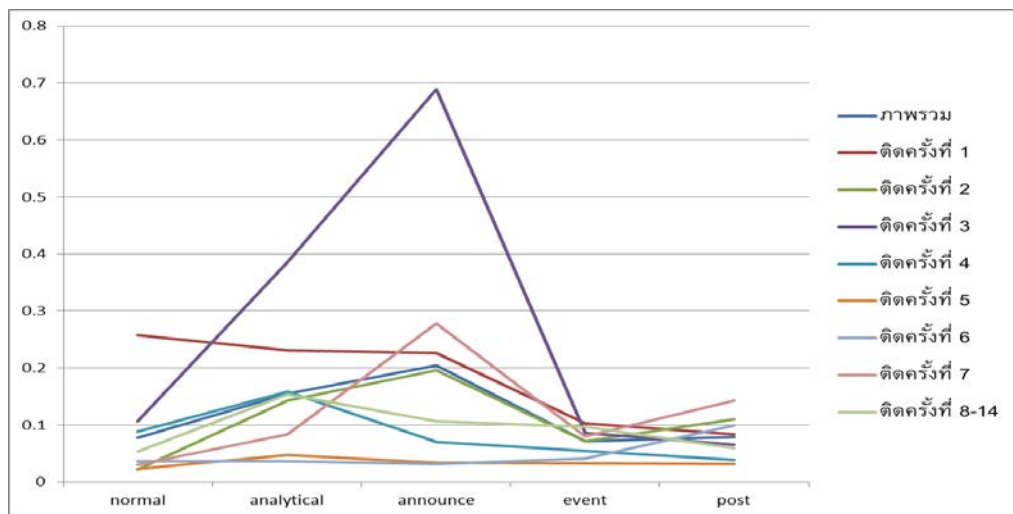
มาตรวัดความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียน

จากตารางที่ 2.12-2.14 และภาพที่ 2.14-2.17 มาตรวัดความผันผวนด้านราคาต่าง ๆ และมาตรวัดด้านอัตราการซื้อขายหมุนเวียนในกลุ่มหลักทรัพย์นี้ ให้ผลการควบคุมที่ใกล้เคียงกับมาตรการนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ โดยในส่วนของ การควบคุมความผันผวนด้านราคา พบว่า สามารถควบคุมได้ตั้งแต่ 75% ขึ้นไป และสามารถควบคุมอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ 100% ในทุกลำดับครั้งที่ติดตามมาตรการแคชบาลานซ์

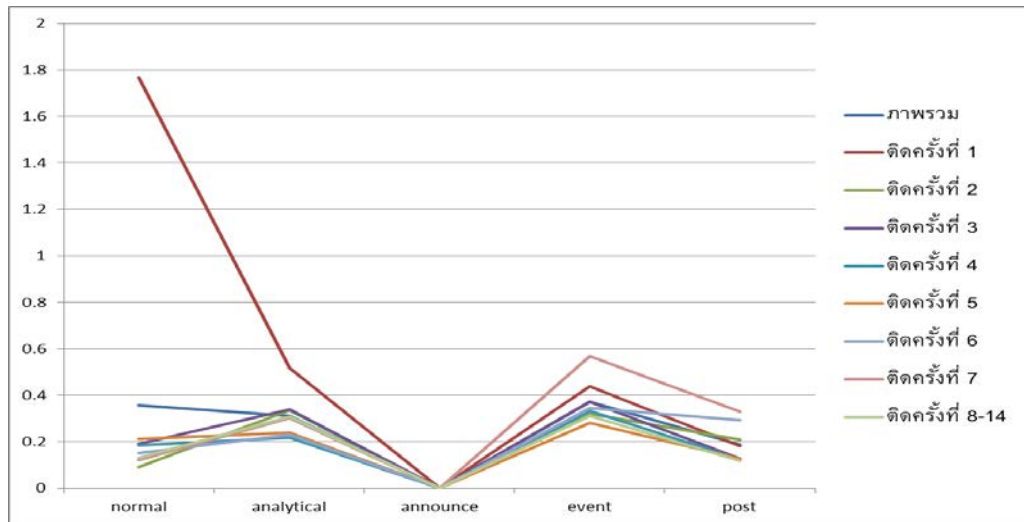
อย่างไรก็ตาม จากการทดสอบสมมติฐาน พบว่า การเปรียบเทียบระหว่างช่วงวิเคราะห์กับช่วงเหตุการณ์ มีจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่มีความแตกต่างของค่าเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญสูงกว่าแบบนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ โดยเฉพาะในการทดสอบแบบ Mann-Whitney U test แสดงให้เห็นว่าการใช้นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์นั้น มีความรุนแรงกว่าแบบนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ แต่เมื่อเปรียบเทียบระหว่างช่วงเหตุการณ์กับช่วงหลังเหตุการณ์ พบว่า กลุ่มตัวอย่างที่แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญยังคงมีน้อยเช่นเดียวกับนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ แสดงให้เห็นว่าเมื่อหลักทรัพย์ออกจากมาตรการ ยังคงค่อนข้างถูกควบคุมได้อยู่



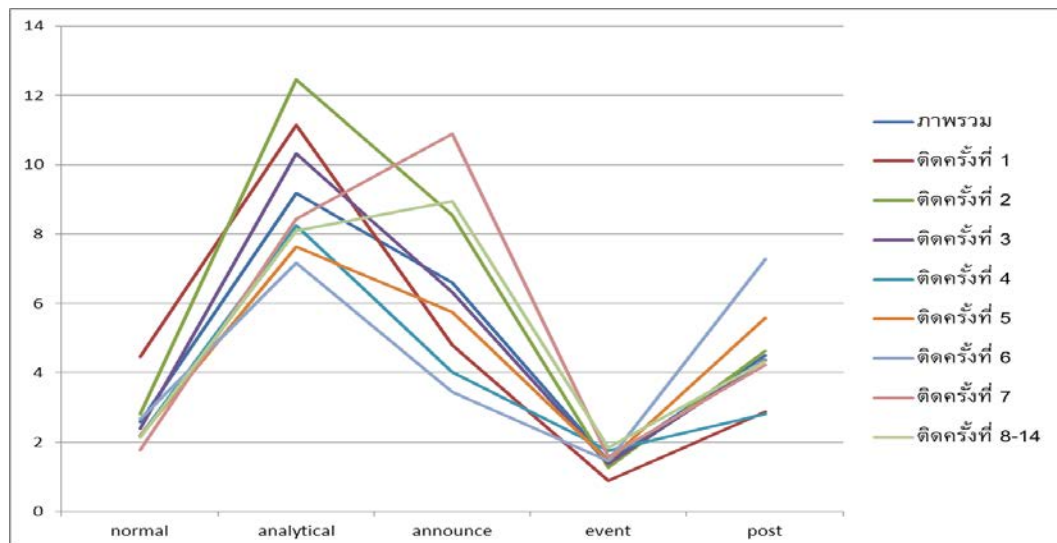
ภาพที่ 2.14 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Parkinson (1980) ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



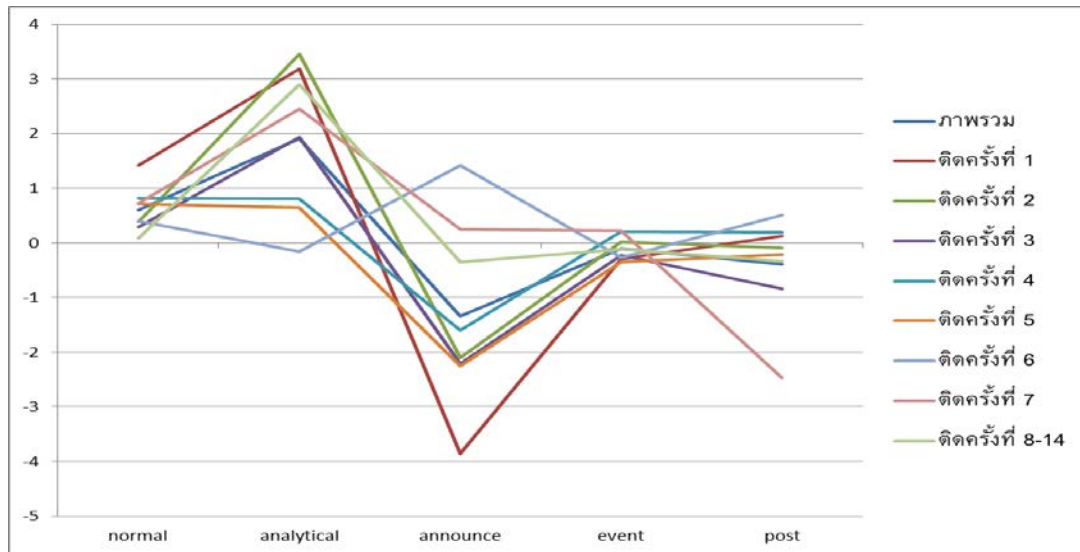
ภาพที่ 2.15 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Garman and Klass (1980) ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



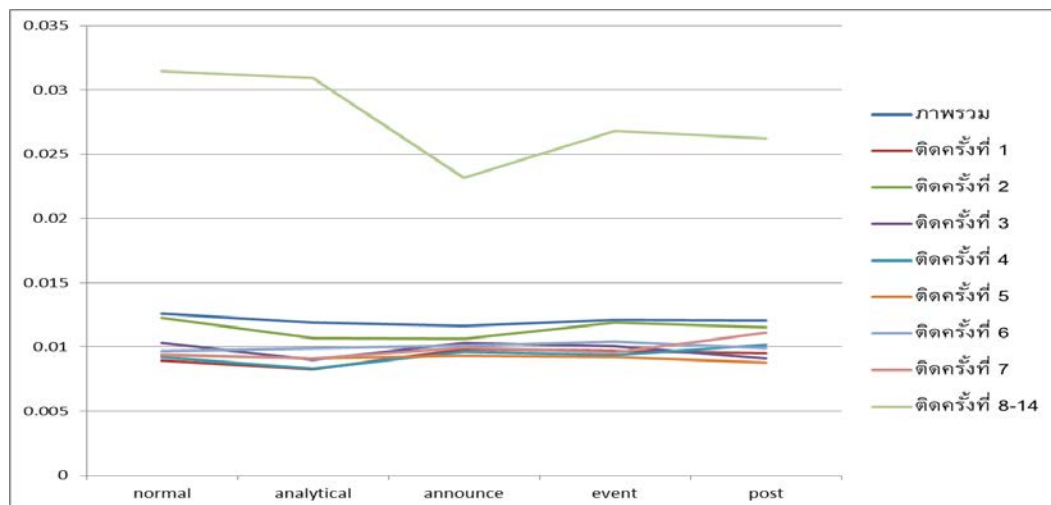
ภาพที่ 2.16 ค่าเฉลี่ยความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



ภาพที่ 2.17 ค่าเฉลี่ยอัตราการซื้อขายหมุนเวียน (%) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



ภาพที่ 2.18 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (%) ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



ภาพที่ 2.19 ค่าเฉลี่ย Proportional Spread ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่อง

จากตารางที่ 2.12-2.14 และภาพที่ 2.18-2.19 ค่าของมาตรวัดด้านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและด้านสภาพคล่องยังคงให้ผลสอดคล้องกับกลุ่มหลักทรัพย์ในกลุ่มนโยบายเดิม อย่างไรก็ตาม พบว่า อัตราการลดลงของอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและอัตรา

การลดลงของสภาพคล่องในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ รุนแรงกว่าในกรณีของนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ เช่น ในกรณีของหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการครั้งที่ 3 พบว่า อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติลดลงจากในช่วงที่ติดตามมาตรการ เทียบกับช่วงวิเคราะห์ถึง 68.57% ในขณะที่ในกรณีของนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ จะลดลงเพียง 65.2% ในขณะที่ผลจากการทดสอบทางสถิติยังคงให้ผลเหมือนกับนโยบายเดิม 3 สัปดาห์

2.5.2.2 กรณีนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ และหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 4 เป็นต้นไป

มาตรวัดความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียน

จากตารางที่ 2.15-2.19 และภาพที่ 2.14-2.19 ผลการศึกษาสรุปได้ว่า มาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ จะมีประสิทธิผลในการควบคุมความผันผวนด้านราคาได้ลดลง เมื่อหลักทรัพย์นั้นมีการติดตามมาตรการหลายครั้งมากขึ้น โดยในกรณีที่หลักทรัพย์ติดตามมาตรการแคชบาลานซ์ครั้งที่ 7 พบว่า ประสิทธิภาพในการควบคุมความผันผวนด้านราคา โดยพิจารณาจากมาตรวัด Garman and Klass (1980) พบว่า เหลือเพียง 55.56% เปรียบเทียบกับกรณีที่สามารถควบคุมได้เกินกว่า 75% ขึ้นไปในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการไม่เกินครั้งที่ 3 อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าอัตราการซื้อขายหมุนเวียนยังคงถูกควบคุมได้ดีมาก โดยที่อัตราการซื้อขายหมุนเวียนลดลง 100% ในทุกครั้งของการติดตามมาตรการ แต่ผลจากการทดสอบทางสถิติเปรียบเทียบกับช่วงวิเคราะห์กับช่วงเหตุการณ์ พบว่า จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าเฉลี่ยแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับกรณีที่หลักทรัพย์ติดตามครั้งที่ 1-3

มาตรวัดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่อง

ในส่วนของหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ ครั้งที่ 4 เป็นต้นไป พบว่า อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติยังคงลดลงในระดับใกล้เคียงกับการติดตามครั้งที่ 1 ถึง 3 ในกรณีของสภาพคล่อง พบว่า ในกรณีที่หลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 4 สภาพคล่องในช่วงติดตามการลดลงจากช่วงวิเคราะห์ถึง 76% แต่ในกรณีที่หลักทรัพย์ติดตามมาตรการตั้งแต่ครั้งที่ 5 ขึ้นไป พบว่า สภาพคล่องยังคงลดลง แต่อยู่ในระดับที่ดีกว่าการติดตามจำนวนครั้งต่ำๆ ซึ่งอาจเป็นผลมาจากจำนวนตัวอย่างที่น้อย

ตารางที่ 2.12 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการครั้งที่ 1 นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	92.50%	85.00%	47.50%	100.00%	80.00%	30.00%
	[37.50%, 57.50%]	[17.50%, 52.50%]	[-]	[62.50%, 90.00%]	[5.00%, 17.50%]	[5.00%, 15.00%]
event-post	50.00%	42.50%	77.50%	17.50%	42.50%	67.50%
	[12.50%, 0.00%]	[5.00%, 2.50%]	[-]	[2.50%, 5.00%]	[10.00%, 5.00%]	[30.00%, 25.00%]

ตารางที่ 2.13 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการครั้งที่ 2 นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	87.88%	84.84%	57.58%	100.00%	87.88%	25.00%
	[18.18%, 48.48%]	[18.18%, 48.48%]	[-]	[60.61%, 93.94%]	[12.12%, 15.15%]	[0.00%, 6.06%]
event-post	48.48%	33.33%	81.82%	18.18%	63.64%	71.88%
	[12.12%, 3.03%]	[9.09%, 6.06%]	[-]	[6.06%, 3.03%]	[12.12%, 6.06%]	[24.24%, 33.33%]

ตารางที่ 2.14 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการครั้งที่ 3 นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	74.29%	74.29%	48.57%	100.00%	77.14%	31.43%
	[14.29%, 54.29%]	[17.14%, 62.86%]	[-]	[77.14%, 100.00%]	[5.71%, 20.00%]	[8.57%, 20.00%]
event-post	57.14%	51.43%	82.86%	14.29%	74.29%	71.43%
	[22.86%, 5.71%]	[17.14%, 2.86%]	[-]	[2.86%, 0.00%]	[8.57%, 2.86%]	[48.57%, 45.71%]

ตารางที่ 2.15 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการครั้งที่ 4 นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	72.00%	72.00%	16.00%	100.00%	68.00%	24.00%
	[20.00%, 44.00%]	[16.00%, 52.00%]	[-]	[60.00%, 84.00%]	[4.00%, 4.00%]	[4.00%, 12.00%]
event-post	40.00%	44.44%	56.00%	28.00%	52.00%	40.00%
	[28.00%, 16.00%]	[24.00%, 8.00%]	[-]	[16.00%, 12.00%]	[8.00%, 8.00%]	[24.00%, 16.00%]

ตารางที่ 2.16 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการครั้งที่ 5 นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	88.24%	76.47%	41.18%	100.00%	82.35%	35.29%
	[5.88%, 41.18%]	[11.76%, 47.06%]	[-]	[52.94%, 100.00%]	[0.00%, 11.76%]	[29.41%, 29.41%]
event-post	42.94%	47.06%	88.24%	11.76%	52.94%	82.35%
	[11.76%, 0.00%]	[5.88%, 5.88%]	[-]	[5.88%, 0.00%]	[5.88%, 0.00%]	[47.06%, 52.94%]

ตารางที่ 2.17 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการครั้งที่ 6 นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	72.73%	72.73%	36.36%	100.00%	72.73%	36.36%
	[9.09%, 27.27%]	[9.09%, 27.27%]	[-]	[63.64%, 100.00%]	[0.00%, 0.00%]	[27.27%, 18.18%]
event-post	36.36%	36.36%	63.64%	18.18%	72.73%	36.36%
	[27.27%, 18.18%]	[27.27%, 9.09%]	[-]	[9.09%, 9.09%]	[0.00%, 0.00%]	[45.45%, 54.55%]

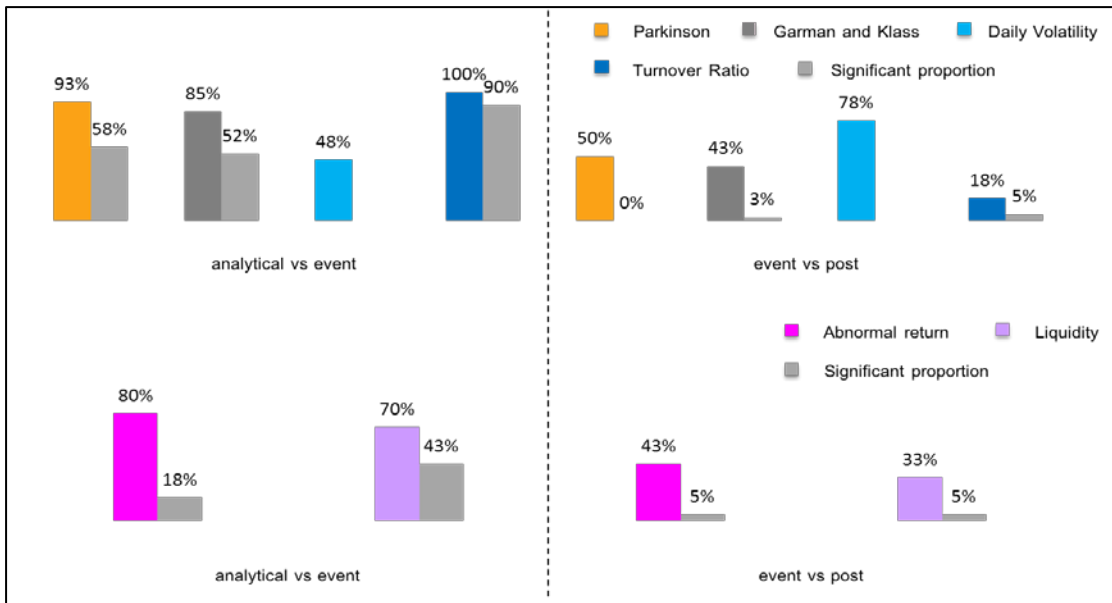
ตารางที่ 2.18 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการครั้งที่ 7 นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	66.67%	55.56%	22.22%	100.00%	77.78%	44.44%
	[11.11%, 33.33%]	[11.11%, 22.22%]	[-]	[33.33%, 77.78%]	[0.00%, 11.11%]	[0.00%, 11.11%]
event-post	33.33%	33.33%	55.56%	22.22%	77.78%	33.33%
	[33.33%, 11.11%]	[33.33%, 11.11%]	[-]	[0.00%, 0.00%]	[0.00%, 11.11%]	[22.22%, 33.33%]

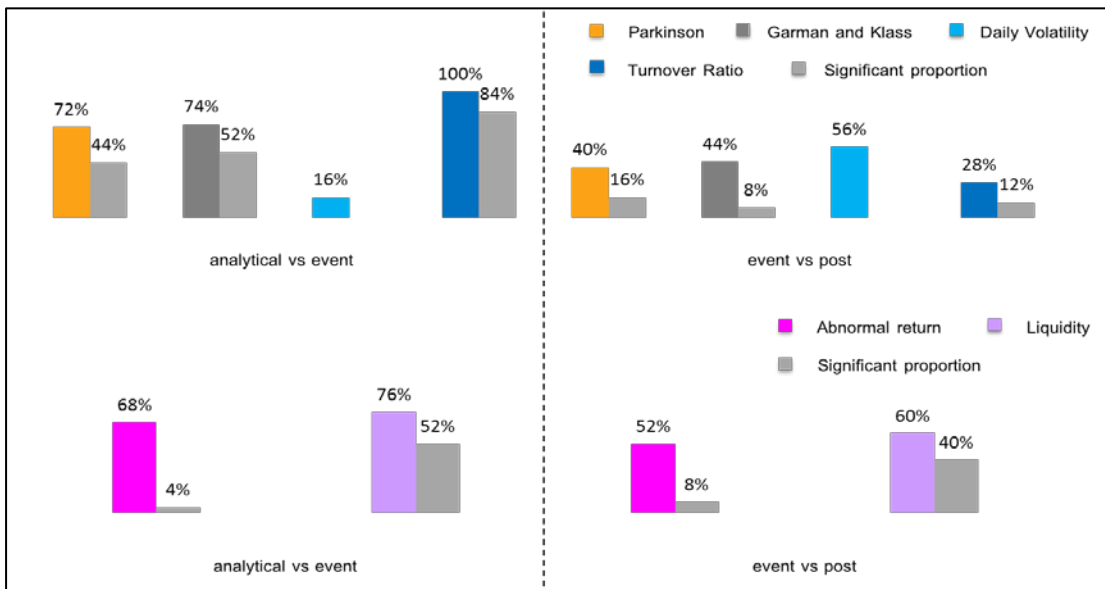
ตารางที่ 2.19 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการ ครั้งที่ 8-14 นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	50.00%	80.00%	30.00%	100.00%	80.00%	50.00%
	[0.00%, 30.00%]	[10.00%, 30.00%]	[-]	[40.00%, 90.00%]	[20.00%, 20.00%]	[20.00%, 0.00%]
event-post	60.00%	60.00%	80.00%	30.00%	40.00%	70.00%
	[10.00%, 0.00%]	[20.00%, 20.00%]	[-]	[10.00%, 10.00%]	[0.00%, 0.00%]	[10.00%, 10.00%]

จากตารางที่ 2.12 – 2.19 สามารถสรุปเป็นกราฟแท่งเพื่อแสดงประสิทธิผลของ
มาตรการแคชบาลานซ์นโยบาย 6 สัปดาห์ ได้ดังภาพที่ 2.20 และ 2.21 ซึ่งพบว่า มาตรการ
นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียน
ได้ดีกว่านโยบายเดิม 3 สัปดาห์ และมีสัดส่วนของตัวอย่างที่มีความแตกต่างของค่าเฉลี่ยใน
แต่ละมาตรวัดที่มีนัยสำคัญสูงกว่า อย่างไรก็ตาม พบว่า อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพ
คล่องยังคงได้รับผลกระทบเช่นเดียวกัน และผลกระทบรุนแรงกว่ากรณีนโยบายเดิม 3 สัปดาห์



ภาพที่ 2.20 กราฟเปรียบเทียบระหว่างช่วงวิเคราะห์ - ช่วงเหตุการณ์ และช่วงเหตุการณ์ - ช่วงหลังเหตุการณ์ ของทุกมาตรการวัด กรณีนโยบายเดิม 6 สัปดาห์ หลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 1



ภาพที่ 2.21 กราฟเปรียบเทียบระหว่างช่วงวิเคราะห์ - ช่วงเหตุการณ์ และช่วงเหตุการณ์ - ช่วงหลังเหตุการณ์ ของทุกมาตรการวัด กรณีนโยบายเดิม 6 สัปดาห์ หลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 4

2.7 บทสรุป

งานวิจัยชิ้นนี้ได้วิเคราะห์ผลของมาตรการแคชบาลานซ์ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดำเนินการให้มีผลบังคับใช้มาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 จนถึงปัจจุบัน โดยมาตรการแคชบาลานซ์ในเริ่มแรกมีกรอบระยะเวลาที่หลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ต้องถูกซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์เป็นระยะเวลา 3 สัปดาห์ เรื่อยมาจนถึงเดือนมีนาคม พ.ศ. 2556 ที่ทางตลาดหลักทรัพย์ได้ปรับปรุงนโยบายโดยการเพิ่มระยะเวลาที่หลักทรัพย์ต้องถูกซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์เป็นระยะเวลา 6 สัปดาห์

จากข้อมูลทางสถิติพบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมทุกกลุ่มต่างมีหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ โดยหลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property and Construction) มีสัดส่วนของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์มากที่สุดทั้งในช่วงก่อนที่เป็นนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ และในช่วงที่อยู่ภายใต้กรอบการดำเนินการของนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีสัดส่วนของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์น้อยที่สุดทั้งในมาตรการนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ และนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ คือกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro and Food Industry) และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products) ถ้าพิจารณาจำนวนบริษัทจดทะเบียนที่เข้ามาติดมาตรการแคชบาลานซ์เปรียบเทียบระหว่างนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ และนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ พบว่า อัตราที่หลักทรัพย์เข้ามาติดมาตรการเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิมที่มีใช้เป็นระยะเวลา 5 ปีนั้น มีหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการเพียง 79 บริษัท ในขณะที่นโยบายใหม่ที่เพิ่งมีการประกาศใช้ได้เพียง 22 เดือน มีหลักทรัพย์ที่เข้ามาติดมาตรการแล้วถึง 76 บริษัท

2.7.1 กรณีมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

เมื่อพิจารณาด้านนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ โดยแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 2 กลุ่ม คือแบบเรียงตามลำดับครั้งที่ติดมาตรการ และแบบเรียงตามจำนวนครั้งที่ติดมาตรการ ผลการศึกษาค่อนข้างออกมาใกล้เคียงกัน โดยสามารถสรุปได้ว่ามาตรการแคชบาลานซ์สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคา และอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ดีในช่วงที่หลักทรัพย์ติดอยู่ในมาตรการ และถึงแม้ว่าจะออกจากมาตรการมาแล้ว โดยเฉลี่ยยังคงระดับความผันผวนด้านราคา และอัตราการซื้อขายหมุนเวียนเอาไว้ได้ แต่เมื่อพิจารณาประกอบกับการทดสอบความแตกต่างทางสถิติของค่าเฉลี่ยในแต่ละช่วง พบว่า กลุ่มตัวอย่างไม่ได้มีความแตกต่างของค่าเฉลี่ยระหว่างช่วงวิเคราะห์กับช่วงเหตุการณ์อย่างมีนัยสำคัญมากนัก แสดงให้เห็นว่ามาตรการแคชบา

ลานซ์ไม่ได้มีประสิทธิผลในการควบคุมความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียนมากนัก

ในด้านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและในด้านสภาพคล่อง พบว่า หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์จะมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่องลดต่ำลง และมีค่าเฉลี่ยเท่าๆ กันทั้งหมดไม่ว่าจะติดมาตรการกี่ครั้ง แต่ผลการจากทดสอบสมมติฐาน พบว่า ค่าเฉลี่ยไม่แตกต่างกันมีนัยสำคัญมากนัก (ไม่เกิน 25%) อย่างไรก็ตาม ยังคงมีประเด็นที่น่าสนใจดังนี้

เมื่อพิจารณาหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์ตามลำดับครั้งที่ติดมาตรการ พบว่า หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 4 เป็นต้นไป (ติดมาตรการครั้งที่ 4 ถึงครั้งที่ 8) มาตรการวัดความผันผวนด้านราคาบ่งชี้ว่าช่วงพิจารณาระหว่างช่วงวิเคราะห์ (analytical period) กับช่วงเหตุการณ์ (event period) มีสัดส่วนค่าเฉลี่ยที่ช่วงวิเคราะห์มีความผันผวนด้านราคามากกว่าช่วงเหตุการณ์เพียงประมาณ 70% ซึ่งแตกต่างจากในกรณีที่หลักทรัพย์ติดมาตรการเพียง 1 ครั้งถึง 3 ครั้ง ที่ค่าสัดส่วนดังกล่าวจะมีค่าตั้งแต่ 85% ขึ้นไป อีกทั้งจากการทดสอบทางสถิติ มีผลยืนยันว่าจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าเฉลี่ยที่แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญลดลงด้วยเช่นเดียวกัน

เพราะฉะนั้น จากผลการศึกษาข้างต้น แสดงให้เห็นว่ามาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์ สามารถใช้ได้ผลกับหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการตั้งแต่ครั้งที่ 1 ถึงครั้งที่ 3 หรือหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการจำนวน 1 ครั้งถึง 3 ครั้ง ถ้าลำดับครั้งหรือจำนวนครั้งมีค่าตั้งแต่ 4 ขึ้นไปมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์จะไม่สามารถควบคุมความผันผวนได้อย่างมีประสิทธิภาพดังเช่นกรณีที่ติดมาตรการลำดับหรือจำนวนครั้งน้อยกว่านั้น

2.7.2 กรณีมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

จากผลการศึกษาพบว่า การเพิ่มระยะเวลาการติดมาตรการแคชบาลานซ์จาก 3 สัปดาห์เป็น 6 สัปดาห์ ทำให้โดยเฉลี่ยแล้วสามารถควบคุมความผันผวนทางด้านราคาและด้านอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ดีมากขึ้น แต่มีรายละเอียดบางประการที่น่าสนใจดังนี้

ในกรณีการวิเคราะห์ด้านความผันผวนของราคา พบว่า มาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์นั้น สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาได้ดีในกรณีที่หลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งแรกถึงครั้งที่ 3 โดยมีค่าเฉลี่ยของความผันผวนด้านราคาที่สามารถควบคุมได้ตั้งแต่ 75% ขึ้นไป ทั้งในแง่ของมาตรวัดของ Parkinson (1980) และ Garman and Klass (1980) อีกทั้งจากการทดสอบทางสถิติ พบว่า มีจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่มีความแตกต่างของค่าเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญสูงกว่าในกรณีของนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ ด้วย และในกรณีที่

หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ตั้งแต่ 4 ครั้งเป็นต้นไป จะเห็นได้ว่าความสามารถในการควบคุมความผันผวนด้านราคาจะลดลง

ในด้านอัตราการซื้อขายหมุนเวียนและด้านผลตอบแทนที่เกินปกติ พบว่า นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ ให้ผลเหมือนกับนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ นั่นคือสามารถควบคุมอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ แต่อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการมีค่าลดลง อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาด้านสภาพคล่อง อัตราการลดลงของสภาพคล่องในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ รุนแรงกว่าในกรณีของนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ แม้ว่าในกรณีที่หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการตั้งแต่ครั้งที่ 5 ขึ้นไป จะมีสภาพคล่องที่ดีขึ้นบ้างก็ตาม โดยอาจเป็นเหตุจากจำนวนตัวอย่างที่น้อย

ด้วยเหตุผลข้างต้นทั้งหมด สามารถสรุปได้ว่ามาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์นั้น ยังคงสามารถใช้ได้กับหลักทรัพย์บางกลุ่ม โดยเฉพาะหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ตั้งแต่ 1 ครั้งถึง 3 ครั้ง ซึ่งไม่จำเป็นต้องเพิ่มระยะเวลาในการซื้อหลักทรัพย์ด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ เพราะผลตอบแทนและสภาพคล่องของหลักทรัพย์เหล่านั้นจะลดต่ำลงโดยไม่จำเป็น และมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์นั้น สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาของหลักทรัพย์และอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ดี โดยเฉพาะด้านอัตราการซื้อขายหมุนเวียนที่ควบคุมได้ดีกว่านโยบาย 3 สัปดาห์เดิม อย่างไรก็ตามสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่จะลดลงอย่างมาก แม้ว่าจะออกจากมาตรการมาแล้วก็ตาม ทั้งนี้ โดยการอ้างอิงจากผลการทดสอบทางสถิติ ตัวเลขสัดส่วนกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าน้อยเป็นเหตุผลสนับสนุนที่ว่าเหตุใดหลักทรัพย์ตัวเดิมๆ จึงเข้ามาติดมาตรการบ่อยครั้ง โดยจากการพิจารณาเพียงค่าเฉลี่ยเพียงอย่างเดียวจะทำให้ภาพในรายละเอียดของการเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์มีความไม่ชัดเจน และอาจทำให้โดยผิวเผินแล้วดูเหมือนกับว่ามาตรการมีประสิทธิผลในการกำกับดูแลดี

บทที่ 3

ประสิทธิผลของมาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ท สำหรับหลักทรัพย์ ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด

3.1 ที่มาและความสำคัญ

มาตรการแซชบาลานซ์นโยบายใหม่ ที่ให้ลูกค้าต้องซื้อหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการด้วยเงินสดเป็นเวลา 6 สัปดาห์ นั้น ได้ถูกปรับเปลี่ยนใหม่ ณ วันที่ 19 ธันวาคม พ.ศ. 2557 (ตลาดหลักทรัพย์, 2557) ซึ่งนโยบายใหม่นี้ มีชื่อเรียกที่เป็นที่เข้าใจทั่วไปว่ามาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ท และมีการกำหนดให้ใช้ตั้งแต่ต้น พ.ศ. 2558 เป็นต้นมา โดยสาเหตุหลักที่ทางตลาดหลักทรัพย์ประกาศใช้มาตรการใหม่ดังกล่าว เพื่อเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพในการกำกับดูแลการซื้อขายให้เหมาะสมกับสถานะโดยรวม และเพื่อป้องกันความเสี่ยงอันอาจจะเกิดต่อนักลงทุนและระบบโดยรวม โดยมาตรการใหม่นี้ครอบคลุมไปถึงการให้หลักทรัพย์ต้องถูกซื้อด้วยบัญชีแซชบาลานซ์ รวมไปถึงการห้ามการใช้หลักทรัพย์เป็นหลักประกันในการกำหนดวงเงินการซื้อขายของลูกค้า ห้ามการหักลบราคาซื้อกับราคาขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกัน ห้ามซื้อหรือขายหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราว และห้ามการขายหลักทรัพย์ที่ต้องยืมหลักทรัพย์มาเพื่อการส่งมอบด้วย

ในบทที่ 3 ของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ เป็นการศึกษาเพื่อวัดประสิทธิผลของมาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ทในการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีสภาพผิดไปจากปกติของตลาด ทั้งนี้ มาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ทยังคงมุ่งเน้นเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการกำกับดูแลการซื้อขายให้เหมาะสมกับสถานะโดยรวม และเพื่อป้องกันความเสี่ยงอันอาจจะเกิดต่อนักลงทุนและระบบโดยรวมได้ โดยตามประกาศดังกล่าว เมื่อสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ผิดปกติ หรือมีการซื้อขายกระจุกตัวจนอาจส่งผลเสียหายต่อสภาพการซื้อขาย ตลาดหลักทรัพย์อาจดำเนินการหรือให้สมาชิกดำเนินการดังต่อไปนี้

1) กรณีหลักทรัพย์มีสภาพการซื้อขายเปลี่ยนแปลงไปมากจากช่วงก่อนหน้า

โดยเมื่อหลักทรัพย์ใดๆ มีสภาพการซื้อขายที่ผิดปกติและเข้าข่ายตามเกณฑ์เทรดดิ้งอะเลิร์ตซึ่งตลาดหลักทรัพย์จะเปิดเผยข้อมูลเป็นรายวันหลังปิดตลาด สมาชิกต้องให้ลูกค้าซื้อหลักทรัพย์นั้นด้วยการวางเงินสดเต็มจำนวนก่อนซื้อ หรือซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์เท่านั้น ในวันทำการถัดไปเป็นระยะเวลา 3 สัปดาห์นับจากวันที่ประกาศ ทั้งนี้

1.1) ในระหว่างที่ต้องซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ หากหลักทรัพย์ยังคงมีสภาพผิดปกติ กำหนดให้ขยายมาตรการเดิมที่ใช้อยู่ออกไปอีก 3 สัปดาห์นับจากวันสิ้นสุดของมาตรการ

1.2) ในระหว่างที่ต้องซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ หรือพ้นระยะเวลาดำเนินการตามมาตรการไปแล้วไม่เกิน 1 เดือน หากหลักทรัพย์เข้าข่ายตามเกณฑ์เทรดดิ้งอะเลิร์ตซ้ำอีก กำหนดให้เพิ่มมาตรการกำกับดูแลให้มีประสิทธิภาพมากขึ้นจากมาตรการเดิมที่ใช้อยู่ก่อนหน้านี้ ดังนี้

1.2.1) เข้าข่ายเทรดดิ้งอะเลิร์ตอีกเป็นครั้งที่ 2: สมาชิกห้ามนำหลักทรัพย์นั้นมาคำนวณเป็นวงเงินซื้อขาย (ในทุกประเภทบัญชี) และต้องซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ เป็นระยะเวลา 3 สัปดาห์นับแต่วันที่ประกาศ

1.2.2) เข้าข่ายเทรดดิ้งอะเลิร์ตอีกเป็นครั้งที่ 3: สมาชิกห้ามการหักกลบค่าซื้อและค่าขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกัน (ซื้อและขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกัน ค่าขายไม่คืนเป็นวงเงิน) สมาชิกห้ามนำหลักทรัพย์นั้นมาคำนวณเป็นวงเงินซื้อขาย (ในทุกประเภทบัญชี) และต้องซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ เป็นระยะเวลา 3 สัปดาห์นับแต่วันที่ประกาศ

2) กรณีหลักทรัพย์มีสภาพการซื้อขายผิดปกติเข้าข่ายตามเกณฑ์ Turnover list ของสำนักงาน ก.ล.ต. และเข้าเงื่อนไขของตลาดหลักทรัพย์ฯ

หลักทรัพย์ที่เข้าข่ายตามมาตรการนี้ยังคงหลักการเดิม คือสมาชิกต้องดำเนินการให้ลูกค้าซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ เป็นเวลา 6 สัปดาห์ นับแต่วันที่ประกาศ โดย

2.1) ในระหว่างที่ต้องซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ หากหลักทรัพย์ยังคงมีสภาพผิดปกติ กำหนดให้ขยายมาตรการเดิมที่ใช้อยู่ออกไปอีก 3 สัปดาห์ นับจากวันที่สิ้นสุดของมาตรการ

2.2) ในระหว่างที่ต้องซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ หรือพ้นระยะเวลาดำเนินการตามมาตรการไปแล้วไม่เกิน 1 เดือน หากหลักทรัพย์เข้าข่ายตามเกณฑ์เทรดดิ้งอะเลิร์ต

กำหนดให้เพิ่มมาตรการกำกับดูแลให้มีประสิทธิภาพมากขึ้นจากมาตรการเดิมที่ใช้อยู่ก่อนหน้า ดังนี้

2.2.1) เข้าข่ายเทรดดิงอะเลิร์ทครั้งที่ 1: สมาชิกห้ามนำหลักทรัพย์นั้นมาคำนวณเป็นวงเงินซื้อขาย (ในทุกประเภทบัญชี) และต้องซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ เป็นระยะเวลา 3 สัปดาห์นับแต่วันที่ประกาศ หรือตามระยะเวลาที่เหลือของเกณฑ์ 6 สัปดาห์แล้วแต่อันใดจะมากกว่า

2.2.2) เข้าข่ายเทรดดิงอะเลิร์ทซ้ำอีกเป็นครั้งที่ 2: สมาชิกห้ามการหักลบค่าซื้อและค่าขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกัน (ซื้อและขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกัน ค่าขายไม่คือนเป็นวงเงิน) สมาชิกห้ามนำหลักทรัพย์นั้นมาคำนวณเป็นวงเงินซื้อขาย (ในทุกประเภทบัญชี) และต้องซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ เป็นระยะเวลา 3 สัปดาห์นับแต่วันที่ประกาศ หรือตามระยะเวลาที่เหลือของเกณฑ์ 6 สัปดาห์แล้วแต่อันใดจะมากกว่า

3) กรณีที่หลักทรัพย์มีสภาพการซื้อขายผิดปกติไปจากปกติอย่างมาก

กรณีที่หลักทรัพย์มีสภาพการซื้อขายผิดปกติไปจากปกติอย่างมาก หรือมีการซื้อขายกระจุกตัวโดยบุคคลหรือกลุ่มบุคคล โดยสภาพการซื้อขายที่เปลี่ยนแปลงไปนั้นไม่สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานหรือไม่มีเหตุอันควร ตลาดหลักทรัพย์ฯ อาจพิจารณาหยุดพักการซื้อขายเป็นการชั่วคราวได้ (Halt)

จากรายละเอียดในประกาศข้างต้น จะพบว่า มีข้อแตกต่างจากมาตรการแคชบาลานซ์เดิมที่เคยมีใช้ทั้งแบบนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ และแบบนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ ดังรายละเอียดในบทที่ 2 ซึ่งข้อแตกต่างดังกล่าวได้แก่การวิเคราะห์หลักทรัพย์เพื่อประกาศให้ติดมาตรการ โดยในมาตรการแคชบาลานซ์เดิมนั้น ตลาดหลักทรัพย์ฯ จะทำการวิเคราะห์หลักทรัพย์ในรอบ 1 สัปดาห์ ก่อนจะทำการประกาศหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ในวันศุกร์ทุกสัปดาห์หลังตลาดปิดทำการ แต่ในกรณีของมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ท ตลาดหลักทรัพย์สามารถประกาศหลักทรัพย์ที่ต้องติดมาตรการได้ทุกวันหลังตลาดปิดทำการ และหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายเทรดดิงอะเลิร์ทจะต้องถูกซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์เริ่มต้นเป็นระยะเวลา 3 สัปดาห์ อย่างไรก็ตาม มาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทนั้น มีความซับซ้อนในการดำเนินการแก่หลักทรัพย์ที่เข้าข่ายเทรดดิงอะเลิร์ทมากกว่ากรณีมาตรการแคชบาลานซ์เดิม และจากการสอบถามไปยังตลาดหลักทรัพย์โดยตรงของผู้วิจัย พบว่า ทางตลาดหลักทรัพย์ไม่สามารถเปิดเผยกฎเกณฑ์ที่ใช้งานจริงอย่างชัดเจนแก่บุคคลภายนอกได้ ต่างจากในกรณีของมาตรการแคชบาลานซ์ในบทที่ 2 ที่ตลาดหลักทรัพย์ประกาศถึงเกณฑ์การคัดเลือกหลักทรัพย์ที่ชัดเจน เช่น การพิจารณามูลค่าการซื้อ

ขายเฉลี่ย หรืออัตราการซื้อขายหมุนเวียนเฉลี่ย เป็นต้น เพราะฉะนั้นจึงสันนิษฐานเบื้องต้นได้ว่า
เกณฑ์ที่นำมาใช้นั้น ไม่เหมือนกับในกรณีมาตรการแคชบาลานซ์เดิมดังอธิบายในบทที่ 2

นอกจากนั้น จะพบว่า มาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทนี้ยังคงมีการนำหลักทรัพย์ที่ติด
Turnover list เข้ามาพิจารณาร่วมกับเกณฑ์ของเทรดดิงอะเลิร์ทด้วย และหากหลักทรัพย์ใดถูก
ประกาศให้ติด Turnover list และเข้าข่ายเกณฑ์ของเทรดดิงอะเลิร์ท ก็จะถูกดำเนินการโดยการ
ต้องซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์เริ่มต้นเป็นเวลา 6 สัปดาห์ ซึ่งหลักทรัพย์ที่ผ่านจากเกณฑ์ของ
Turnover list มานี้จะถูกประกาศทุกวันศุกร์ในแต่ละสัปดาห์ จึงกล่าวได้ว่าในกรณีข้อ 2) นี้ คือ
มาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ในบทที่ 2 ต่างกันแค่เพียงกฎเกณฑ์ในการ
พิจารณาของตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่มีการประกาศอย่างชัดเจน ทั้งนี้ ตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม
พ.ศ. 2558 เป็นต้นมา พบว่า ทางสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ทำการยกเลิกการ
ประกาศหลักทรัพย์ที่ติด Turnover list แล้ว และคงเหลือไว้เพียงรายชื่อเทรดดิงอะเลิร์ท ที่
ประกาศโดยตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเนื้อหาในบทนี้ครอบคลุมช่วงมาตรการก่อนจะมีการยกเลิก
Turnover list ดังกล่าว

ดังนั้น เพื่อเป็นการศึกษามาตรการที่ทางตลาดหลักทรัพย์ใช้ในการกำกับดูแลการซื้อขาย
ขายหลักทรัพย์ที่ผิดปกติไปจากสภาพตลาดอย่างต่อเนื่อง ผู้วิจัยจึงมีวัตถุประสงค์ในการศึกษา
ประสิทธิผลของมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทเช่นเดียวกับที่ศึกษาในกรณีของมาตรการแคชบา
ลานซ์ โดยในบทนี้จะทำการศึกษาประสิทธิผลของมาตรการเพิ่มเติม โดยวิเคราะห์ทั้ง
ประสิทธิผลต่อหลักทรัพย์บนตลาด SET และตลาด MAI ทั้งนี้ สามารถบ่งชี้วัตถุประสงค์ใน
การศึกษาได้ดังนี้

1) เพื่อศึกษาประสิทธิผลของมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ท ทั้งกรณีหลักทรัพย์ที่ติด
มาตรการในตลาด SET และตลาด MAI โดยทำการวัดประสิทธิผลผ่านมาตรวัด 4 มาตรวัด
ได้แก่ ความผันผวนของราคา อัตราการซื้อขายหมุนเวียน อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ และ
สภาพคล่อง

2) เพื่อศึกษาผลกระทบของมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ท ต่อหลักทรัพย์แต่ละประเภท ใน
เรื่องของขนาด อุตสาหกรรม และระยะเวลาในการติดซ้ำ เพื่อให้ทราบข้อมูลว่ามาตรการ
ดังกล่าวสามารถใช้ได้โดยทั่วไป หรือมีผลโดยเฉพาะเจาะจงกับหลักทรัพย์บางประเภทหรือบาง
กลุ่มหรือไม่

3) เพื่อเปรียบเทียบผลจากการวัดประสิทธิผลของมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ท ระหว่าง
หลักทรัพย์ในตลาด SET และตลาด MAI

3.2 ทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ด้วยเหตุที่ในบทที่ 3 นี้ ยังคงใช้วิธีการศึกษาในแบบเดียวกับบทที่ 2 งานทบทวนวรรณกรรมจึงใช้วรรณกรรมเดียวกัน โดยเมื่อพิจารณารายละเอียดของมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ต จะพบว่า ยังคงมีการใช้วิธีการซื้อขายด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ ซึ่งสอดคล้องกับบทที่ 2 ในส่วนของมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์ และต้องซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์เป็นระยะเวลา 6 สัปดาห์ หากถูกประกาศบน Turonver list ซึ่งสอดคล้องกับบทที่ 2 ในส่วนของมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

3.3 ระเบียบวิธีวิจัย

มาตรการเทรดดิงอะเลิร์ตที่เพิ่งประกาศใช้เมื่อต้นปีที่ผ่านมา ยังคงมีลักษณะคล้ายคลึงกับมาตรการแคชบาลานซ์เดิม โดยทางตลาดหลักทรัพย์จะมีช่วงระยะเวลาหนึ่งในการพิจารณาว่าหลักทรัพย์เข้าข่ายในการติดตามมาตรการหรือไม่ อย่างไรก็ตาม สำหรับมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ตทางตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้ประกาศระยะเวลาในการพิจารณาหลักทรัพย์ที่แน่ชัด ต่างจากกรณีมาตรการแคชบาลานซ์ที่ทางตลาดหลักทรัพย์ใช้กรอบระยะเวลา 1 สัปดาห์ในการพิจารณาพฤติกรรมของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ ด้วยเหตุนี้ผู้วิจัยจึงมีสมมติฐานว่าทางตลาดหลักทรัพย์ ใช้กรอบระยะเวลา 1 สัปดาห์เช่นกัน ในการพิจารณาว่าหลักทรัพย์เข้าเกณฑ์ในการติดตามมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ตหรือไม่ และยังคงใช้ระเบียบวิธีวิจัยแบบ Event Study เช่นเดียวกับในบทที่ 2 เพื่อศึกษาประสิทธิผลของมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ต โดยวัดประสิทธิผลของมาตรการผ่านมาตรวัด 4 มาตรวัด ดังนี้

3.3.1 ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (Volatility)

1) มาตรวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวัน

ใช้สมการของ Parkinson (1980) และ Garman and Klass (1980) ซึ่งคำนวณความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ตามสมการที่ (3.1) และ (3.2) ตามลำดับต่อไปนี้

$$\sigma_{ID,t}^2 = 0.3607 \times \left[\ln\left(\frac{H_t}{L_t}\right) \right]^2 \quad (3.1)$$

โดย $\sigma_{ID,t}^2$ คือ ความผันผวนระหว่างวัน ในวันที่ t และ H_t กับ L_t คือราคาสูงสุดและต่ำสุด ตามลำดับ ในรอบวันที่ t นั้นๆ

$$\sigma_{ID,t}^2 = 0.5(H_t - L_t)^2 - 0.386(C_t - O_t)^2 \quad (3.2)$$

โดย $\sigma_{ID,t}^2$ คือความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวัน ในวันที่ t และ H_t กับ L_t คือราคาสูงสุดและต่ำสุด ตามลำดับ ในรอบวันที่ t นั้นๆ ในขณะที่ C_t และ O_t คือราคาปิดและราคาเปิดของหลักทรัพย์ ตามลำดับ ในรอบวันที่ t นั้นๆ

2) ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวัน

ใช้การคำนวณส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของราคาปิดของหลักทรัพย์รายวัน (Historical Standard Deviation) ตามสมการที่ (3.3) ต่อไปนี้

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (C_t - \bar{C})^2}{T-1}} \quad (3.3)$$

3.3.2 อัตราการซื้อขายหมุนเวียน (Turnover Ratio)

สามารถคำนวณได้ดังสมการที่ (3.4)

$$\% \text{Turnover Ratio} = \frac{\text{จำนวนหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายตลอดวัน (หุ้น)} \times 100\%}{\text{จำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด (หุ้น)}} \quad (3.4)$$

3.3.3 อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (Abnormal Return)

สามารถคำนวณได้จากสมการที่ (3.5)

$$AR_t = R_t - \hat{R}_t \quad (3.5)$$

โดย AR_t คืออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์, R_t คืออัตราผลตอบแทนจริงของหลักทรัพย์ และ \hat{R}_t คืออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถประมาณได้จากแบบจำลองตลาด (market model) นั่นคือ

$$\hat{R}_t = \hat{\alpha} + (\hat{\beta} \times RM_t) \quad (3.6)$$

โดย $\hat{\alpha}$ คือจุดตัดแกน Y และ $\hat{\beta}$ คือความชันของกราฟที่มาจากสมการเส้นตรงที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้น ในช่วงเวลาที่หลักทรัพย์นั้นมีซื้อขายที่ปกติ

3.3.4 สภาพคล่อง (Liquidity)

สามารถวัดผ่านการคำนวณ Proportional Spread ที่สะท้อนถึงสภาพคล่องโดยใช้ข้อมูลของราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายของหลักทรัพย์ ตามสมการการคำนวณต่อไปนี้

$$\text{Proportional Spread} = (\text{ask}_t - \text{bid}_t) / [0.5 \times (\text{ask}_t + \text{bid}_t)] \quad (3.7)$$

โดย ask_t และ bid_t คือราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อของหลักทรัพย์ ณ วันที่ t ตามลำดับ

3.3.5 การทดสอบสมมติฐาน

3.3.5.1 การทดสอบสมมติฐานด้วยวิธี Unpaired t-test

คำนวณด้วยสมการ (3.8) ถึง (3.11) ดังนี้

$$t = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}}} \quad (3.8)$$

โดยสามารถคำนวณส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูลได้โดยใช้สมการที่ (3.9) และ (3.10)

$$s_1^2 = \frac{\sum_{j=1}^{n_1} (\bar{x}_1 - \bar{x}_2)^2}{n_1 - 1} \quad (3.9)$$

$$S_2^2 = \frac{\sum_{j=1}^{n_2} (\bar{x}_1 - \bar{x}_2)^2}{n_2 - 1} \quad (3.10)$$

และสามารถหา degree of freedom ของค่าสถิติได้จากสมการที่ (3.11)

$$df = \frac{\left[\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2} \right]^2}{\frac{(s_1^2/n_1)^2}{n_1 - 1} + \frac{(s_2^2/n_2)^2}{n_2 - 1}} \quad (3.11)$$

โดยในงานวิจัยฉบับนี้ได้ใช้การทดสอบที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

3.3.5.2 การทดสอบสมมติฐานด้วยวิธี Mann-Whitney U test

โดยสามารถคำนวณค่าสถิติได้จากสมการที่ (3.12) และ (3.13) ดังนี้

$$U_1 = n_1 n_2 + \frac{n_1(n_1+1)}{2} - R_1 \quad (3.12)$$

$$U_2 = n_1 n_2 + \frac{n_2(n_2+1)}{2} - R_2 \quad (3.13)$$

โดยค่า n_1 และ n_2 คือ จำนวนของข้อมูลในกลุ่มตัวอย่างที่ 1 และ 2 ตามลำดับ
ค่า R_1 และ R_2 คือ ผลรวมของลำดับในกลุ่มตัวอย่างที่ 1 และ 2 ตามลำดับ โดยวิธี
ของ Mann-Whitney U นั้น เมื่อมีตัวอย่างหลายๆ ตัวอย่างมีลำดับเท่ากัน จะใช้ลำดับเฉลี่ยเป็น
ตัวแทนของตัวอย่างนั้น และทำการเปรียบเทียบกับค่าสถิติวิกฤต (critical value)

3.3.6 ช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาเหตุการณ์

กรอบช่วงระยะเวลาที่ใช้ศึกษาในมาตรการแทรกตั้งอะเลิร์ทนี้ จะคล้ายกับกรอบ
การศึกษามาตรการแคชบาลานซ์ในบทที่ 2 ต่างกันที่มาตรการแทรกตั้งอะเลิร์ทจะไม่มีช่วงปกติ
(normal period) และช่วงวันประกาศ (announcement date) เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์
สามารถประกาศหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแทรกตั้งอะเลิร์ทได้ทุกวัน เพราะฉะนั้นจึงสามารถแบ่ง
ช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาเหตุการณ์ออกได้เป็นดังนี้

1) ช่วงวิเคราะห์ (analytical period)

เป็นช่วงก่อนที่หลักทรัพย์จะถูกประกาศว่าติดมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ท เนื่องจากทางตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้ประกาศกฎเกณฑ์ในการคัดเลือกหลักทรัพย์อย่างแน่ชัด เพราะฉะนั้นช่วงวิเคราะห์จึงเป็นช่วงที่อาจรวมทั้งช่วงที่หลักทรัพย์ซื้อขายแบบปกติ รวมไปถึงช่วงที่เกิดการซื้อขายที่ผิดปกติก่อนที่จะถูกเลือกให้ติดมาตรการ กล่าวคือไม่มีความผันผวนของการซื้อขายตลอดสัปดาห์ หรือแม้จะมีการซื้อขายที่ผันผวน แต่ก็ไม่เข้าเกณฑ์พิจารณาของทาง ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในงานวิจัยชิ้นนี้กำหนดให้มีจำนวน 5 วันทำการ โดยนับย้อนขึ้นไปจากวันที่หลักทรัพย์ถูกประกาศให้ติดมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทจำนวน 5 วัน

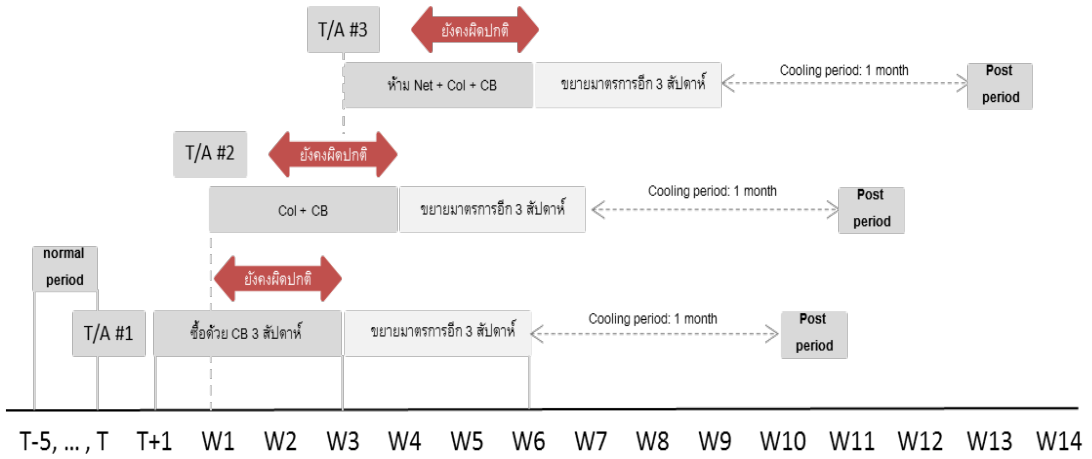
2) ช่วงเหตุการณ์ (event period)

เป็นช่วงที่หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการดำรงอยู่ในมาตรการ ซึ่งโดยปกติถ้าไม่มีวันหยุดระหว่างการติดมาตรการนั้น ระยะเวลาของช่วงเหตุการณ์จะครอบคลุมอย่างน้อย 3 รอบระยะเวลาหรือ 3 สัปดาห์ สำหรับหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทหรืออย่างน้อย 6 สัปดาห์ สำหรับหลักทรัพย์ที่ติด Turnover list อย่างไรก็ตาม หากหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการดังกล่าวยังคงเข้าข่ายกฎเกณฑ์ของเทรดดิงอะเลิร์ท ในขณะที่ติดอยู่ในมาตรการ ก็สามารถถูกบังคับให้ขยายกรอบระยะเวลาการติดมาตรการได้อย่างต่อเนื่องเรื่อยไป จนกว่าจะไม่เข้าข่ายกฎเกณฑ์ของมาตรการ

3) ช่วงหลังเหตุการณ์ (post period)

เป็นช่วงที่หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ ได้ออกจากมาตรการเนื่องจากได้ติดอยู่ในมาตรการครบตามกำหนดเวลาแล้ว ซึ่งในงานวิจัยชิ้นนี้กำหนดให้มีระยะเวลาของช่วงหลังเหตุการณ์เท่ากับ 5 วัน ด้วยเหตุผลเดียวกับการกำหนดระยะเวลาในช่วงปกติ

โดยกรอบการศึกษาทั้ง 3 ช่วงนั้น สามารถสรุปได้ดังภาพที่ 3.1 และ 3.2 ตามลำดับ



ภาพที่ 3.1 สรุปรอบระยะเวลาการศึกษาเหตุการณ์ ในกรณีที่หลักทรัพย์เข้าข่ายเกณฑ์ของเทรดดิ้งอะเลิร์ท

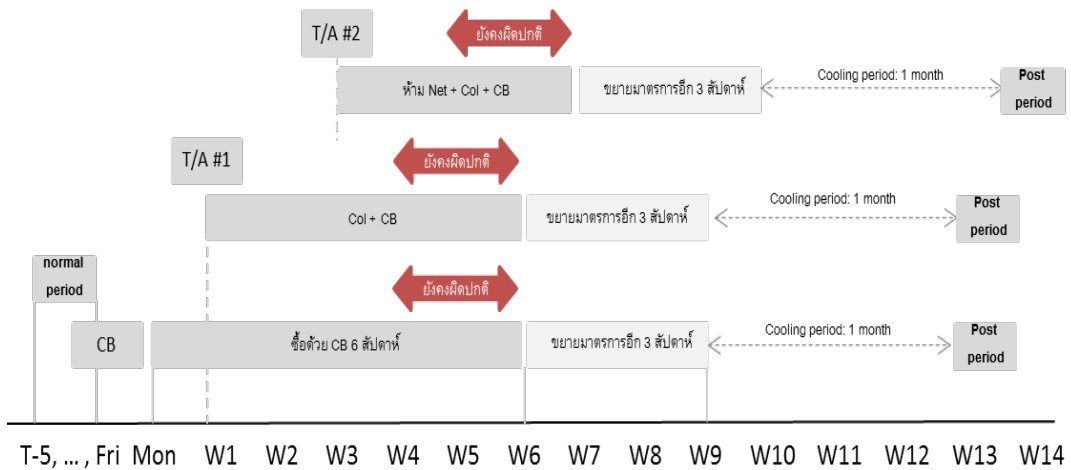
โดย CB คือ ให้ซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์

T/A คือ เทรดดิ้งอะเลิร์ท

Col คือ ห้ามนำหลักทรัพย์มาคำนวณเป็นวงเงินซื้อขาย

Net คือ ห้ามการซื้อขายแบบหักกลบค่าซื้อและค่าขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกัน

W คือ สัปดาห์ที่



ภาพที่ 3.2 สรุปรอบระยะเวลาการศึกษาเหตุการณ์ ในกรณีที่หลักทรัพย์เข้าข่ายเกณฑ์ของ Turnover list และเทรดดิ้งอะเลิร์ท

โดย CB คือ ให้ซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์

T/A คือ เทรดดิ้งอะเลิร์ท

Col คือ ห้ามนำหลักทรัพย์มาคำนวณเป็นวงเงินซื้อขาย

Net คือ ห้ามการซื้อขายแบบหักกลบค่าซื้อและค่าขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกัน

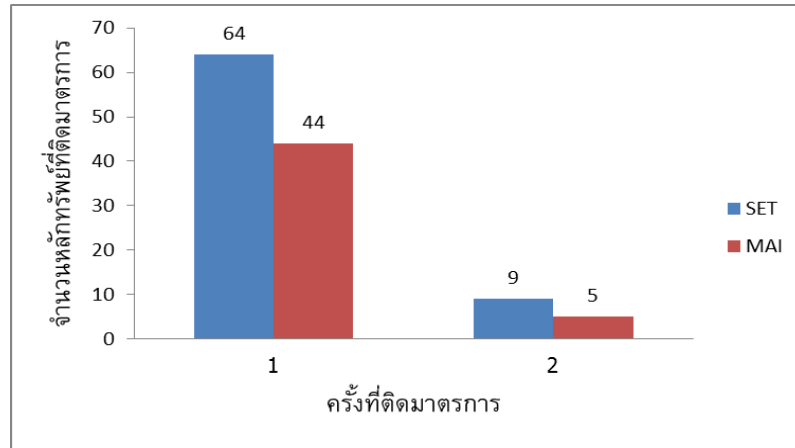
W คือ สัปดาห์ที่

3.4 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและกรอบการศึกษา

สำหรับข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานั้น ทำการเก็บข้อมูลของราคาเปิด ราคาปิด ราคาสูงสุด ราคาต่ำสุด รวมไปถึงอัตราการซื้อขายหมุนเวียน และค่าราคาเสนอซื้อและเสนอขาย ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ทในช่วงตั้งแต่วันที่ 5 มกราคม 2558 จนถึง 30 เมษายน 2558 โดยเก็บข้อมูลทั้งหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการในตลาด SET และตลาด MAI ทั้งนี้ ในบทนี้ได้มีการแบ่งกรอบการศึกษาที่แตกต่างจากบทที่ 2 เนื่องจากธรรมชาติของการประกาศหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการที่แตกต่างกัน โดยสามารถแบ่งกรอบการศึกษาออกได้เป็น 2 ลักษณะ ได้แก่

1) แบ่งตามลำดับครั้งที่หลักทรัพย์ติดมาตรการ

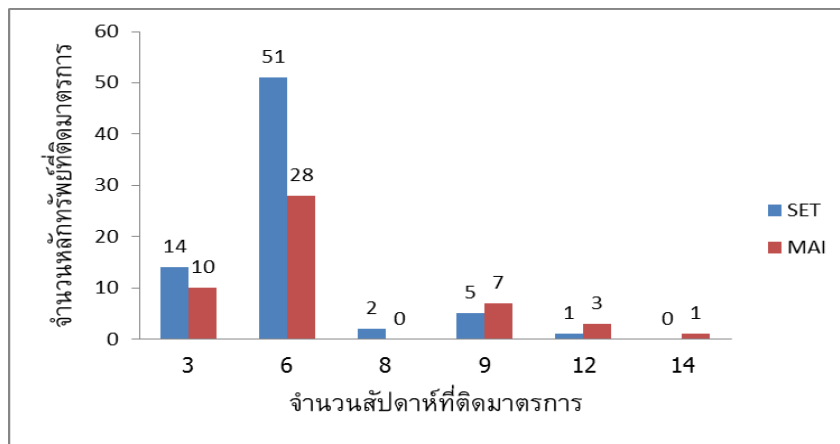
ทั้งนี้ เนื่องจากบทนี้ทำการศึกษาประสิทธิผลของมาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ท ทั้งบนตลาด SET และ MAI จึงสามารถแบ่งลักษณะของข้อมูลได้ว่า บนตลาด SET มีประกาศหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ทใน SET ในช่วงระยะเวลาที่ศึกษาทั้งสิ้น 73 ประกาศ โดยแบ่งเป็นหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ทครั้งที่ 1 จำนวน 64 ประกาศ และหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ทครั้งที่ 2 จำนวน 9 ประกาศ ในขณะที่บนตลาด MAI มีจำนวนประกาศหลักทรัพย์ทั้งสิ้น 49 ประกาศ โดยเป็นประกาศหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งแรกทั้งสิ้น 44 ประกาศ และครั้งที่ 2 จำนวน 5 ประกาศ ดังแสดงในภาพที่ 3.3



ภาพที่ 3.3 จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดตามการแคชบาลานซ์ แยกตามลำดับครั้งที่ติดตามการ
บนตลาด SET และ MAI

2) แบ่งตามจำนวนสัปดาห์ที่หลักทรัพย์ติดตามการ

ในการแบ่งหลักทรัพย์ที่ติดตามการตามจำนวนสัปดาห์นั้น ในกรณีของหลักทรัพย์ที่ติด
บนตลาด SET สามารถแบ่งได้ทั้งสิ้น 5 ช่วง ได้แก่ ติดตามการ 3 สัปดาห์, 6 สัปดาห์, 8
สัปดาห์, 9 สัปดาห์ และ 12 สัปดาห์ ในขณะที่ตลาด MAI สามารถแบ่งได้ทั้งสิ้น 5 ช่วง ได้แก่ ตี
ตามการ 3 สัปดาห์, 6 สัปดาห์, 9 สัปดาห์, 12 สัปดาห์ และ 14 สัปดาห์ โดยมีจำนวนประกาศ
ในแต่ละช่วงเวลาดังแสดงในภาพที่ 3.4



ภาพที่ 3.4 จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดตามการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนสัปดาห์ที่ติด
ตามการบนตลาด SET และ MAI

ในขณะเดียวกันถ้าแบ่งหลักทรัพย์ตามมูลค่าของตลาด ณ วันสุดท้ายที่อยู่ในมาตรการเทียบกับค่ามัธยฐานของมูลค่าทางตลาดของหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาด จะได้ข้อมูลดังแสดงในตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1 จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ทแยกตามตลาดและขนาดของบริษัทจดทะเบียน

กลุ่มอุตสาหกรรม	SET	MAI	รวม
Services	9 (5, 4)	12 (8, 4)	21 (13, 8)
Industrials	10 (2, 8)	9 (4, 5)	19 (6, 13)
Property & Construction	20 (7, 13)	9 (5, 4)	29 (12, 17)
Agro & Food Industry	3 (2, 1)	2 (2, 0)	5 (4, 1)
Technology	2 (0, 2)	1 (1, 0)	3 (1, 2)
Resources	7 (4, 3)	7 (7, 0)	14 (11, 3)
Consumer Products	6 (1, 5)	3 (1, 2)	9 (2, 7)
Financials	7 (2, 5)	1 (1, 0)	8 (3, 5)
รวม	64 (23, 41)	44 (29, 15)	108 (52, 56)

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บ (x, y): x คือจำนวนบริษัทที่อยู่ในบริษัทขนาดใหญ่ และ y คือจำนวนบริษัทที่อยู่ในบริษัทขนาดเล็ก โดยใช้เกณฑ์ของมัธยฐานของมูลค่าของบริษัททุกบริษัทตามตลาด

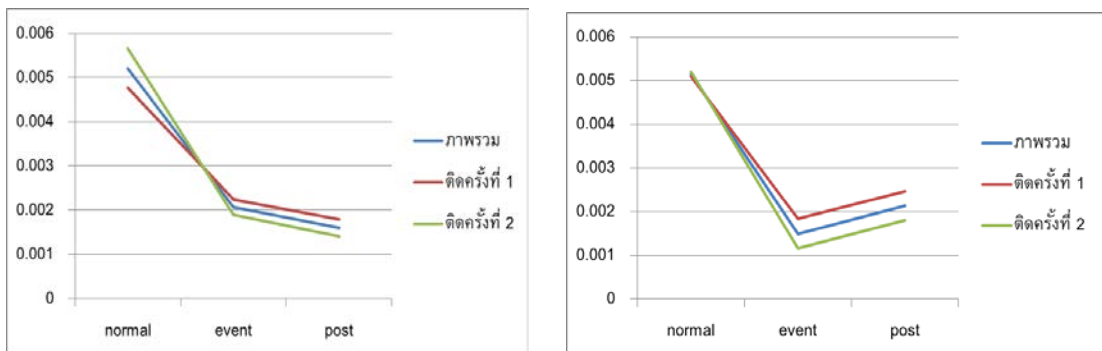
จากตารางที่ 3.1 จะพบว่า ตั้งแต่เริ่มมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทมานั้น มีจำนวนของหลักทรัพย์ในตลาด SET ตีตมากกว่าตลาด MAI แต่ถ้าเปรียบเทียบในแง่สัดส่วนเทียบกับหลักทรัพย์ทั้งตลาด จะพบว่า หลักทรัพย์ในตลาด MAI มีอัตราส่วนการตีตมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทสูงกว่าหลักทรัพย์ในตลาด SET มาก (เนื่องจากมีหลักทรัพย์ในตลาด MAI ไม่ถึง 200 หลักทรัพย์ ในขณะที่มีหลักทรัพย์ในตลาด SET เกือบ 600 หลักทรัพย์) แสดงให้เห็นว่าความผันผวนของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด MAI มีสูงมาก ในแง่ของอุตสาหกรรม พบว่า หลักทรัพย์ที่ตีตมาตรการมากที่สุดในตลาด SET มาจากกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง สินค้าอุตสาหกรรม และบริการ ตามลำดับ ในขณะที่ในตลาด MAI จะมีลำดับคือกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และตามด้วยอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ที่มีปริมาณเท่ากับกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม อย่างไรก็ตาม ถ้าพิจารณาในแง่ของขนาดบริษัทจดทะเบียน ยังคงพบสัดส่วนของบริษัทขนาดใหญ่และขนาดเล็กอย่างละเท่าๆ กัน เช่นเดียวกับในกรณีมาตรการแคชบาลานซ์

ทั้งนี้ สำหรับงานวิจัยในบทที่ 3 นี้ จากข้อมูลในช่วงระยะเวลาที่ศึกษา พบว่า หลักทรัพย์เกือบทั้งหมดทั้งในตลาด SET และ MAI มีการถูกกำกับด้วยมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทในระดับ 1 คือต้องซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์เท่านั้น และพบว่า มีเพียงหลักทรัพย์แค่ 2 หลักทรัพย์ บนตลาด SET และ 1 หลักทรัพย์ บนตลาด MAI ที่ถูกกำกับด้วยมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทในระดับที่ 2 คือต้องซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ และห้ามนำหลักทรัพย์มาคำนวณเป็นวงเงินซื้อขาย จึงตัดหลักทรัพย์ที่ตีตระดับ 2 นั้นออก เนื่องจากมีกลุ่มตัวอย่างน้อย

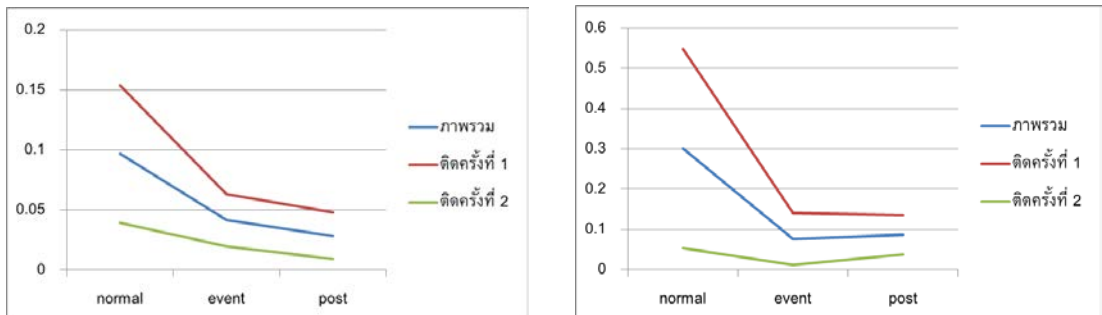
3.5 ผลการศึกษา

3.5.1 แบ่งตามเกณฑ์ลำดับครั้งที่ติดมาตรการ

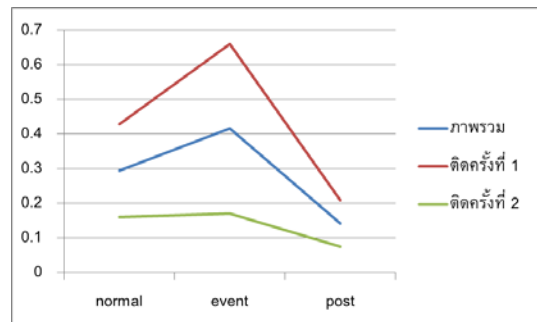
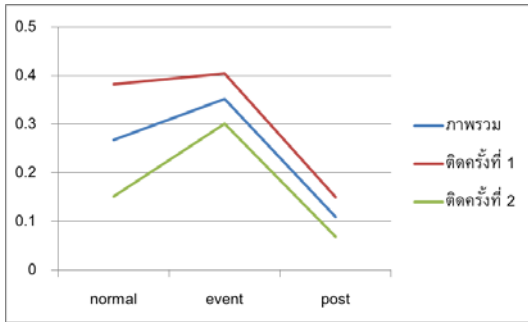
ในช่วงกรอบระยะเวลาที่ศึกษานั้น สามารถทำการหลักทรัพย์ศึกษาหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ทได้สูงสุดเพียง 2 ครั้ง ทั้งในกรณีของหลักทรัพย์บนตลาด SET และ MAI



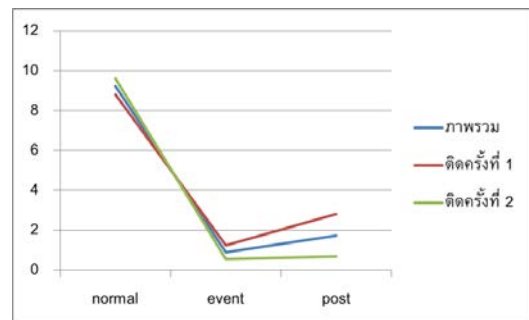
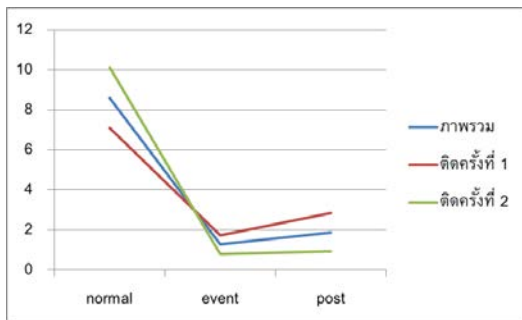
ภาพที่ 3.5 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Parkinson (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด SET และ MAI (SET ช้าย, MAI ขาว)



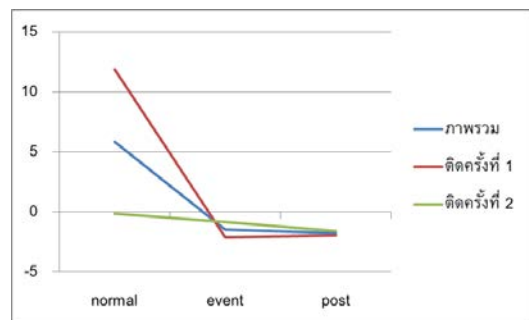
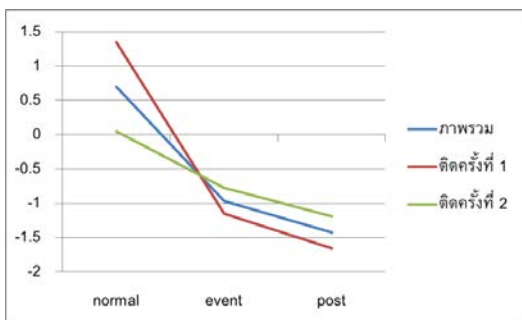
ภาพที่ 3.6 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Garman and Klass (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด SET และ MAI (SET ช้าย, MAI ขาว)



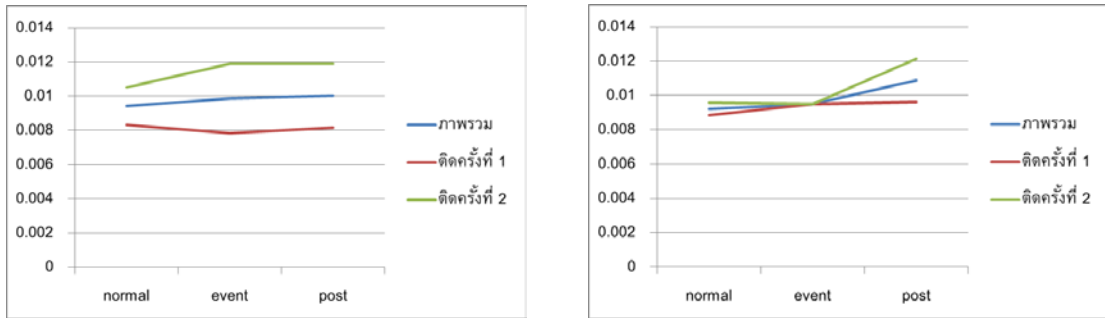
ภาพที่ 3.7 ค่าเฉลี่ยความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด SET และ MAI (SET ซ้าย, MAI ขวา)



ภาพที่ 3.8 ค่าเฉลี่ยอัตราการซื้อขายหมุนเวียน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด SET และ MAI (SET ซ้าย, MAI ขวา)



ภาพที่ 3.9 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ บนตลาด SET และ MAI (SET ซ้าย, MAI ขวา)



ภาพที่ 3.10 ค่าเฉลี่ย Proportional Spread ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับ
ต่างๆ บนตลาด SET และ MAI (SET ช้าย, MAI ขวา)

มาตรวัดความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียน

จากภาพที่ 3.5-3.10 จะเห็นได้ว่าในกรณีของการควบคุมความผันผวนด้านราคาของ
มาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทมีแนวโน้มที่สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาได้ทั้งในตลาด
SET และ MAI โดยสะท้อนจากทั้งมาตรวัด Parkinson (1980) และ Garman and Klass (1980)
ซึ่งโดยเฉลี่ยแล้วช่วงอยู่ในมาตรการจะมีความผันผวนด้านราคาลดลง อย่างไรก็ตามเมื่อออกจาก
มาตรการแล้ว ผลการควบคุมที่ได้ใน 2 ตลาดออกมาแตกต่างกัน โดยในกรณีของตลาด SET
เมื่อออกจากมาตรการแล้ว พบว่า โดยเฉลี่ยหลักทรัพย์จะมีความผันผวนด้านราคาต่ำกว่า
ในช่วงที่ติดมาตรการ แต่ในกรณีของตลาด MAI เมื่อออกจากมาตรการแล้ว หลักทรัพย์โดย
เฉลี่ยจะมีความผันผวนของราคาสูงกว่าในช่วงติดมาตรการ ในขณะที่ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทน
รายวันให้ผลที่สอดคล้องกันทั้ง 2 ตลาด

ส่วนอัตราการซื้อขายหมุนเวียน พบว่า มาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทโดยเฉลี่ยแล้ว
สามารถควบคุมอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ดีทั้งใน 2 ตลาด และให้ภาพที่ออกมาสอดคล้อง
กัน

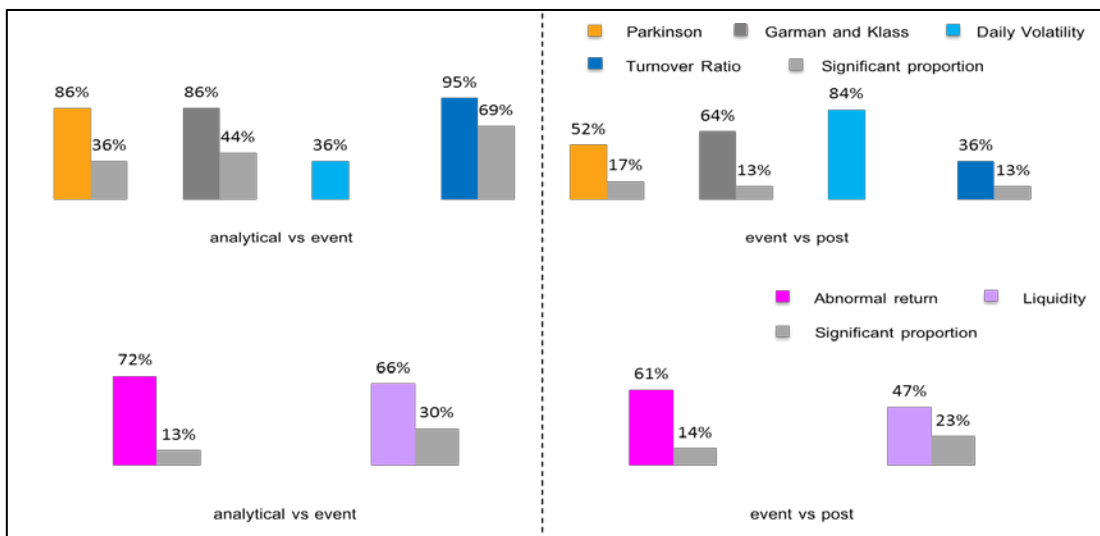
มาตรวัดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินและสภาพคล่อง

ในส่วนของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินและสภาพคล่อง พบว่า ยังคงลดลงเช่นเดียวกับ
มาตรการแคชบาลานซ์ในบทที่ 2 และพบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยแล้วเมื่อติดมาตรการมีค่า
ติดลบ ซึ่งอาจมีผลของการซื้อขายในตลาดโดยรวมและภาวะเศรษฐกิจที่ค่อนข้างตกต่ำในช่วงที่
ทำการศึกษา

ตารางที่ 3.2 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการครั้งที่ 1 บนตลาด SET

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	85.94%	85.94%	35.94% [-]	95.31%	71.88%	34.38%
	[14.06%, 35.94%]	[9.38%, 43.75%]		[37.50%, 68.75%]	[4.69%, 12.50%]	[6.25%, 9.38%]
event-post	51.56%	64.06%	84.38% [-]	35.94%	60.94%	53.13%
	[32.81%, 17.19%]	[28.13%, 12.50%]		[21.88%, 12.50%]	[10.94%, 14.06%]	[12.50%, 15.63%]

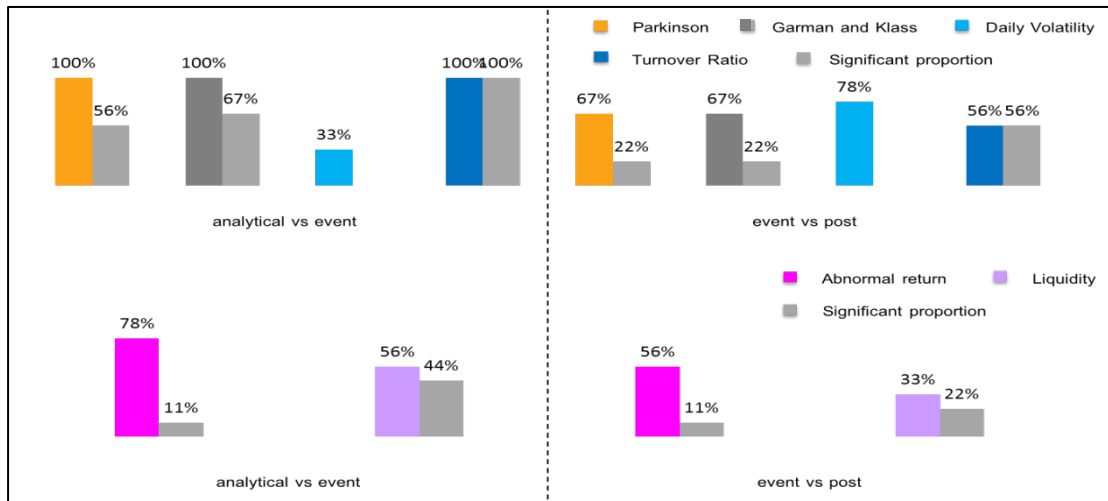
หมายเหตุ: [x, y]; x หมายถึง จำนวนตัวอย่างที่มีค่าเฉลี่ยจาก t-test แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ
ในช่วงความเชื่อมั่น 90%, y หมายถึง จำนวนตัวอย่างที่มีค่าเฉลี่ยจาก Mann-
Whitney U test แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญในช่วงความเชื่อมั่น 90%



ภาพที่ 3.11 กราฟเปรียบเทียบระหว่างช่วงวิเคราะห์ - ช่วงเหตุการณ์ และช่วงเหตุการณ์ -
ช่วงหลังเหตุการณ์ ของทุกมาตรวัด กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 1 บน
ตลาด SET

ตารางที่ 3.3 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการครั้งที่ 2 บนตลาด SET

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-event	100.00%	100.00%	33.33%	100.00%	77.78%	44.44%
	[11.11%, 55.56%]	[11.11%, 66.67%]	[-]	[44.44%, 100.00%]	[0.00%, 11.11%]	[11.11%, 22.22%]
event-post	66.67%	66.67%	77.78%	55.56%	55.56%	66.67%
	[33.33%, 22.22%]	[22.22%, 22.22%]	[-]	[33.33%, 55.56%]	[11.11%, 11.11%]	[33.33%, 33.33%]



ภาพที่ 3.12 กราฟเปรียบเทียบระหว่างช่วงวิเคราะห์ - ช่วงเหตุการณ์ และช่วงเหตุการณ์ - ช่วงหลังเหตุการณ์ ของทุกมาตรวัด กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 2 บนตลาด SET

3.5.1.1 กรณีตลาด SET และหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 1 และ 2

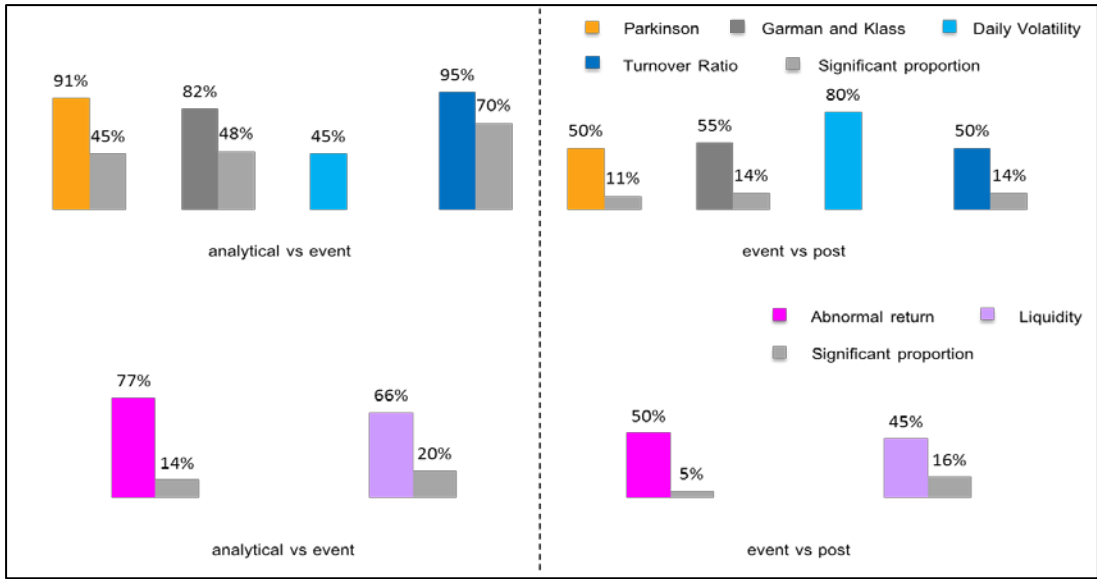
เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบประสิทธิภาพของมาตรการเทรดตั้งอะเลิร์ทที่ติดมาตรการครั้งที่ 1 และ 2 ดังแสดงในตารางที่ 3.2 และ 3.3 และภาพที่ 3.11 และ 3.12 พบว่ามาตรการสามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ดีเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงวิเคราะห์ (ช่วงก่อนเข้ามาตรการ) อย่างไรก็ตาม พบว่า หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 2 สามารถถูกควบคุมความผันผวนด้านราคาได้ดีกว่าหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ

ครั้งแรก (100% เทียบกับ 85.94%) ทั้งในมาตรวัด Parkinson (1980) และ Garman and Klass (1980) และผลจากการทดสอบทางสถิติยังให้เห็นผลที่สอดคล้องกัน กล่าวคือมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่หลักทรัพย์มีค่าเฉลี่ยของทั้งความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียนแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญในส่วนของการติดครั้งที่ 2 สูงกว่าในส่วนของการติดครั้งที่ 1 อย่างไรก็ตาม อาจเป็นเพราะจำนวนหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันมากจึงมีผลต่อผลลัพธ์ที่ได้ กล่าวคือหลักทรัพย์ที่ติดครั้งแรกมีจำนวน 64 หลักทรัพย์ ในขณะที่หลักทรัพย์ที่ติดครั้งที่ 2 มีเพียง 9 หลักทรัพย์

ในด้านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ และสภาพคล่อง ยังเห็นได้ชัดว่ามาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลดลงอย่างชัดเจน แต่ผลจากการทดสอบสมมติฐานยังคงคล้ายคลึงกับบทที่ 2 คือกลุ่มตัวอย่างไม่ได้มีความแตกต่างของค่าเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญมากนัก

ตารางที่ 3.4 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 1 บนตลาด MAI

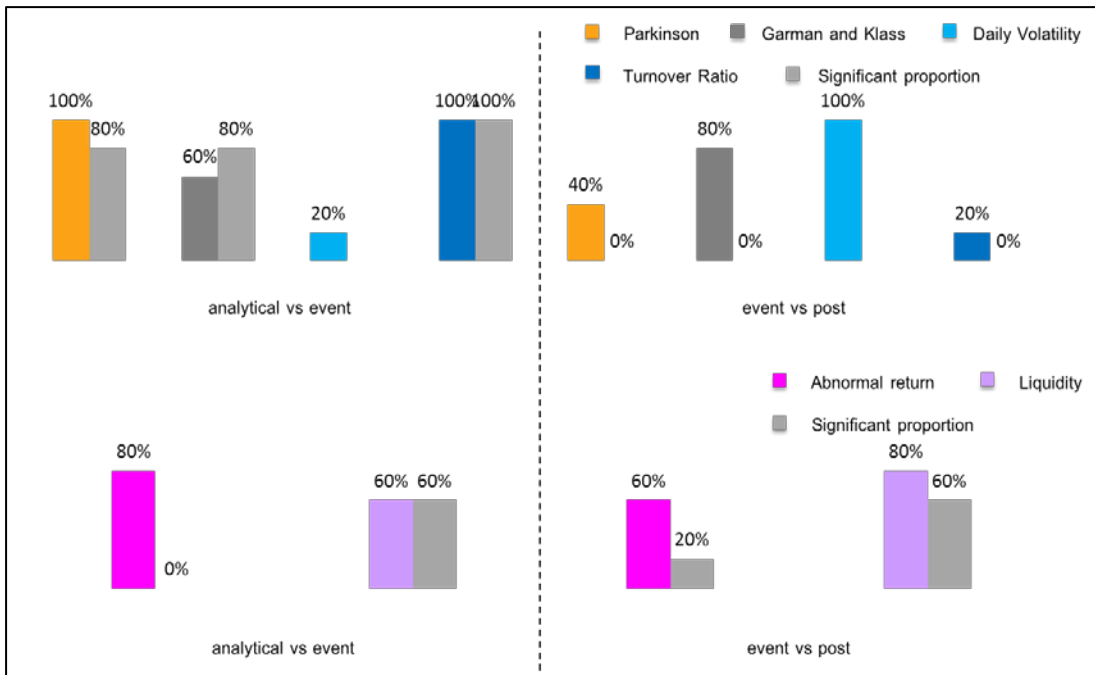
Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-event	90.91% [6.82%, 45.45%]	81.82% [6.82%, 47.73%]	45.45% [-]	95.45% [13.64%, 70.45%]	77.27% [0.00%, 13.64%]	34.09% [4.55%, 6.82%]
event-post	50.00% [20.45%, 11.36%]	54.55% [18.18%, 13.64%]	79.55% [-]	50.00% [18.18%, 13.64%]	50.00% [0.00%, 4.55%]	54.55% [22.73%, 18.18%]



ภาพที่ 3.13 กราฟเปรียบเทียบระหว่างช่วงวิเคราะห์ - ช่วงเหตุการณ์ และช่วงเหตุการณ์ - ช่วงหลังเหตุการณ์ ของทุกมาตรวัด กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 1 บนตลาด MAI

ตารางที่ 3.5 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 2 บนตลาด MAI

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-event	100.00%	60.00%	20.00%	100.00%	80.00%	40.00%
	[0.00%, 80.00%]	[20.00%, 80.00%]	[-]	[60.00%, 100.00%]	[0.00%, 0.00%]	[0.00%, 20.00%]
event-post	40.00%	80.00%	100.00%	20.00%	60.00%	20.00%
	[0.00%, 0.00%]	[0.00%, 0.00%]	[-]	[0.00%, 0.00%]	[0.00%, 20.00%]	[0.00%, 0.00%]

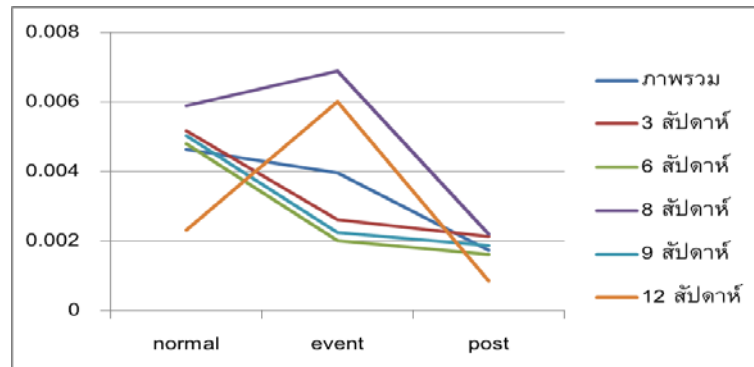


ภาพที่ 3.14 กราฟเปรียบเทียบระหว่างช่วงวิเคราะห์ - ช่วงเหตุการณ์ และช่วงเหตุการณ์ - ช่วงหลังเหตุการณ์ ของทุกมาตรวัด กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 2 บนตลาด MAI

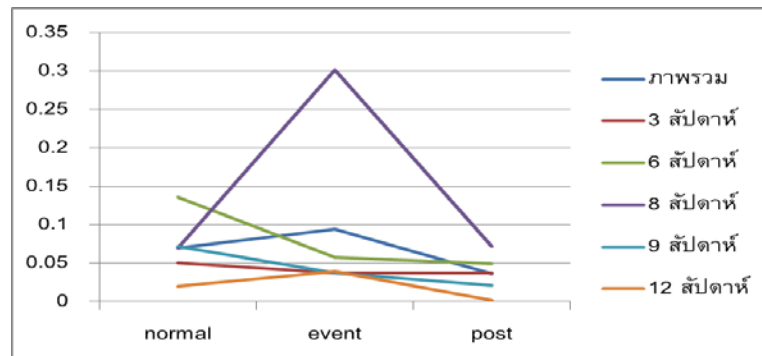
3.5.1.2 กรณีตลาด MAI และหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 1 และ 2

ในกรณีของหลักทรัพย์บนตลาด MAI จากตารางที่ 3.4 – 3.5 และภาพที่ 3.13 – 3.14 ในแง่ของการควบคุมความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียน พบว่า ให้ผลลัพธ์ที่สอดคล้องกับกรณีหลักทรัพย์บนตลาด SET โดยยังสามารถควบคุมมาตรวัดทั้ง 2 ได้ดี และหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 2 ถูกควบคุมได้ดีกว่าหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 1 แต่ยังคงมีผลของจำนวนตัวอย่างในหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 2 ที่มีเพียง 5 หลักทรัพย์ เท่านั้น และผลของการทดสอบทางสถิติค่อนข้างให้ค่าที่แตกต่างกันระหว่างวิธี t-test และ Mann-Whitney U test แต่แนวโน้มของการควบคุมยังคงเหมือนเดิม

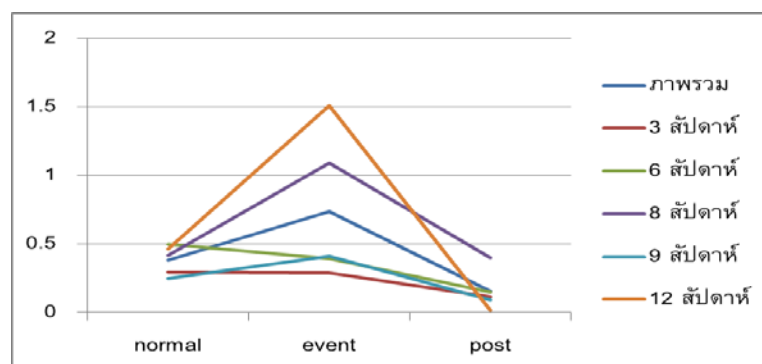
ในด้านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ และสภาพคล่อง พบว่า ให้ผลไม่แตกต่างจากกรณีหลักทรัพย์บนตลาด SET



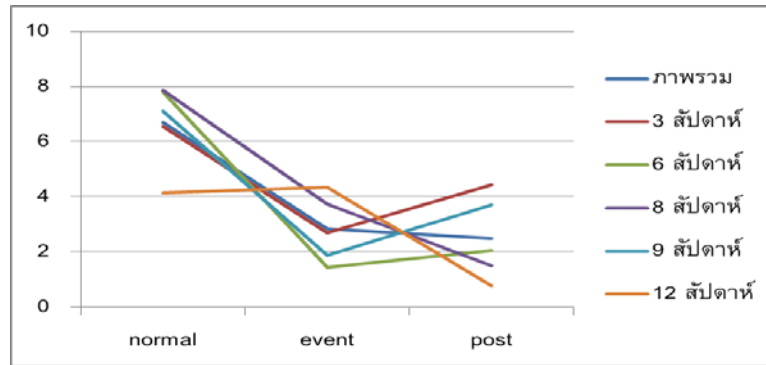
ภาพที่ 3.15 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Parkinson (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการตามจำนวนสัปดาห์ต่างๆ บนตลาด SET



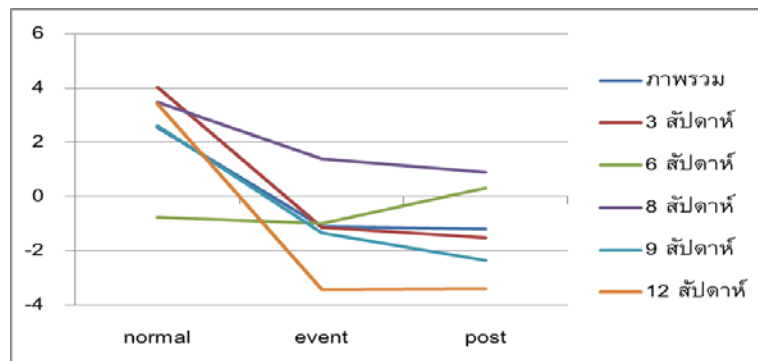
ภาพที่ 3.16 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Garman and Klass (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการตามจำนวนสัปดาห์ต่างๆ บนตลาด SET



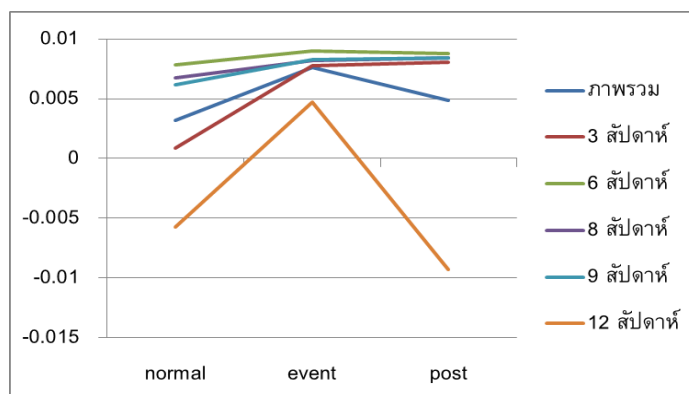
ภาพที่ 3.17 ค่าเฉลี่ยความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการตามจำนวนสัปดาห์ต่างๆ บนตลาด SET



ภาพที่ 3.18 ค่าเฉลี่ยอัตราการซื้อขายหมุนเวียน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการตามจำนวนสัปดาห์ต่างๆ บนตลาด SET



ภาพที่ 3.19 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการตามจำนวนสัปดาห์ต่างๆ บนตลาด SET



ภาพที่ 3.20 ค่าเฉลี่ย Proportional Spread ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการตามจำนวนสัปดาห์ต่างๆ บนตลาด SET

3.5.2 แบ่งตามเกณฑ์จำนวนสัปดาห์ที่หลักทรัพย์ติดมาตรการ

ในส่วนนี้ เป็นส่วนที่ทำการศึกษาเพิ่มเติม เพื่อให้เห็นภาพของประสิทธิผลของมาตรการให้รอบด้านขึ้น อย่างไรก็ตาม ไม่มีการทำการทดสอบสมมติฐานในเกณฑ์การศึกษานี้ ในภาพรวมนั้น จากภาพที่ 3.15 ถึง 3.20 กรณีหลักทรัพย์บนตลาด SET ที่ติดมาตรการแยกตามจำนวนสัปดาห์ตั้งแต่ 3 สัปดาห์ ถึง 12 สัปดาห์ และภาพที่ 3.21 ถึง 3.26 กรณีหลักทรัพย์บนตลาด MAI ที่ติดมาตรการแยกตามจำนวนสัปดาห์ตั้งแต่ 3 สัปดาห์ ถึง 14 สัปดาห์นั้น พบว่า มาตรการเทรดตั้งอะเลิร์ทสามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาได้ดี และสอดคล้องกับการแบ่งตามลำดับครั้งที่ติดมาตรการ โดยในช่วงที่ออกจากมาตรการมาแล้ว พบว่า ความผันผวนด้านราคาโดยเฉลี่ย ยังคงต่ำกว่าช่วงมาตรการและช่วงปกติก่อนเข้ามาตรการ เช่นเดียวกับการควบคุมอัตราการซื้อขายหมุนเวียน

ในด้านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่อง ยังคงลดลง โดยต้องพิจารณาในรายละเอียดต่อไป

ตารางที่ 3.6 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการ 3 สัปดาห์ บนตลาด SET

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	100.00%	78.57%	92.86%	100.00%	100.00%	42.86%
event-post	64.29%	57.14%	78.57%	35.71%	78.57%	64.29%

ตารางที่ 3.7 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการ 6 สัปดาห์ บนตลาด SET

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	90.20%	86.27%	35.29%	98.04%	56.86%	35.29%
event-post	52.94%	56.86%	84.31%	41.18%	21.57%	52.94%

3.5.2.1 กรณีตลาด SET และหลักทรัพย์ติดมาตรการ 3 และ 6 สัปดาห์

จากตารางที่ 3.6 และ 3.7 ในแง่ของมาตรวัดความผันผวนด้านราคา พบว่า โดยเฉลี่ยแล้วมาตรวัด Parkinson (1980) แสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ 3 สัปดาห์ สามารถ

ถูกควบคุมความผันผวนด้านราคาได้ดีกว่ากรณีที่หลักทรัพย์ติดมาตรการ 6 สัปดาห์ แต่จากมาตรวัด Garman and Klass (1980) จะให้ผลตรงกันข้าม อย่างไรก็ตาม ในภาพรวมพบว่า มาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ทยังคงควบคุมความผันผวนด้านราคาได้ดี และยังคงเห็นแนวโน้มที่หลักทรัพย์มีความผันผวนด้านราคาหลังจากออกมาตรการมาแล้ว ต่ำกว่าในช่วงปกติก่อนเข้ามาตรการ ซึ่งแตกต่างจากผลลัพธ์ในบทที่ 2

ในด้านอัตราการซื้อขายหมุนเวียน มากกว่า 95% ของหลักทรัพย์ทั้งหมดยังคงถูกควบคุมด้วยมาตรการได้ดี

ในด้านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ พบว่า ในกรณีหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ 3 สัปดาห์ หลักทรัพย์ทุกตัวให้ผลตอบแทนที่ลดลงทั้งหมด ทั้งในช่วงที่ติดมาตรการ หรือแม้แต่ออกจากมาตรการมาแล้ว อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาหลักทรัพย์ที่ติด 6 สัปดาห์ พบว่า อัตราผลตอบแทนยังคงลดลงในขณะติดมาตรการ แต่ระดับการลดลงมีปริมาณที่ผ่อนลงมาเหลือประมาณครึ่งหนึ่งของหลักทรัพย์ที่ติดทั้งหมด ในส่วนของสภาพคล่อง พบว่า สภาพคล่องลดลงอย่างมากตั้งแต่เข้ามาตรการ อีกทั้งในส่วนของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ 6 สัปดาห์ พบว่า สภาพคล่องหลังจากออกจากมาตรการ ลดลงมากกว่าช่วงอยู่ในมาตรการด้วย โดยสรุปอาจกล่าวได้ว่ามาตรการ 3 สัปดาห์ทำให้มีปริมาณหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงโดยเฉลี่ยมากกว่ามาตรการ 6 สัปดาห์ แต่ในด้านของสภาพคล่อง มาตรการ 3 สัปดาห์ทำให้มีปริมาณหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องลดลงโดยเฉลี่ยน้อยกว่ามาตรการ 6 สัปดาห์ อย่างไรก็ตามไม่ว่าจะเป็นมาตรการ 3 หรือ 6 สัปดาห์ การลดลงของอัตราผลตอบแทนและสภาพคล่อง ที่ลดลงยังคงเป็นข้อด้อยของมาตรการ และลดลงมากตั้งแต่การติดมาตรการเบื้องต้น 3 สัปดาห์

ตารางที่ 3.8 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการ 8 สัปดาห์ บนตลาด SET

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	50.00%	0.00%	0.00%	100.00%	100.00%	0.00%
event-post	100.00%	100.00%	50.00%	100.00%	50.00%	50.00%

ตารางที่ 3.9 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการ 9 สัปดาห์ บนตลาด SET

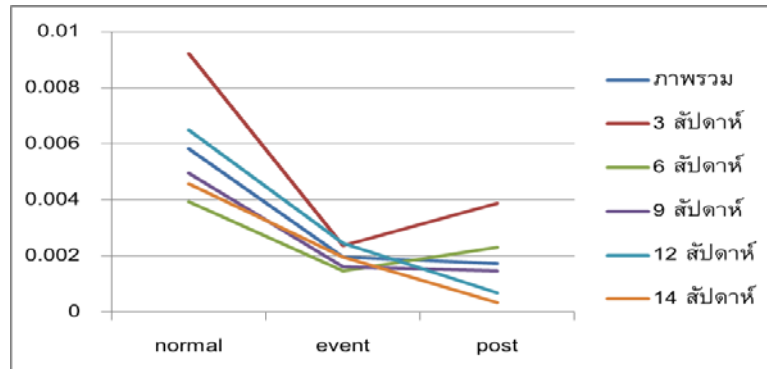
Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	60.00%	60.00%	20.00%	80.00%	100.00%	0.00%
event-post	60.00%	80.00%	100.00%	40.00%	80.00%	40.00%

ตารางที่ 3.10 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการ 12 สัปดาห์ บนตลาด SET

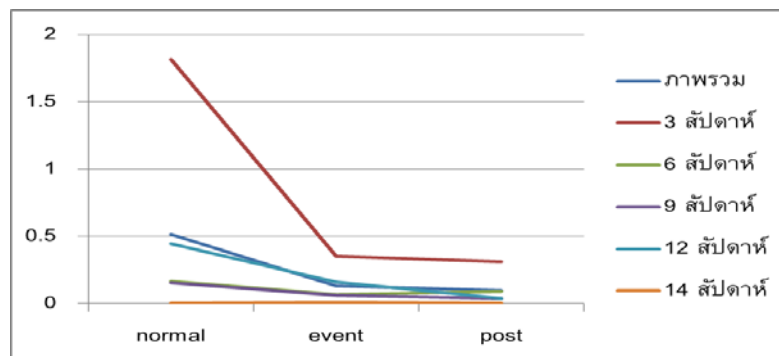
Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%
event-post	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	0.00%	100.00%

1) กรณีตลาด SET และหลักทรัพย์ติดมาตรการมากกว่า 6 สัปดาห์
เนื่องจากหลักทรัพย์บน SET ที่ติดมาตรการ 8, 9 และ 12 สัปดาห์ ตามตาราง
ที่ 3.8 -3.10 นั้น มีจำนวนตัวอย่างเพียงแค่ 2, 5 และ 1 หลักทรัพย์ตามลำดับ จึงไม่สามารถหา
ข้อสรุปได้อย่างแน่ชัด

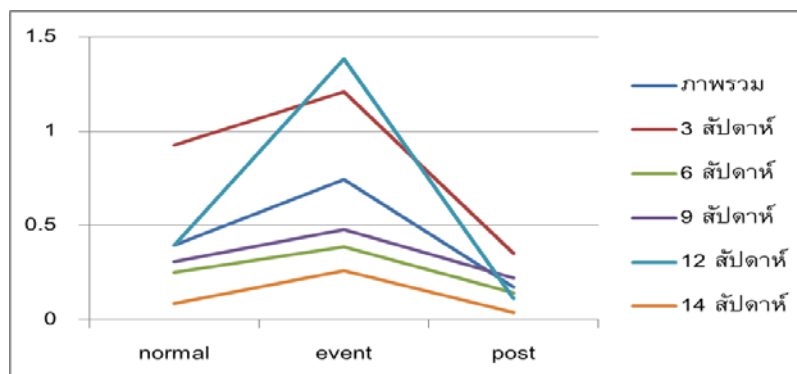
2) กรณีตลาด MAI และหลักทรัพย์ติดมาตรการ 3 และ 6 สัปดาห์
จากภาพ 3.21 – 3.26 และตารางที่ 3.11 – 3.12 พบว่า ทั้งในส่วนของมาตร
วัดความผันผวนด้านราคา อัตราการซื้อหมุนเวียน รวมไปถึงอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและ
สภาพคล่อง ให้ผลเช่นเดียวกับกรณีหลักทรัพย์ที่ติดบนตลาด SET



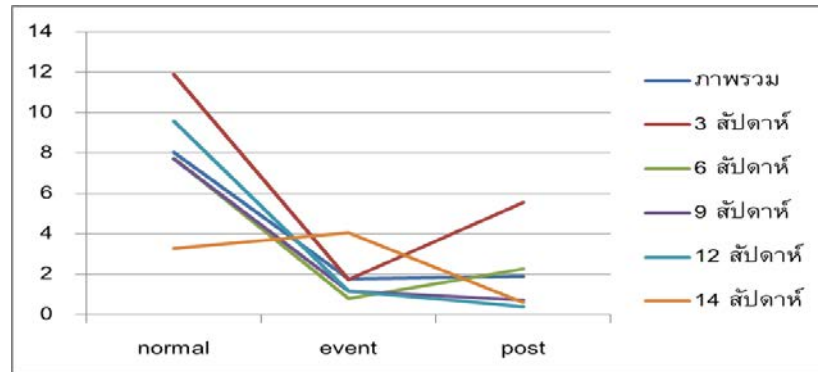
ภาพที่ 3.21 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Parkinson (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการตามจำนวนสัปดาห์ต่างๆ บนตลาด MAI



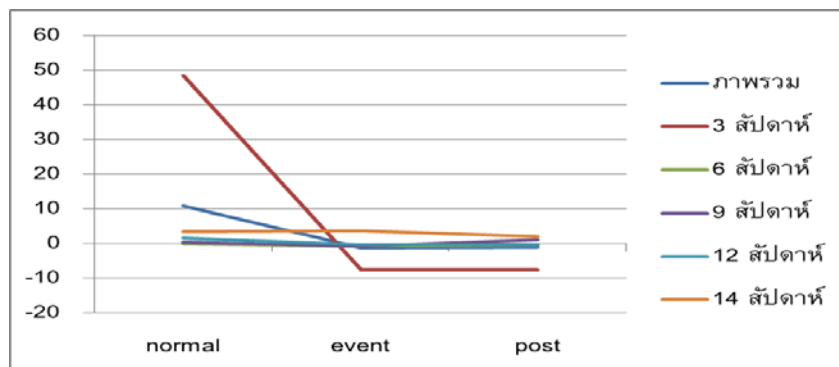
ภาพที่ 3.22 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Garman and Klass (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการตามจำนวนสัปดาห์ต่างๆ บนตลาด MAI



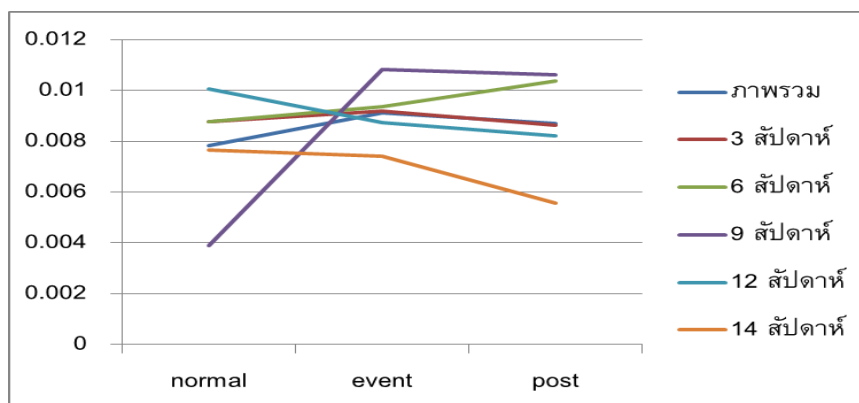
ภาพที่ 3.23 ค่าเฉลี่ยความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการตามจำนวนสัปดาห์ต่างๆ บนตลาด MAI



ภาพที่ 3.24 ค่าเฉลี่ยอัตราการใช้ขายหมุนเวียน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดตามการตามจำนวนสัปดาห์ต่างๆ บนตลาด MAI



ภาพที่ 3.25 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดตามการตามจำนวนสัปดาห์ต่างๆ บนตลาด MAI



ภาพที่ 3.26 ค่าเฉลี่ย Proportional Spread ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดตามการตามจำนวนสัปดาห์ต่างๆ บนตลาด MAI

ตารางที่ 3.11 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการ 3 สัปดาห์ บนตลาด MAI

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-event	90.00%	80.00%	90.00%	100.00%	100.00%	30.00%
event-post	60.00%	60.00%	60.00%	30.00%	40.00%	70.00%

ตารางที่ 3.12 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการ 6 สัปดาห์ บนตลาด MAI

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	89.29%	89.29%	35.71%	96.43%	60.71%	25.00%
event-post	42.86%	46.43%	85.71%	39.29%	50.00%	35.71%

ตารางที่ 3.13 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการ 9 สัปดาห์ บนตลาด MAI

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	100.00%	100.00%	25.00%	100.00%	62.50%	37.50%
event-post	37.50%	50.00%	87.50%	75.00%	37.50%	62.50%

ตารางที่ 3.14 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการ 12 สัปดาห์ บนตลาด MAI

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	100.00%	100.00%	0.00%	100.00%	100.00%	100.00%
event-post	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	50.00%	100.00%

ตารางที่ 3.15 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติด
มาตรการ 14 สัปดาห์ บนตลาด MAI

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
analytical-event	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
event-post	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

2.4) กรณีตลาด MAI และหลักทรัพย์ติดมาตรการมากกว่า 6 สัปดาห์

จากภาพที่ 3.21 – 3.26 และตารางที่ 3.13 – 3.15 เนื่องจากหลักทรัพย์บน MAI ที่ติด
มาตรการ 9, 12 และ 14 สัปดาห์นั้น มีจำนวนตัวอย่างเพียง 7, 3 และ 1 หลักทรัพย์ตามลำดับ
จึงไม่สามารถหาข้อสรุปได้อย่างแน่ชัด อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่หลักทรัพย์ติดมาตรการ 9
สัปดาห์ โดยภาพรวมยังคงให้ผลลัพธ์สอดคล้องกับการติดมาตรการ 3 และ 6 สัปดาห์เช่นกัน

3.6 สรุปผลการศึกษา

มาตรการเทรดดิงอะเลิร์ตั้น เนื่องจากเพิ่งทำการเริ่มใช้มาตั้งแต่ต้น พ.ศ. 2558 ทำให้
จำนวนหลักทรัพย์ที่ถูกติดมาตรการยังคงมีน้อย และพบว่า ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา
หลักทรัพย์เกือบทั้งหมดที่ถูกติดมาตรการเป็นหลักทรัพย์ที่ติดเกณฑ์ระดับเบาของมาตรการ นั้น
คือการถูกให้ซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ ในขณะที่เกณฑ์ในระดับที่เข้มข้น ได้แก่ การห้ามนำ
หลักทรัพย์นั้นมาคำนวณเป็นวงเงินซื้อขาย และห้ามหักกลบค่าซื้อและค่าขายหลักทรัพย์
เดียวกันในวันเดียวกัน รวมไปถึงการพักสั่งหยุดซื้อขายชั่วคราว ยังไม่พบในวิธานิพนธ์ฉบับนี้
ทำให้ยังไม่สามารถสรุปประสิทธิผลของมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ตได้อย่างครอบคลุมทุกเกณฑ์ที่มีใช้

อย่างไรก็ตาม จากข้อมูลที่มี พบว่า แม้ว่าหลักทรัพย์บนตลาด SET ที่ติดมาตรการจะมี
บริษัทขนาดเล็กมากกว่าขนาดใหญ่ แต่ในส่วนของหลักทรัพย์บนตลาด MAI พบว่า มีบริษัทที่มี
ขนาดใหญ่มากกว่าเล็ก อย่างไรก็ตาม เมื่อรวมหลักทรัพย์ทั้งบนตลาด SET และ MAI จะพบว่า
สัดส่วนของหลักทรัพย์ที่เป็นบริษัทขนาดใหญ่และขนาดเล็กมีปริมาณพอๆ กัน นอกจากนี้ เมื่อ
วิเคราะห์กลุ่มอุตสาหกรรมของหลักทรัพย์ที่เข้ามาติดมาตรการ พบว่า ยังคงมีลักษณะคล้ายกับ
มาตรการแคชบาลานซ์เดิม กล่าวคือ หลักทรัพย์ที่มาจากอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และ
ก่อสร้าง ยังคงมีสัดส่วนสูงที่สุด ตามด้วยกลุ่มอุตสาหกรรมบริการและสินค้าอุตสาหกรรม ซึ่ง

แสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมเหล่านี้ เป็นกลุ่มที่ควรได้รับการกำกับดูแลเป็นพิเศษ โดยเกณฑ์ที่มีความหลากหลายของมาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ทนี้ ควรจะสามารถควบคุมความผันผวนของหลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวได้ดีขึ้น ซึ่งอาจต้องรอเพื่อเก็บข้อมูลและกลุ่มตัวอย่างเพิ่มเติมในงานศึกษาต่อไป

ในแง่ประสิทธิผลของมาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ท พบว่า หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการทั้งครั้งที่ 1 และ 2 ของทั้งตลาด SET และ MAI สามารถควบคุมความผันผวนของราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ดี โดยมีลักษณะเช่นเดียวกับมาตรการแคชบาลานซ์ อย่างไรก็ตาม พบว่า ประสิทธิภาพของการควบคุมความผันผวนของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 2 สูงกว่าหลักทรัพย์ที่ติดครั้งที่ 1 ซึ่งอาจมีผลของจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่น้อย ในแง่ของผลกระทบของมาตรการต่ออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่อง แม้ว่าจะยังคงเห็นผลกระทบในเชิงลบต่อมาตรวัดดังกล่าวทั้งหลักทรัพย์จากตลาด SET และ MAI แต่พบว่า ความรุนแรงของผลกระทบน้อยกว่าในกรณีมาตรการแคชบาลานซ์เดิม ซึ่งถือเป็นสัญญาณที่ดีของมาตรการในการควบคุมหลักทรัพย์ที่มีความผันผวน นอกจากนี้ ผลจากการทดสอบสมมติฐานทางสถิติพบว่า สอดคล้องกับมาตรการแคชบาลานซ์เดิม กล่าวคือสัดส่วนที่หลักทรัพย์มีค่าเฉลี่ยของมาตรวัดต่าง ๆ ที่ไม่สูงมาก ยกเว้นกรณีอัตราการซื้อขายหมุนเวียน เป็นตัวบ่งชี้ว่าในอนาคตหลักทรัพย์อาจจะเข้ามาติดมาตรการอีกได้ โดยจะต้องทำการศึกษาต่อไปในอนาคต

สำหรับประสิทธิผลของมาตรการ เมื่อวิเคราะห์ผ่านเกณฑ์จำนวนสัปดาห์ที่หลักทรัพย์เข้ามาติดมาตรการ ในกรณีหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ 3 สัปดาห์ และ 6 สัปดาห์นั้น พบว่า ให้ผลเหมือนกับการแบ่งหลักทรัพย์ด้วยเกณฑ์ลำดับที่ ทั้งนี้ แม้ว่ากรณีที่หลักทรัพย์ติดมาตรการเกิน 6 สัปดาห์ จะยังมีกลุ่มตัวอย่างไม่มากพอในการวิเคราะห์ แต่ก็พบว่า มีหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการมากที่สุดถึง 14 สัปดาห์ แม้ว่าจะเพิ่งเริ่มมีการใช้มาตรการมาก็ตาม ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความพยายามของตลาดหลักทรัพย์ในการขยายระยะเวลาของมาตรการในระดับเดิม แทนที่จะเพิ่มความเข้มข้นของมาตรการไปอีกระดับ เพื่อลดผลกระทบในทางลบที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งผู้วิจัยมีความเห็นส่วนตัวว่าเป็นการแก้ไขข้อด้อยของมาตรการแคชบาลานซ์เดิมได้ดี และส่งผลให้การวิเคราะห์ในปัจจุบันแสดงให้เห็นถึงผลกระทบทางลบที่ลดลงจริง

บทที่ 4

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

4.1 บทสรุป

จากผลการศึกษาทั้งหมด ทั้งในกรณีของการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดในช่วงแรก โดยใช้มาตรการแคชบาลานซ์เพียงอย่างเดียว หรือการใช้มาตรการเทรดดิงอะเลิร์ตตั้งแต่ต้นปี 2558 ที่ผ่านมา สิ่งที่เห็นได้ชัดคือความพยายามเพิ่มประสิทธิภาพของมาตรการในการควบคุมความผันผวนด้านราคา และอัตราการซื้อขายหมุนเวียน เพื่อไม่ให้เกิดความเสียหายแก่นักลงทุน อย่างไรก็ตาม ในอีกแง่มุมหนึ่งที่เกิดขึ้น พบว่า อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ ทั้งกรณีมาตรการเดิม และมาตรการใหม่จะลดลง ซึ่งเป็นผลกระทบที่เกิดขึ้นจากมาตรการ

ข้อสรุปในภาพรวมนั้น พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมที่เข้าข่ายกฎเกณฑ์ทั้งมาตรการแคชบาลานซ์ และมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ตมากที่สุดนั้น ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ซึ่งหลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าว มีปริมาณรวมกันสูงถึง 66% ในกรณีหลักทรัพย์ที่เข้าติดมาตรการแคชบาลานซ์ (ทั้งนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ และนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์) และสูงถึง 92% ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ต เพราะฉะนั้นหากตลาดหลักทรัพย์สามารถหามาตรการที่มีประสิทธิภาพในการควบคุมหุ้นร้อนเหล่านี้ได้โดยตรง จะช่วยลดผลกระทบแก่หลักทรัพย์อื่นๆ ได้ จากการศึกษา พบว่า ขนาดของหลักทรัพย์นั้น ไม่มีผลต่อจำนวนการเข้าข่ายมาตรการ เนื่องจากพบว่า ทั้งมาตรการแคชบาลานซ์ และมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ตที่มีสัดส่วนของหลักทรัพย์ที่เป็นบริษัทขนาดใหญ่จำนวนพอๆ กับหลักทรัพย์ที่เป็นบริษัทขนาดเล็ก เมื่อเทียบกับมัธยฐานของมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ทุกตัวในตลาด

ในกรณีของมาตรการแคชบาลานซ์เดิมในบทที่ 2 ข้อสรุปที่ได้ คือตลาดหลักทรัพย์ไม่จำเป็นที่จะต้องใช้มาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ กับหลักทรัพย์ทุกตัวที่ติดมาตรการ เนื่องจากพบว่า การควบคุมความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียนนั้น มีประสิทธิภาพที่ไม่ได้แตกต่างกันในกรณี 3 สัปดาห์ และ 6 สัปดาห์ ในทางกลับกัน กลับ

พบว่า การใช้มาตรการแคชบาลานซ์ 6 สัปดาห์ กับหลักทรัพย์ทุกตัวเลยนั้น ทำให้เกิดผลกระทบในทางลบต่ออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่องของหลักทรัพย์ซึ่งลดลงโดยไม่จำเป็น และลดลงตั้งแต่การติดตามมาตรการครั้งแรก ตลาดหลักทรัพย์จึงอาจจำเป็นต้องทำการคัดเลือกหลักทรัพย์รายตัวเพื่อติดตามมาตรการ ซึ่งพบว่า มาตรการเทรดดิงอะเลิร์ตสามารถแก้ไขปัญหาตรงนี้ได้ส่วนหนึ่ง ทั้งนี้ จากการวิเคราะห์การทดสอบสมมติฐานของความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วง เป็นเครื่องช่วยยืนยันว่าการที่กลุ่มหลักทรัพย์มีจำนวนที่มีค่าเฉลี่ยของความผันผวนด้านราคาแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญไม่มากนัก เป็นเหตุให้หลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการและออกไปแล้ว กลับมาติดตามมาตรการซ้ำ เพราะมาตรการไม่ได้ควบคุมความผันผวนด้านราคาได้อย่างมีประสิทธิภาพ

โดยในกรณีของมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ตในบทที่ 3 นั้น กฎเกณฑ์ที่ทางตลาดหลักทรัพย์ใช้นั้น ไม่ได้มีแสดงไว้ให้เห็นอย่างชัดเจน แต่ตลาดหลักทรัพย์เลือกใช้วิธีการกำกับโดยใช้วิธีการให้ชื่อหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ทั้ง 2 แบบ กล่าวคือหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการผ่านมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ตโดยตรง จะถูกบังคับให้ต้องซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ 3 สัปดาห์ ในขณะที่หลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการผ่าน Turnover list ของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. มานั้น จะถูกบังคับให้ต้องซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ 6 สัปดาห์ โดยตลาดหลักทรัพย์อาจมีความเห็นว่าหลักทรัพย์ที่ผ่านเกณฑ์ของทาง Turnover list มานั้น มีลักษณะของการซื้อขายที่ผิดไปจากสภาพปกติมากกว่า อย่างไรก็ตาม สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ยุติการประกาศ Turnover list ลงในเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2558 ที่ผ่านมา ทำให้หลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ตปัจจุบันจะต้องถูกซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ 3 สัปดาห์ในเบื้องต้น จากผลการศึกษามาตรการเทรดดิงอะเลิร์ตนั้น จากข้อมูลหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการเพียง 2 ครั้งพบว่า มาตรการสามารถตอบโจทย์การควบคุมความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ดีทีเดียวเกี่ยวกับมาตรการแคชบาลานซ์เดิม และผลการทดสอบทางสถิติไม่ได้มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่มีประเด็นที่น่าสนใจในแง่ผลกระทบทางลบต่อหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการ ที่มีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่องลดลงน้อยกว่าในกรณีมาตรการแคชบาลานซ์เดิม ซึ่งถือเป็นสัญญาณบ่งชี้ต่อการปรับเปลี่ยนกฎเกณฑ์การควบคุมของตลาดหลักทรัพย์

นอกจากนั้น ในบทที่ 3 จากการขยายกรอบการศึกษาเพิ่มเติมนอกเหนือจากตลาด SET ไปยังตลาด MAI ด้วยนั้น พบว่า ลักษณะของหลักทรัพย์ที่เข้าเกณฑ์มาตรการเทรดดิงอะเลิร์ตนั้นไม่ได้แตกต่างกัน อย่างไรก็ตาม พบว่า สัดส่วนของหลักทรัพย์ที่มาจากตลาด MAI นั้น มีสูงกว่าในกรณีตลาด SET เป็นอย่างมาก แสดงให้เห็นถึงความร้อนแรงของการซื้อขายในตลาดเล็ก

เมื่อเปรียบเทียบระหว่างผลการศึกษาในบทที่ 2 และบทที่ 3 มีข้อน่าสังเกตที่พบ กล่าวคือ ยิ่งหลักทรัพย์ติดมาตรการนานเท่าไร ยิ่งทำให้เกิดผลกระทบในทางลบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติและสภาพคล่องมากขึ้นเท่านั้น แม้ว่าความผันผวนด้านราคาและอัตรากำไรซื้อขายหมุนเวียนจะถูกควบคุมได้ก็ตาม ซึ่งการปรับเปลี่ยนนโยบายจากการใช้มาตรการแคชบาลานซ์เดิม มาเป็นมาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทที่มีกฎเกณฑ์ในการควบคุมหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดที่มีรายละเอียดมากขึ้น แสดงให้เห็นถึงความพยายามของตลาดหลักทรัพย์ในการสร้างสมดุลระหว่างประสิทธิผลการควบคุมหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนในการซื้อขายกับผลกระทบในทางลบที่อาจเกิดขึ้น

4.2 ข้อเสนอแนะ

1) ข้อเสนอแนะต่อตลาดหลักทรัพย์

จากการที่ผู้วิจัยได้เคยนำเสนอผลการวิจัยเบื้องต้นต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ ในช่วงที่ใช้มาตรการแคชบาลานซ์อยู่นั้น ประเด็นสำคัญที่สรุปจากผลการวิจัยนั้น อยู่ที่ความไม่เหมาะสมของการใช้มาตรการที่เป็นเกณฑ์เดียวกันกับหลักทรัพย์ทุกตัว (One size fits all) เนื่องจากระดับความผิดไปจากสภาพปกติของหลักทรัพย์เหล่านั้น อาจไม่เท่ากัน ซึ่งข้อเสนอแนะสำคัญคือ ตลาดหลักทรัพย์ฯ ควรเลือกเกณฑ์ที่เหมาะสมกับระดับความร้อนแรงของหลักทรัพย์แต่ละตัว เพื่อลดผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น โดยเฉพาะกับอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่อง และจากการปรับมาตรการกำกับซื้อขายจากแคชบาลานซ์มาเป็นเทรดดิงอะเลิร์ทในปัจจุบันนั้น มีความเหมาะสมมากขึ้นในประเด็นเรื่องความเหมาะสมกับระดับความผิดปกติของหลักทรัพย์ แต่ในเรื่องของความเหมาะสมของเกณฑ์ที่ใช้สำหรับการพิจารณาความผิดปกติของหลักทรัพย์นั้น ไม่สามารถวิเคราะห์ได้แน่ชัด เนื่องจากภายใต้มาตรการเทรดดิงอะเลิร์ทมิได้ระบุแน่ชัดถึงคุณสมบัติของหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายมาตรการ ซึ่งหากมีการเปิดเผยเกณฑ์ที่แน่ชัดอย่าง มาตรการแคชบาลานซ์ จะทำให้นักลงทุนได้รับทราบข้อมูลเกี่ยวกับระดับความร้อนแรงของหลักทรัพย์นั้นๆ ได้ชัดเจนขึ้น

2) ข้อเสนอแนะต่อนักลงทุน

จากผลการศึกษา สามารถแสดงให้เห็นประจักษ์ว่ามาตรการกำกับการดูแลซื้อขายทั้ง มาตรการแคชบาลานซ์และเทรดดิงอะเลิร์ทนั้น มีผลกระทบในทางลบต่ออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่อง เพราะฉะนั้นนักลงทุนควรลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายที่ผันผวนอย่างระมัดระวังเป็นพิเศษ โดยเฉพาะต่อหลักทรัพย์ที่ได้ติดมาตรการมาแล้วหลายครั้ง การซื้อ

ในข่าวลือบางข่าวที่ก่อให้เกิดการซื้อขายที่ผันผวน อาจทำให้เกิดแนวโน้มที่หลักทรัพย์นั้นจะถูกคัดเลือกให้ติดมาตรการเช่นเดียวกัน เนื่องจากปัจจุบันมาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ทได้ขยายการควบคุมกว้างไปถึงการหยุดการซื้อขายชั่วคราว และสามารถประกาศติดมาตรการได้ทุกวันอีกด้วย ซึ่งการบังคับใช้มาตรการดังกล่าวขึ้นอยู่กับพิจารณาของทางตลาดหลักทรัพย์เอง ดังนั้น นักลงทุนที่เชื่อในข่าวลือที่อาจไม่มีมูล อาจไม่มีทางทราบล่วงหน้าว่าหลักทรัพย์จะเข้าข่ายกฎเกณฑ์ของการติดมาตรการหรือไม่ จึงควรศึกษาและวิเคราะห์ข่าวให้ละเอียดรอบคอบก่อนลงทุน

3) ข้อเสนอแนะต่อการศึกษาในครั้งต่อไป

ข้อจำกัดหลักในการศึกษา คือ จำนวนของกลุ่มตัวอย่างที่นำมาพิจารณาในส่วนของมาตรการเทรดดิ้งอะเลิร์ท เนื่องจากมาตรการดังกล่าวเพิ่งเริ่มเมื่อต้น พ.ศ. 2558 จึงทำให้กลุ่มตัวอย่างยังคงจำกัด มิได้ครอบคลุมทุกกรณี หรือทุกระดับของการควบคุม ดังนั้น จึงเป็นที่น่าสนใจว่า เมื่อเวลาผ่านไป โดยมาตรการนี้ได้ถูกนำมาใช้เป็นช่วงระยะเวลาหนึ่งที่น่าพอใจพอสมควรแล้ว จะมีหลักทรัพย์ที่มีความผิดปกติรุนแรง ที่จำเป็นต้องใช้เกณฑ์ขั้นสูงสุดในการกำกับการซื้อขายหรือไม่ ซึ่งหากมีหลักทรัพย์ที่ติดเกณฑ์ขั้นสูงสุดแล้วนั้น จะเป็นโอกาสสำหรับการศึกษาในครั้งต่อไปในการวิเคราะห์ประสิทธิผลของมาตรการในการควบคุมหลักทรัพย์เหล่านั้น

บรรณานุกรม

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. หนังสือเวียนเลขที่ กข.(ว) 2/2556.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. หนังสือเวียนเลขที่ กข.(ว) 3/2557.
- สถณี อาชวานันทกุล. 2553 (3 พฤษภาคม). มาตรการดูแล “หุ้นร้อน”: ตัวอย่าง “เสือกระดาษ” ในตลาดหุ้น. กรุงเทพมหานคร
- Bacha, Obiyathulla I; Rashid, Mohamed Eskandar and Ramlee, Roslily. 2008. The Efficiency of Trading Halts: Emerging Market Evidence. **International Journal of Banking and Finance**. 5(2): Article 7.
- Bhargava, Vivek and Konku, Daniel. 2010. Impact of Elimination of Uptick Rule on Stock Market Volatility. **Journal of Finance and Accountancy**. 3: 1-12.
- Engelen, P.J. and Kabir, R. 2002. **Empirical Evidence of the Role of Trading Suspensions in Dissemination New Information to the Capital Market**. Unpublished Manuscript. University of Antwerp, Belgium.
- Forjan, James and McCorry, Michael S. 1995. Evidence on the Behavior of Bid-Ask Spreads Surrounding Stock Split Announcements. **Journal of Applied Business Research**. 11(4): 97-103.
- Frino, Alex; Lecce, Steven and Segara, Reuben. 2011. The Impact of Trading Halts on Liquidity and Price Volatility: Evidence from the Australian Stock Exchange. **Pacific-Basin Finance Journal**. 19: 298-307.
- Garman, M.B. and Klass, M.J. 1980. On the Estimation of Security Price Volatilities from Historical Data. **Journal of Business**. 53(1): 67-78.
- Parkinson, M. 1980. The Extreme Value Method for Estimating the Variance of the Rate of Return. **Journal of Business**. 53(1): 61-65.
- Sorasart Sukcharoensin; Pariyada Srisopitsawat and Somsak Chuenjit. 2004. Market Liquidity and the Impacts of the Computerized Trading System: Evidence from the Stock Exchange of Thailand. **Investment Management and Financial Innovation**. 4: 36-46.

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ ชื่อสกุล	นายศิริภพ ปภักชนันท์
ประวัติการศึกษา	วิศวกรรมศาสตรบัณฑิต สาขาวิศวกรรมเคมี (เกียรตินิยมอันดับ 2) จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ปีที่สำเร็จการศึกษา พ.ศ. 2555
ตำแหน่งและสถานที่ทำงาน	พ.ศ. 2557 ถึงปัจจุบัน เจ้าหน้าที่นักลงทุนสัมพันธ์ บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) พญาไท กรุงเทพฯ 10400
ผลงานทางวิชาการ	พ.ศ. 2556 รางวัลผลงานวิจัยด้านตลาดทุนระดับดีเด่น สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย