



ประสิทธิผลของการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์  
ระหว่างปี พ.ศ. 2556 – 2558 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

โดย

นายธิษณุ อังคะปัญญาเดช

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2558  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสิทธิผลของการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์  
ระหว่างปี พ.ศ. 2556 – 2558 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

โดย

นายธิษณุ อังคะปัญญาเดช


การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2558  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



EFFECTIVENESS OF CHANGES IN SURVEILLANCE MEASURE  
BETWEEN 2013 - 2015 BY STOCK EXCHANGE OF THAILAND  
AND SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION

BY

MR. THITSANU ANGKAPUNYADECH



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF  
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE  
FINANCIAL MANAGEMENT  
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY  
THAMMASAT UNIVERSITY  
ACADEMIC YEAR 2015  
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นายธิษณุ อังคะปัญญาเดช

เรื่อง

ประสิทธิผลของการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์  
ระหว่างปี พ.ศ. 2556 – 2558 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

30 พ.ค. 2559

เมื่อ วันที่ .....

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ประสิทธิผลของการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระหว่างปี พ.ศ. 2556 – 2558 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
ชื่อผู้เขียน	นายธิษณุ อังคะปัญญาเดช
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2558

### บทคัดย่อ

ตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2558 เป็นต้นมา คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ทำการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์ให้มีความเข้มข้นมากยิ่งขึ้น โดยปรับเพิ่มการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับขึ้นเป็น 3 ระดับจากเดิมเพียง 1 ระดับ

งานวิจัยนี้ได้วิเคราะห์ประสิทธิผลของการเปลี่ยนแปลงมาตรการดังกล่าวต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์, อัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์, ผลตอบแทนที่ผิดปกติ และการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยการใช้สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear Regression)

ผลการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์จะทำให้ลดผลตอบแทนที่ผิดปกติ และลดขนาดของการเปลี่ยนแปลงปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้นผ่านการใช้จ่ายมาตรการ Cash Balance ที่มีมาแต่เดิม แต่ประสิทธิผลต่อการลดความผันผวนราคาหลักทรัพย์รายวัน และอัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ทำได้น้อยลงจากเดิม ขณะที่มาตรการห้ามค่านวณวงเงินซื้อขายที่เพิ่มขึ้นมาภายหลัง ไม่สามารถช่วยลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์, อัตราหมุนเวียน, ผลตอบแทนที่ผิดปกติ และการเปลี่ยนแปลงปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ เช่นเดียวกับ การติดตามมาตรการกำกับหลักทรัพย์ต่อเนื่องก็ไม่ได้ช่วยลดค่าของตัวชี้วัดข้างต้นได้

**คำสำคัญ:** มาตรการกำกับการซื้อขาย

Independent Study Title	EFFECTIVENESS OF CHANGES IN SURVEILLANCE MEASURE BETWEEN 2013 - 2015 BY STOCK EXCHANGE OF THAILAND AND SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION
Author	Mr. Thitsanu Angkapunyadech
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Somchai Supattarakul, Ph.D.
Academic Years	2015

### ABSTRACT

Since January 2015 , Securities and Exchange Commission amended policy in market surveillance measure to intense the capability of measurement by using the additional measures from one to three measures.

This paper analyses the effectiveness of changes in market surveillance measure with stock price volatility, turnover ratio, abnormal return and changes in daily trading volume with multiple linear regression method.

The result of this research found that changes in market surveillance help decreasing in abnormal return and changes in daily trading volume through Cash Balance measure. However, the effectiveness in changes of stock price volatility and turnover ratio are less effective via this measure. In excluded from the credit limit measure isn't effective to any indicators such as price volatility, turnover ratio, abnormal return or changes in daily trading volume, the same way with the number of rounds the stock has met the criteria also not effective from measurement changes.

**Keywords:** Stock Surveillance

## กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาอิสระฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาระดับปริญญาโท สาขาวิชาการบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ในการศึกษาอิสระครั้งนี้จะไม่สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้หากขาดการสนับสนุนและให้ความช่วยเหลือจาก รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล อาจารย์ที่ปรึกษาการศึกษาอิสระ ผู้ให้ความรู้และชี้แนะแนวทางการวิจัย อีกทั้งมอบคำแนะนำอันเป็นประโยชน์ ตลอดช่วงตั้งแต่เริ่มต้นของการทำวิจัย อีกทั้งเป็นอาจารย์ผู้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ในห้องเรียนของผู้ทำวิจัย ซึ่งเป็นประโยชน์กับตัวผู้วิจัยในการทำงานในภาคหน้า

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์ ซึ่งเป็นกรรมการในการพิจารณาการศึกษาอิสระฉบับนี้ ที่ได้ให้ข้อเสนอแนะ รวมทั้งให้ข้อคิดเห็นในงานวิจัยและการนำเสนอ อันเกิดประโยชน์กับผู้วิจัย

และ ขอขอบพระคุณ คณาจารย์ทุกท่าน ที่ได้ถ่ายทอดความรู้ให้ผู้ทำวิจัย ผู้ซึ่งถ่ายทอดองค์ความรู้ และประสบการณ์ที่เป็นประโยชน์ อันเป็นบ่อเกิดของผลงานการศึกษาอิสระฉบับนี้ พร้อมทั้งเสริมสร้างและสั่งสอนให้ผู้วิจัย มีจริยธรรมทั้งในการทำงานและการใช้ชีวิตในสังคม

สุดท้ายนี้ ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณ บิดา มารดา ผู้เลี้ยงดู อบรม อีกทั้งให้คำปรึกษากับผู้วิจัยมาเป็นอย่างดีตลอดเวลาที่ผ่านมา อีกทั้งขอบคุณสำหรับกำลังใจของบุคคลในครอบครัว เพื่อน และผู้ร่วมงานของผู้ทำวิจัย ที่ทำให้ผู้วิจัยสามารถผ่านอุปสรรคต่างๆตลอดช่วงเวลาที่ผ่านมา

นายธิษณู อังคะปัญญาเดช

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
สารบัญแผนภูมิ	(7)
รายการสัญลักษณ์และคำย่อ	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	4
1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
1.4 คำถามของการศึกษา	4
1.5 ขอบเขตของการศึกษา	4
1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในการศึกษา	5
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	6
2.2 งานศึกษาที่เกี่ยวข้อง	9



บทที่ 3 วิธีการวิจัย	14
3.1 ข้อมูลและแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	14
3.2 วิธีการวิจัย	14
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	20
4.1 ผลการศึกษาการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น	20
4.2 ผลการศึกษาการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณต่อตัวแปรสำคัญ เพื่อทดสอบประสิทธิผลของการกำกับการขายหลักทรัพย์โดยรวม	22
4.3 ผลการศึกษาการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณต่อตัวแปรสำคัญ เพื่อทดสอบประสิทธิผลของการกำกับการขายหลักทรัพย์ แบ่งตามช่วงก่อนและหลังการแก้ไขมาตรการกำกับ	25
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	29
5.1 สรุปผลการวิจัย	29
5.2 ประโยชน์ที่ได้รับ	30
5.3 ข้อจำกัดของงานวิจัย	31
5.4 งานวิจัยต่อเนื่อง	32
รายการอ้างอิง	33
ประวัติผู้เขียน	35

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1.1	1
2.1	8
4.1	20
4.2	20
4.3	21
4.4	22
4.5	23
4.6	26

## สารบัญแผนภูมิ

### แผนภูมิที่

- |     |   |    |
|-----|---|----|
| 1.1 | จำนวนหลักทรัพย์ที่เข้าเกณฑ์มาตรการบังคับซื้อขาย<br>ด้วยบัญชี Cash Balance หรือมาตรการจำกัดการซื้อขายระดับที่สูงกว่า | 3  |
| 4.1 | จำนวนครั้งของการติดตามการกำกับหลักทรัพย์ต่อเนื้อที่ใช้เป็นข้อมูล<br>สำหรับการศึกษาของกลุ่มหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญ | 21 |



## รายการสัญลักษณ์และคำย่อ

สัญลักษณ์/คำย่อ	คำเต็ม/คำจำกัดความ
ก.ล.ต.	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
ตลาดหลักทรัพย์	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
SET	Stock Exchange of Thailand หรือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
mai	Market for Alternative Investment หรือ ตลาด เอ็ม เอ ไอ
มาตรการ Cash Balance	มาตรการบังคับให้ทำการซื้อขายเฉพาะในบัญชีแคชบาลานซ์ หรือบัญชีที่ต้องดำเนินการชำระการซื้อขายด้วยเงินสด
Turnover List	รายชื่อหลักทรัพย์ที่มีอัตราหมุนเวียนการซื้อขายเฉลี่ยรายวันสูงมากเกินปกติ ตามเกณฑ์ที่ ก.ล.ต. กำหนดไว้
Trading Alert List	รายชื่อหลักทรัพย์ที่มีระดับราคาและปริมาณการซื้อขายเปลี่ยนแปลงไปมากจากช่วงก่อนหน้า และอยู่ระหว่างชี้แจงข้อมูล

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การซื้อขายในปริมาณและมูลค่าที่ผิดปกติหรือพฤติกรรมการซื้อขายที่ผิดจากมูลค่าที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ชนิดใด ๆ นั้นเกิดขึ้นมาเป็นเวลานานแล้วในหลายประเทศ นักลงทุนรายย่อยจำนวนมากมีพฤติกรรมเข้าซื้อหลักทรัพย์จากพฤติกรรมเลียนแบบ (Herding Behavior) หรือเข้าซื้อตามเมื่อเห็นมูลค่าการซื้อขายเกิดขึ้นจำนวนมากๆ ทำให้มีโอกาสจะได้หลักทรัพย์ในราคาที่สูงกว่านักลงทุนบางรายและมีแนวโน้มจะขาดทุนหรือได้กำไรน้อย ผู้มีหน้าที่ดูแลกำกับตลาดหลักทรัพย์จึงพยายามออกกฎควบคุมและป้องกันเหตุการณ์ดังกล่าวไม่ให้นักลงทุนรายย่อยถูกเอาเปรียบ

งานชิ้นนี้มุ่งศึกษาในส่วนของประสิทธิภาพและผลกระทบจากมาตรการกำกับการซื้อขาย ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ที่ใช้กับหุ้นสามัญ ที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) โดยครอบคลุมทั้งในตลาดทั้ง SET และ mai (Market for Alternative Investment)

ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ หรือ mai คือตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยแห่งที่สอง ทำหน้าที่เป็นตัวกลางของการระดมเงินลงทุน เช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) แต่ผ่อนคลายนกเกณฑ์ในการเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ให้ง่ายมากยิ่งขึ้น เพื่อช่วยเหลือให้บริษัทที่มีศักยภาพสามารถเข้ามาระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ แต่การอนุญาตให้หลักทรัพย์ขนาดเล็กเข้ามาในตลาดเป็นจำนวนมากก็มีความเสี่ยงในความผันผวนของราคาสูงมากขึ้นเนื่องด้วยมี Market Capitalization ที่เล็กกว่า และความเข้มข้นของกฎเกณฑ์ต่อการดำเนินงานของบริษัทที่เข้าทำการซื้อขายนั้นอ่อนกว่าหลักทรัพย์ที่อยู่ใน SET จึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจที่ ก.ล.ต. ต้องเพิ่มบทบาทในการกำกับดูแลให้เข้มงวดยิ่งขึ้น ซึ่งหลักเกณฑ์แตกต่างกันระหว่างตลาดหลักทรัพย์ทั้งสองเป็นดังตารางที่ 1.1

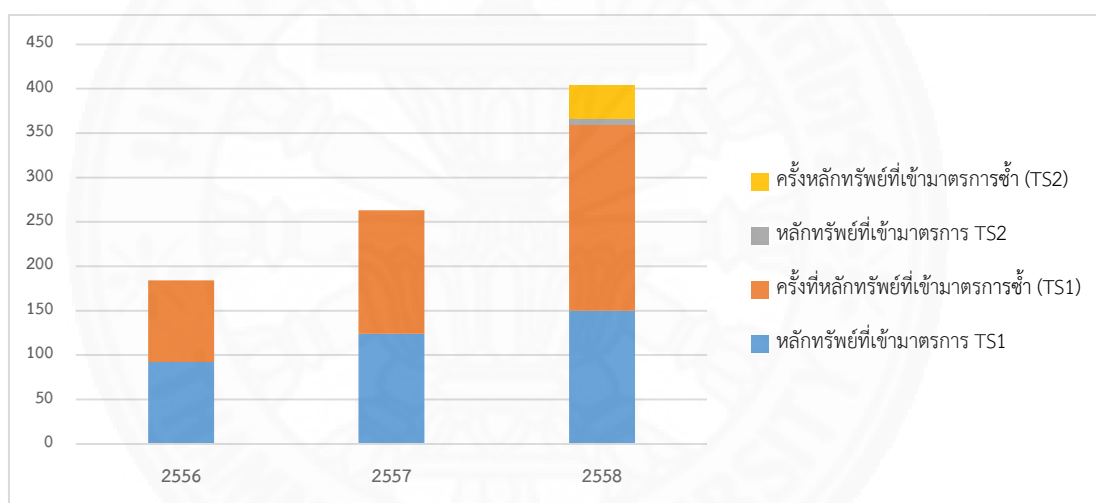
ตารางที่ 1.1 เกณฑ์ในการยื่นจดทะเบียนเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ SET และ mai

	ตลาดหลักทรัพย์ SET	ตลาดหลักทรัพย์ mai
ทุนชำระแล้วและส่วนของผู้ถือหุ้น	ไม่น้อยกว่า 300 ล้านบาท	ไม่น้อยกว่า 20 ล้านบาท
ผลการดำเนินงานต่อเนื่อง	มีไม่ต่ำกว่า 3 ปี ภายใต้การจัดการของผู้บริหารส่วนใหญ่กลุ่มเดียวกันอย่างน้อย 1 ปี	มีไม่ต่ำกว่า 2 ปี ภายใต้การจัดการของผู้บริหารส่วนใหญ่กลุ่มเดียวกันอย่างน้อย 1 ปี
ผลประกอบการ	<ul style="list-style-type: none"> <li>- มีกำไรสุทธิในระยะเวลา 2 หรือ 3 ปีก่อนยื่นคำขอรวมกันไม่น้อยกว่า 50 ล้านบาท</li> <li>- ปีล่าสุดมีกำไรไม่น้อยกว่า 30 ล้านบาท</li> <li>- มีกำไรในงวดสะสมของปีที่ยื่นคำขอ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- มีกำไรสุทธิในปีก่อนยื่นคำขอ</li> <li>- มีกำไรในงวดสะสมของปีที่ยื่นคำขอ</li> <li>- หากมีผลดำเนินงานเพียง 1 ปี ต้องมีมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์เกิน 1,000 ล้านบาท</li> </ul>
จำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อย	ไม่น้อยกว่า 1,000 ราย	ไม่น้อยกว่า 300 ราย
อัตราส่วนการถือหุ้น	ไม่น้อยกว่า 25% (20%) ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว ในกรณีทุนจดทะเบียนน้อยกว่า (มากกว่า) 3,000 ล้านบาท	ไม่น้อยกว่า 20% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว

ตลาดหลักทรัพย์เริ่มมีมาตรการกำกับการซื้อขายมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 เพื่อแก้ไขหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายที่ผิดปกติ และป้องกันนักลงทุนขาดทุนอย่างรุนแรงจากการเก็งกำไรในหลักทรัพย์ดังกล่าว ซึ่งเป็นมาตรการห้ามซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะหักกลบราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในวันเดียวกัน (Net Settlement) และมาตรการห้ามสมาชิกให้ลูกค้ากู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์ (Margin Trading) เป็นการควบคุมภายใต้ดุลยพินิจของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ เมื่อระยะเวลาผ่านไปกว่า 7 ปี มาตรการก็ถูกปรับเปลี่ยน โดยตลาดหลักทรัพย์ให้เหตุผลว่าบรรลุดจุดประสงค์ของมาตรการแล้ว ที่ได้ช่วยลดความผันผวนของราคา แต่มาตรการยังมีช่องเปิดโอกาสให้กับมีผู้เข้ามาเก็งกำไรขณะที่หลักทรัพย์มีการซื้อที่ผิดปกติได้ และไม่มีเกณฑ์ในการคัดเลือกเข้ากำกับอย่างชัดเจน จึงต้องมีการปรับเปลี่ยนให้เหมาะสม ต่อมาจึงใช้มาตรการใหม่มาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ซึ่งเป็นลักษณะของการกำหนดให้หลักทรัพย์ที่เข้าข่ายมาตรการกำกับนี้ต้องทำการซื้อผ่านบัญชีแคชบาลานซ์ (Cash

Balance) เท่านั้น และมาตรการนี้ถูกปรับปรุงแก้ไขอีกเล็กน้อย แต่ละครึ่งเป็นการเปลี่ยนแปลงในระดับที่ไม่รุนแรงและไม่ได้เปลี่ยนแปลงหลักการสำคัญของมาตรการนี้ การใช้มาตรการกำกับดังกล่าวนี้เพราะตลาดหลักทรัพย์สังเกตเห็นว่าหลักทรัพย์บางรายการมีการเก็งกำไรหรือการเข้าซื้อในปริมาณที่ผิดปกติ และมีการตั้งราคาผิดไปจากพื้นฐานมาก

เกณฑ์ในการกำหนดหลักทรัพย์ที่เข้าข่าย Turnover List ต้องจัดส่งรายงานกับ ก.ล.ต. มีการเปลี่ยนแปลงเมื่อวันที่ 5 มกราคม พ.ศ. 2558 ที่เดิมมีการประกาศอย่างชัดเจน ทำให้สามารถคาดการณ์ล่วงหน้าได้ง่าย เปลี่ยนเป็นการไม่แจ้งเกณฑ์การเข้าข่ายที่จะประกาศเฉพาะชื่อหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายเท่านั้น ซึ่งเบื้องต้นพบข้อมูลจำนวนครั้งที่หลักทรัพย์เข้ามาตรการกำกับการซื้อขาย (TS) ตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2556 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2558 มีหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายมาตรการกำกับการซื้อขายนี้เป็นจำนวนดังต่อไปนี้



แผนภูมิที่ 1.1 จำนวนหลักทรัพย์ที่เข้าเกณฑ์มาตรการบังคับซื้อขายด้วยบัญชี Cash Balance หรือมาตรการกำกับการซื้อขายระดับที่สูงกว่า

พบว่าจำนวนหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญที่เข้ามาตรการกำกับมีจำนวนมากขึ้นอย่างเห็นได้ชัด และเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง จนถึงปี พ.ศ. 2558 ที่มีการเปลี่ยนแปลงเกณฑ์ในการเลือกหลักทรัพย์เข้ามาตรการกำกับหลักทรัพย์ อีกทั้งจำนวนครั้งที่หุ้นสามัญที่เข้ามาตรการกำกับซ้ำกลับมีจำนวนเพิ่มขึ้นมาก เป็นเรื่องที่น่าสนใจว่าการเข้ามาตรการกำกับบ่อยครั้งนั้นช่วยแก้ปัญหาหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดจากสภาพตลาด และมีความผันผวนของราคาที่รุนแรงได้หรือไม่

งานศึกษาชิ้นนี้จึงมุ่งสนใจเกี่ยวกับประสิทธิผลของการบังคับใช้มาตรการนี้ทั้งในปัจจุบันและช่วงก่อนหน้ามีการปรับปรุงกฎเกณฑ์ของหลักทรัพย์ที่จะต้องเข้ามาตรการกำกับการซื้อขายในเชิง

เปรียบเทียบถึงขนาดและนัยสำคัญทางสถิติของผลกระทบ เพื่อให้ผู้อ่านได้เข้าใจและเห็นภาพของผลกระทบจากมาตรการที่ใช้ของตลาดหลักทรัพย์

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อทดสอบประสิทธิผลของมาตรการกำกับการซื้อขายที่บังคับใช้โดย ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ก่อนการปรับแก้ไขนโยบาย และภายหลังการเปลี่ยนแปลงแก้ไขเกณฑ์ของนโยบาย ที่ส่งผลต่อความผันผวนของราคา อัตราหมุนเวียนการซื้อขาย ปริมาณการซื้อขาย และราคาของการซื้อขายหุ้นในกระดานหลักของตลาด SET และ mai

## 1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษาชิ้นนี้มุ่งประโยชน์จะช่วยให้นักลงทุนเพิ่มความเข้าใจถึงผลกระทบจากมาตรการกำกับการซื้อขายของ ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์มากยิ่งขึ้น และนำผลที่ได้มาตัดสินใจในการเลือกลงทุนหรือหลีกเลี่ยงการลงทุนในหลักทรัพย์ที่อยู่ในมาตรการกำกับการซื้อขายผ่านการประกาศ Trading Alert List หรือ Turnover List อีกทั้งเป็นงานวิจัยเพื่อพิสูจน์ถึงประสิทธิผลของการใช้มาตรการของหน่วยงานกำกับดูแล เป็นความรู้สำหรับนักลงทุนที่ยังขาดความเข้าใจในมาตรการดังกล่าว พร้อมกับเป็นข้อมูลในการพิจารณาปรับปรุงนโยบายของฝ่ายกำกับการซื้อขายในภายภาคหน้า

## 1.4 คำถามของการศึกษา

1. มาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ของ ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ในปัจจุบันบรรลุผลตามวัตถุประสงค์หรือไม่
2. มาตรการกำกับการซื้อขายก่อนและหลังการเปลี่ยนแปลงเกณฑ์การคำนวณ Turnover List และบังคับใช้มาตรการกำกับเป็น 3 ระดับทำให้บรรลุวัตถุประสงค์ของการกำกับหลักทรัพย์ดีขึ้นหรือไม่



## 1.5 ขอบเขตของการศึกษา

กลุ่มหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญ ในตลาดหลักทรัพย์ SET และ mai ที่อยู่ในรายการหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ที่จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระยะเวลาตั้งแต่เดือน กันยายน พ.ศ. 2556 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2558

## 1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในการศึกษา

**Trading Alert List** หมายถึง ประกาศของตลาดหลักทรัพย์ เกี่ยวกับรายชื่อของหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายที่ผิดปกติ ให้บริษัทนั้นๆ ต้องส่งเอกสารชี้แจงเกี่ยวกับความผิดปกติดังกล่าว และเข้ามาตรการกำกับการซื้อขาย

**Turnover List** หมายถึง ประกาศของ ก.ล.ต. เกี่ยวกับรายชื่อของหลักทรัพย์ที่มีอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายสูงผิดปกติ เข้าเกณฑ์ที่ ก.ล.ต. กำหนดไว้ ซึ่งต้องเข้ามาตรการกำกับการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์เช่นกัน

**มาตรการกำกับการซื้อขาย** หมายถึง มาตรการการเข้ากำกับหลักทรัพย์ที่ซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้ง SET และ mai ผ่านการประกาศ Trading Alert List และ Turnover List และส่งผลให้มีข้อจำกัดในการซื้อหลักทรัพย์นั้นๆ อย่างเช่นการบังคับซื้อหลักทรัพย์ด้วยบัญชี Cash Balance เท่านั้น เป็นต้น โดยมีจุดประสงค์เพื่อให้นักลงทุนมีเวลาใช้พิจารณาในการตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์นั้นๆ ได้ดีขึ้น และชะลอการเข้าเก็งกำไรของนักเก็งกำไรในตลาดหลักทรัพย์ ปัจจุบัน มาตรการกำกับการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ มี 3 ระดับ

**Cash Balance** หมายถึง หนึ่งในประเภทบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งนักลงทุนต้องวางเงินสดล่วงหน้าเต็มจำนวนเป็นหลักประกันในการชำระราคาสำหรับการซื้อหลักทรัพย์ใดๆ ในตลาดหลักทรัพย์

**Net Settlement** หมายถึง การหักกลบราคาซื้อหรือมูลค่าการซื้อ กับมูลค่าการขายหรือมูลค่าการขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกัน

## บทที่ 2

### วรรณกรรมปริทัศน์

#### 2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

##### 2.1.1 มาตรการกำกับการซื้อขายจากหน่วยงานควบคุมการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

###### 1. การประกาศรายชื่อหลักทรัพย์มีสภาพการซื้อขายเปลี่ยนแปลงไปมากจากช่วงก่อนหน้า (Trading Alert List)

ตามประกาศของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เลขที่ กข.(ว) 3/2557 มาตรการนี้เริ่มประกาศใช้ตั้งแต่วันที่ 23 มกราคม พ.ศ. 2555 โดยแต่เดิมนักลงทุนจะต้องซื้อขายหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายมาตรการกำกับการซื้อขายนี้ด้วยบัญชี Cash Balance เท่านั้นเป็นระยะเวลา 3 สัปดาห์ ต่อมาตลาดหลักทรัพย์ปรับปรุงมาตรการฯ ในภายหลัง มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 5 มกราคม พ.ศ. 2558 นอกจากนักลงทุนจะต้องทำการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีรายชื่อในประกาศ Trading Alert List ด้วยการวางเงินสดเต็มจำนวนก่อนซื้อ หรือซื้อขายด้วยบัญชี Cash Balance เป็นเวลา 3 สัปดาห์นับจากวันประกาศรายชื่อ แล้วยังมีมาตรการเพิ่มเติมดังนี้

1.1 ถ้าหากระหว่างดำเนินการตามมาตรการข้างต้น หลักทรัพย์ดังกล่าวยังคงมีระดับราคาและปริมาณการซื้อขายผิดปกติอยู่ ให้ขยายระยะเวลาดำเนินการซื้อขายด้วยบัญชี Cash Balance เพิ่มเติมอีก 3 สัปดาห์

1.2 ในระหว่างดำเนินการตามมาตรการซื้อขายด้วยบัญชี Cash Balance เป็นเวลา 3 สัปดาห์ หรือพ้นกำหนดไปแล้วไม่เกิน 1 เดือน หากหลักทรัพย์เข้าข่ายในประกาศฯ บริษัทสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ ต้องปฏิบัติตามมาตรการต่อไปนี้

###### 1.2.1 หากมีรายชื่อในประกาศ Trading Alert List เป็นครั้งที่ 2

ห้ามบริษัทหลักทรัพย์ นำหลักทรัพย์นั้นมาคำนวณเป็นวงเงินในการซื้อขาย (Credit Limit) ในทุกบัญชี และนักลงทุนต้องซื้อขายหลักทรัพย์นั้นด้วยบัญชี Cash Balance เป็นเวลา 3 สัปดาห์จากวันที่ประกาศ

###### 1.2.2 หากมีรายชื่อในประกาศ Trading Alert List เป็นครั้งที่ 3

ห้ามบริษัทสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์หักกลบค่าซื้อและขายหลักทรัพย์เดียวกัน ในวันเดียวกัน (Net Settlement) และห้ามนำหลักทรัพย์นั้นมาคำนวณเป็นวงเงิน

ในการซื้อขายในทุกบัญชี รวมถึงต้องทำการซื้อขายโดยใช้บัญชี Cash Balance เท่านั้น เป็นเวลา 3 สัปดาห์จากวันที่ประกาศ

โดยตลาดหลักทรัพย์จะประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายมีระดับราคา และ ปริมาณการซื้อขายเปลี่ยนแปลงไปมากจากช่วงก่อนหน้าบนเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ในทุกสิ้นวัน หลังจากตลาดปิดทำการซื้อขาย โดยบริษัทจดทะเบียนที่มีหลักทรัพย์ในรายชื่อดังประกาศ จะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลที่มีส่วนสำคัญในการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ รวมถึงชี้แจงสาเหตุดังกล่าว เพื่อคุ้มครองสิทธิในการรับรู้ข้อมูลของนักลงทุน และความโปร่งใสในการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยตลาดหลักทรัพย์จะทำการเปิดเผยข้อชี้แจง และข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนข้างต้นบนเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ภายในวันที่ประกาศ Trading Alert List หรือวันทำการถัดไปก่อนตลาดหลักทรัพย์เปิดทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในภาคเช้า

## 2. การประกาศรายชื่อหลักทรัพย์มีสภาพการซื้อขายอย่างหนาแน่นผิดปกติ (Turnover List)

การประกาศรายชื่อหลักทรัพย์มีสภาพการซื้อขายอย่างหนาแน่นผิดปกติ (Turnover List) เป็นหนึ่งในมาตรการกำกับดูแลการซื้อขายของคณะกรรมการกำกับตลาดหลักทรัพย์ หรือ ก.ล.ต. โดยจะทำการคำนวณตามหลักเกณฑ์ที่ประกาศ จากข้อมูลในวันทำการสุดท้ายของ สัปดาห์ก่อนหน้าจนถึงวันทำการก่อนสุดท้ายของสัปดาห์ปัจจุบัน และประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่เข้า ข่าย Turnover List เป็นรายสัปดาห์ ในวันทำการสุดท้ายของสัปดาห์ มีจุดประสงค์เพื่อป้องกันการ สร้างราคาหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นไปตามพื้นฐานของหลักทรัพย์ และเพื่อให้นักลงทุนใช้ความระมัดระวัง เพิ่มขึ้นในการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น แต่เดิม ก.ล.ต. กำหนดเงื่อนไขหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายหนาแน่น ผิดปกติไว้อย่างชัดเจน เป็นดังตารางที่ 2.1 แต่ภายหลัง ก.ล.ต. ประกาศยกเลิกการคำนวณและ เปิดเผย Turnover List บนเว็บไซต์ ตามประกาศฉบับที่ 89/2558 โดยจะแสดงข้อมูลครั้งสุดท้ายใน วันที่ 10 กรกฎาคม พ.ศ. 2558 เท่านั้น โดยให้เหตุผลว่าการใช้ Turnover List และการให้หลักทรัพย์ เข้ามาตรการ Cash Balance ของตลาดหลักทรัพย์นั้นมีจุดประสงค์เดียวกัน และ ก.ล.ต. ได้ประสาน การทำงานกับตลาดหลักทรัพย์อย่างสม่ำเสมอ จึงตัดสินใจยกเลิกและให้นักลงทุนติดตามข้อมูลจาก ตลาดหลักทรัพย์เพียงหน่วยงานเดียว

ตารางที่ 2.1 เงื่อนไขในการพิจารณาหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายหนาแน่นผิดปกติ

หลักเกณฑ์	หุ้นสามัญใน SET *,**	หุ้นสามัญใน mai*,**	หมายเหตุ
1. อัตราการหมุนเวียน การซื้อขายต่อสัปดาห์ (%1W-Turnover)	≥ 30%	≥ 30%	กรณีที่หุ้นสามัญของบริษัท จดทะเบียนทั้งใน SET และ mai ที่ติด Turnover List ให้ใบสำคัญ แสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นสามัญ (Warrant) ของบริษัทนั้น ติด Turnover List ควบคู่ไปด้วย
2. มูลค่าซื้อขายเฉลี่ย ต่อวันในรอบสัปดาห์	≥ 100 ล้าน บาท	≥ 20 ล้าน บาท	
3. จำนวนหลักทรัพย์ที่ ติด	ไม่จำกัด จำนวน	ไม่จำกัด จำนวน	
หลักเกณฑ์		Warrant: SET/ mai *	
1. อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายต่อสัปดาห์ (%1W-Turnover)			≥ 100%
2. ส่วนเกินมูลค่า (Premium)			≥ 20%

\* ไม่รวมหุ้น IPO หรือใบสำคัญแสดงสิทธิ ที่เข้าซื้อขายระหว่างสัปดาห์ ไม่คำนวณในสัปดาห์แรกที่เข้า  
ซื้อขาย

\*\* ให้บริษัทหลักทรัพย์รายงานการซื้อขายหุ้นที่ติด Turnover List และ P/E Ratio > 100 เท่า หรือ  
ขาดทุน หรือบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน (ขึ้นเครื่องหมาย NC) ต่อ ก.ล.ต. ตามแบบรายงานการ  
ซื้อหลักทรัพย์

หากหลักทรัพย์ใดมีรายชื่อในประกาศ Turnover List แล้ว นักลงทุนจะต้องซื้อขาย  
หลักทรัพย์ดังกล่าวผ่านบัญชีซื้อขายแบบ Cash Balance เท่านั้นตั้งแต่วันรุ่งขึ้น เป็นระยะเวลา 6  
สัปดาห์นับจากวันที่ประกาศ โดยระหว่างดำเนินการตามมาตรการกำกับข้างต้นอยู่ พบว่าหลักทรัพย์  
ดังกล่าวยังคงมีการซื้อขายหนาแน่นผิดปกติ ให้ขยายมาตรการกำกับออกไปอีก 3 สัปดาห์หลังจาก  
สิ้นสุดมาตรการในขั้นต้น และหากระหว่างที่ต้องซื้อด้วยบัญชี Cash Balance หรือพ้นระยะเวลา  
ดังกล่าวมาแล้วไม่เกิน 1 เดือน พบว่าหลักทรัพย์มีรายชื่อเข้าข่าย Trading Alert List ด้วย ตลาด  
หลักทรัพย์ฯจะมีมาตรการกำกับดูแลเพิ่มเติม ดังนี้

### 2.1 หลักทรัพย์มีรายชื่อในประกาศ Trading Alert ครั้งที่ 1

บริษัทหลักทรัพย์ห้ามนำหลักทรัพย์นั้นมาคำนวณเป็นวงเงินในการซื้อขายในทุกบัญชี และต้องซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยบัญชี Cash Balance เท่านั้นเป็นเวลา 3 สัปดาห์ หรือตามระยะเวลาที่เหลือของมาตรการ 6 สัปดาห์ แล้วแต่จะอะไรจะสูงกว่า

### 2.2 หลักทรัพย์มีรายชื่อในประกาศ Trading Alert ซ้ำอีกเป็นครั้งที่ 2

ห้ามบริษัทสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ซื้อขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกัน (Net Settlement) และห้ามนำหลักทรัพย์นั้นมาคำนวณเป็นวงเงินในการซื้อขายในทุกบัญชี รวมถึงต้องทำการซื้อขายโดยใช้บัญชี Cash Balance เท่านั้น เป็นเวลา 3 สัปดาห์จากวันที่ประกาศ หรือตามระยะเวลาที่เหลือของมาตรการ 6 สัปดาห์ แล้วแต่จะอะไรจะสูงกว่า

## 3. การประกาศหยุดพักการซื้อขายเป็นการชั่วคราว (Trading Halt)

การประกาศหยุดพักการซื้อขายเป็นการชั่วคราว โดยขึ้นเครื่องหมาย H หลังชื่อหลักทรัพย์นั้นๆ ซึ่งทั่วไปจะบังคับใช้เป็นระยะเวลาไม่เกิน 1 วัน เนื่องจากหลักทรัพย์มีการซื้อขายผิดไปจากปกติอย่างมาก หรือมีการซื้อขายโดยกลุ่มบุคคลเพียงบางกลุ่ม และมีการกระจุกตัวในการซื้อขาย ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับพิจารณาของตลาดหลักทรัพย์ โดยมีจุดประสงค์เพื่อให้ให้นักลงทุนรับข่าวสารสำคัญที่มีผลกระทบต่อตัดสินใจของนักลงทุน และตัดสินใจบนข่าวสารที่เท่าเทียมกัน เพื่อการซื้อขายบนพื้นฐานของหลักทรัพย์อย่างแท้จริง ตลาดหลักทรัพย์มักใช้มาตรการนี้ควบคู่กันกับการประกาศ Trading Alert List และบังคับนำหลักทรัพย์เข้ามาตรการ Cash Balance เพื่อช่วยบรรเทาการซื้อขายหลักทรัพย์ในสภาพที่ผิดปกติ

## 2.2 งานศึกษาที่เกี่ยวข้อง

### งานศึกษาของต่างประเทศ

ตลาดหลักทรัพย์ทุกแห่งต่างมีกลไกในการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ให้เป็นอย่างโปร่งใส ซึ่งกลไก และมาตรการในการกำกับดูแลอาจแตกต่างกันไปตามแต่ละภูมิภาค เพื่อให้เหมาะสมกับลักษณะของตลาดแต่ละแห่งมากที่สุด เพื่อประสิทธิภาพในการดูแลการดำเนินงานของตลาด และเพื่อคุ้มครองผลประโยชน์ของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเริ่มใช้มาตรการ Trading Alert List จุดประสงค์เพื่อกำกับให้การซื้อขายเป็นอย่างโปร่งใส และเพื่อให้นักลงทุนตัดสินใจบนข่าวสารที่ได้รับอย่างเท่าเทียมกัน นอกจากมาตรการ Trading Alert List แล้ว ยังมีมาตรการในการกำกับตลาดหลักทรัพย์ที่ปฏิบัติกันอย่างแพร่หลายทั่วโลก ได้แก่ มาตรการหยุดการซื้อขาย (Trading Halt) และกลไกการจำกัดการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ (Price Limit) และในแต่ละประเทศอาจมีกลไกในการกำกับดูแลของ

ตลาดหลักทรัพย์โดยเฉพาะ อย่างเช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา มีกฎหมาย Rule 10b-5 เพื่อตรวจสอบ การสร้างราคาหลักทรัพย์ หรือในสหภาพยุโรปใช้ Market Abuse Directive เป็นต้น

สำหรับการศึกษาเกี่ยวกับมาตรการหยุดการซื้อขาย (Trading Halt) มีงานศึกษาถึง ประสิทธิภาพของมาตรการในการกำกับดูแลอย่างกว้างขวางในหลายภูมิภาค โดยผลการศึกษา หลากหลาย ไม่สามารถสรุปได้อย่างเป็นเอกฉันท์ Frino, Lecce and Segara (2011) ศึกษา ผลกระทบของมาตรการหยุดการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย ด้วยวิธี Pseudo-Halt จาก แนวทางการศึกษาของ Lee et al. (1994) พบว่ามาตรการหยุดการซื้อขายทำให้ประสิทธิภาพในการ ซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ลดลง มากกว่าที่จะช่วยส่งเสริมประสิทธิภาพของตลาดฯ โดยมาตรการ หยุดการซื้อขายส่งผลให้ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (Price Volatility), ปริมาณการซื้อขาย หลักทรัพย์ (Trading Volume), และส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและเสนอขาย (Bid-Ask Spread) เพิ่มขึ้น และส่งผลให้ความลึกของตลาดลดลงในช่วงหลังจากการใช้มาตรการหยุดการซื้อขาย Jiang, McInish and Upson (2009) ได้ศึกษาผลกระทบที่กว้างออกไปของมาตรการหยุดการซื้อขายใน หลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก พบว่ามาตรการหยุดการซื้อขายไม่ได้ส่งผลต่อ หลักทรัพย์ที่ถูกหยุดซื้อขายเท่านั้น แต่ยังมีผลไปถึงหลักทรัพย์อื่นในอุตสาหกรรมเดียวกัน ในขณะที่ หลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องไม่ได้หยุดการซื้อขาย Jiang et al. (2009) พบว่าสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่ เกี่ยวข้องลดลง และความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขาย ส่วนต่างราคาเสนอซื้อและ ราคาเสนอขายโดยเปรียบเทียบ (Relative Spread) และส่วนต่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย โดยสัมบูรณ์ (Absolute Spread) ของหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องสูงขึ้น ระหว่างหลักทรัพย์หลักถูกพักการ ซื้อขาย โดยวัดผลกระทบในด้านสภาพคล่องในช่วงเวลาก่อนและหลังหยุดการซื้อขาย 15 วันเฉลี่ย ด้วยตัววัดต่อไปนี้ ส่วนต่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายโดยเปรียบเทียบ (Relative Spread) ส่วนต่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายโดยสัมบูรณ์ (Absolute Spread), ความลึกของราคาเสนอ ขายและความลึกของราคาเสนอซื้อ (Quoted Offer-Bid Depth), สัดส่วนระหว่างส่วนต่างราคาเสนอ ซื้อ-ราคาเสนอขายต่อความลึกโดยรวม (Spread/Total Depth), ปริมาณการซื้อขาย (Trade Volume), และจำนวนรายการซื้อขาย (Number of Trades) ในขณะที่ยานวิจัยของ Chen, Chen and Valerio (2003) ซึ่งศึกษาผลกระทบของการหยุดซื้อขายหลักทรัพย์ ต่อการกำหนดราคาตลาด ของหลักทรัพย์ (Price Discovery) ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก พบว่าการหยุดซื้อขาย ทำให้สามารถ กระจายข่าวสารไปถึงนักลงทุน และช่วยให้การกำหนดราคาตลาดของหลักทรัพย์เป็นไปอย่างมี ประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตามผลกระทบของมาตรการดังกล่าวขึ้นอยู่กับความสำคัญของข่าวสารที่ เผยแพร่ในขณะที่มีการหยุดการซื้อขาย นั่นคือหากข่าวสารที่มีความสำคัญต่อสาธารณชนมาก จะ ส่งผลให้เกิดการกำหนดราคาตลาดของหลักทรัพย์เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ แต่หากข่าวสารมี ความสำคัญน้อย จะให้ผลในทางตรงกันข้าม ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์จะเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้



การกำหนดราคาหลักทรัพย์ไม่มีประสิทธิภาพ ในส่วนของตลาด NASDAQ มีงานวิจัยของ Christie, Corwin, and Harris (2002) ที่ศึกษาตัวอย่างการหยุดการซื้อขายเนื่องจากการประกาศข้อมูลสำคัญของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาด NASDAQ พบว่ากลไกการหยุดการซื้อขายให้ผลแตกต่างกันในช่วงเวลาของการใช้มาตรการหยุดซื้อขาย หากเป็นการหยุดการซื้อขายระหว่างวัน สำหรับตลาด NASDAQ จะมีเวลาส่งคำสั่งซื้อขายเพียง 5 นาที ก่อนทำการกลับมาซื้อขายอีกครั้ง Christie et al. (2002) พบว่า ส่วนต่างราคาเสนอซื้อและเสนอขายกว้างขึ้นถึง 2 เท่า และความผันผวนของราคาเพิ่มสูงกว่า 9 เท่าจากปกติ โดยเทียบกับข้อมูลในช่วงเวลาปกติ 100 วันก่อนและหลังวันที่มีการหยุดซื้อขาย แต่ในทางกลับกัน หากเป็นการใช้มาตรการนี้ในช่วงเวลาที่ตลาดใกล้ปิดทำการ และกลับมาซื้อขายตามปกติอีกครั้งในวันทำการถัดไป จะมีเวลาส่งคำสั่งซื้อขาย 90 นาทีหลังจากตลาด NASDAQ เปิดทำการในวันรุ่งขึ้น พบว่าส่วนต่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย และความผันผวนของราคาไม่ได้แตกต่างไปจากสภาพปกติในการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีสาระสำคัญ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Greenwald and Stein (1991) ที่ว่าหากข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นได้เผยแพร่อย่างทั่วถึงแล้ว จะช่วยลดความไม่แน่นอนในการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ โดยเวลาที่ยาวนานกว่าเปิดโอกาสให้ผู้ทำตลาด (Market Maker) และนักลงทุนได้ศึกษาข้อมูลที่เผยแพร่มาอย่างรอบคอบ ถ้าวินมากขึ้น งานการศึกษาของตลาดหลักทรัพย์สเปน โดย Kim, Yagüeb and Yang (2008) ทำการเปรียบเทียบประสิทธิภาพของการใช้มาตรการหยุดการซื้อขาย และการจำกัดการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ ในระหว่างวัน (Price Limit) ในตลาดหลักทรัพย์สเปน (SIBE) โดยมีสมมติฐานว่า มาตรการหยุดการซื้อขาย ซึ่งขึ้นอยู่กับพิจารณาของเจ้าหน้าที่ผู้มีอำนาจในการควบคุมจากตลาดหลักทรัพย์ จะมีประสิทธิภาพกว่ามาตรการจำกัดการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ โดยศึกษาผลกระทบด้วยการคำนวณปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ (Trading Volume) สภาพคล่องของหลักทรัพย์ (Liquidity) ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (Price Volatility) รวมถึงส่วนต่างราคาเสนอซื้อและเสนอขายหลักทรัพย์ (Quoted Spread) ความเร็วในการสะท้อนข่าวสารของราคาตลาด (Price Recovery) และพฤติกรรมของผลตอบแทน (Return Behavior) ในช่วงเวลาก่อนและหลังใช้มาตรการทั้งสอง ผลการศึกษาพบว่า ปริมาณการซื้อขายเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญหลังจากพ้นช่วงเวลาที่ใช้มาตรการทั้งสอง แต่มาตรการหยุดซื้อขายมีประสิทธิภาพกว่าการจำกัดราคาซื้อขาย หลักฐานจากสภาพคล่องเพิ่มขึ้น หลังจากยกเลิกการหยุดการซื้อขาย ในขณะที่มาตรการจำกัดราคาซื้อขายให้ผลในทางตรงกันข้าม ในด้านของความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ สำหรับมาตรการหยุดการซื้อขาย พบว่าความผันผวนของราคามีระดับเท่ากับก่อนใช้มาตรการ ในขณะที่กลไกการจำกัดราคา ส่งผลให้ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น หลังจากที่ราคาหลักทรัพย์สูงจนถึงระดับเพดานราคา และสุดท้าย ข้อมูลที่ประกาศในช่วงที่หยุดการซื้อขายถูกสะท้อนในราคาหลังจากที่กลับมาซื้อขายตามปกติอีกครั้ง ในขณะที่

มาตรการจำกัดราคาไม่ได้มีการหยุดการซื้อขาย และตลาดมักจะตอบสนองต่อข่าวสารข้อมูลมากเกินไปจริง (Market Overreaction)

Price Limit เป็นอีกกลไกหนึ่งที่ตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งทั่วโลกใช้เป็นมาตรการควบคุมการซื้อขายในตลาด มีจุดมุ่งหมายเพื่อป้องกันการเคลื่อนไหวของราคาที่แตกต่างไปจากราคาปิดวันสุดท้ายเกินไป Wong, Liu and Zeng (2008) ศึกษาผลกระทบของการควบคุมการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เซี่ยงไฮ้ (SHSE) ได้แก่ กลไกการจำกัดการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในแต่ละวัน (Daily Price Limit) เมื่อราคาหลักทรัพย์ใกล้จะถึงราคาสูงสุดหรือต่ำสุดที่เคลื่อนไหวได้ (Ceiling and Floor Price) พบว่าจะเกิด Magnet Effect โดยเมื่อราคาหลักทรัพย์ใกล้จะถึงเพดาน Wong et al. พบว่าราคาหลักทรัพย์เคลื่อนไหวเข้าหาราคาเพดานด้วยความเร็วเพิ่มขึ้น ความผันผวน และความถี่ในการซื้อขายเพิ่มสูงขึ้น ในทางกลับกัน หากราคาหลักทรัพย์กำลังลดลงสู่ราคาต่ำสุดที่จำกัดไว้ ปริมาณการซื้อขายเบาบาง และขนาดของการซื้อขายลดลงกว่าภาวะปกติ และส่วนต่างราคาเสนอซื้อและเสนอขายเพิ่มขึ้น สะท้อนพฤติกรรมของนักลงทุนที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง และกังวลถึงข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันในตลาด (Asymmetric Information) ขณะที่การศึกษาของ Kim and Yang (2007) ศึกษาผลกระทบต่อการใช้ Price Limit กับตลาดหลักทรัพย์ไต้หวัน (TWSE) พบว่าการตั้ง Price Limit ทำให้นักลงทุนมีเวลาในการหาข้อมูลและลดการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารเกินจริง (Overreaction) ส่งผลให้ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์รายวันลดลง แต่ในการศึกษาไม่พบว่า Price Limit ช่วยลดความไม่เท่าเทียมของการเข้าถึงข้อมูลข่าวสาร (Information Asymmetry)

### งานศึกษาในประเทศไทย

การศึกษาของประเทศไทยในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับนโยบายจำกัดการซื้อขายยังมีไม่มากนัก เพราะมาตรการจำกัดนั้นถูกบังคับใช้เป็นเกณฑ์ที่แน่นอนเมื่อปี พ.ศ.2551 จึงนับเป็นเวลาเพียง 7 ปีเท่านั้นที่มีการบังคับใช้อย่างทางการ งานการศึกษาภายหลัง พ.ศ. 2551 มักจะเป็นการศึกษาเฉพาะมาตรการ เช่นงานการศึกษา Trading Halt ของ Thanet Sinfapanit (2014) ได้ทำการศึกษาผลกระทบจากการใช้มาตรการ Trading Halt ต่อผลตอบแทนการลงทุนในหุ้น ปริมาณการซื้อขาย และความผันผวนของผลตอบแทนหลักทรัพย์ ด้วยแนวทาง Event Study และวิธี Wilcoxon Signed Rank Test พบว่า ผลตอบแทนส่วนที่ผิดปกติสูงขึ้นในวันก่อนการประกาศ Trading Halt และลดลงจนเข้าสู่ผลตอบแทนปกติในวันภายหลังการใช้มาตรการ Trading Halt ขณะที่ปริมาณการซื้อขายและความผันผวนของผลตอบแทนไม่มีการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ งานการศึกษาของ นภนต์ ใจแสน (2557) ได้ทำการศึกษาเกณฑ์ในการประกาศ Trading Alert List ที่ประกาศโดยตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นมาตรการที่ไม่ได้เปิดเผยเกณฑ์ในการคำนวณอย่างแน่นอนไว้ ด้วยแนวทาง Event Study และวิธี Logistic Regression โดยศึกษาผลกระทบจากการใช้มาตรการดังกล่าวตั้งแต่เริ่มใช้มาตรการจนถึง 30 ธันวาคม พ.ศ. 2557 ก่อนที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะปรับเปลี่ยนมาตรการดังกล่าวมา



เป็นมาตรการ Trading Alert List ที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน พบว่า การเปลี่ยนแปลงของราคา อัตราการซื้อขายหมุนเวียน สถานะกำไรขาดทุนของบริษัทจดทะเบียน และความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ระหว่างวัน มีความสัมพันธ์กับโอกาสในการติด Trading Alert List โดย 3 ปัจจัยแรกมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับโอกาสที่จะเข้าข่าย Trading Alert List ในขณะที่ ความผันผวนระหว่างวันของราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ นอกจากนี้การศึกษาผลกระทบที่มีต่อหลักทรัพย์ที่เข้าข่าย Trading Alert List พบว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงราคา อัตราการซื้อขายหมุนเวียน เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในวันที่ประกาศ Trading Alert List และลดลงหลังจากวันที่บริษัทจดทะเบียนได้ชี้แจงข้อมูลกับทางตลาดหลักทรัพย์และเผยแพร่แล้ว ในขณะที่ความผันผวนระหว่างวันของราคาหลักทรัพย์ ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงเวลาก่อนและหลังการประกาศ Trading Alert List

สำหรับงานศึกษาในด้านของมาตรการ Cash Balance ที่มีจุดมุ่งหมายเพื่อลดความผันผวนของราคา นักลงทุนจะต้องวางเงินสดเต็มจำนวนเท่านั้น ไม่สามารถใช้เงินในการซื้อขายมากกว่าเงินลงทุนที่มีอยู่ ศิริภพ ปภักธนนันท์ (2014) ทำการศึกษาประสิทธิผลของมาตรการ Cash Balance ในการควบคุมความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ และอัตราซื้อขายหมุนเวียน โดยศึกษาจากข้อมูลในช่วงเดือน กรกฎาคม พ.ศ. 2551 ถึง ตุลาคม พ.ศ. 2556 นั่นคือตั้งแต่ตลาดหลักทรัพย์เริ่มใช้มาตรการ Cash Balance ระยะเวลา 3 สัปดาห์ และครอบคลุมถึงช่วงการปรับปรุงมาตรการจาก ระยะเวลา 3 สัปดาห์มาเป็น 6 สัปดาห์ ผลการศึกษาพบว่ามาตรการ Cash Balance ที่จะถูกบังคับใช้เมื่อหลักทรัพย์มีการซื้อขายที่ผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ระยะเวลา 3 สัปดาห์ จะมีประสิทธิผลเมื่อใช้กำกับหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายมาตรการนี้เป็นเวลา 1-3 ครั้ง ในด้านที่ช่วยลดความผันผวนของราคา และอัตราซื้อขายหมุนเวียน โดยถ้าหากหลักทรัพย์ติดมาตรการ Cash Balance มากกว่า 3 ครั้ง มาตรการนี้จะไม่สามารถควบคุมได้อย่างมีประสิทธิภาพ แต่อย่างไรก็ตามมาตรการนี้ส่งผลให้สภาพคล่องของหลักทรัพย์ลดลง และสำหรับส่วนของมาตรการปรับปรุงใหม่ เป็นระยะเวลา 6 สัปดาห์ พบว่ามีประสิทธิภาพมากกว่ามาตรการ 3 สัปดาห์ สามารถลดความผันผวนของราคาและอัตราซื้อขายหมุนเวียนให้ต่ำลง แต่ยังคงส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องอย่างรุนแรง โดยสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ Cash Balance เป็นเวลา 6 สัปดาห์นั้นลดต่ำกว่าสภาพคล่องในช่วงเวลาปกติ

งานศึกษาเกี่ยวกับมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน (Cash Balance Account) กลับหลักทรัพย์ประเภทอื่นๆ ศุภสิริ ศรียานงค์ (2011) ได้ทำการศึกษาเรื่องของนโยบายการวางเงินสดเต็มจำนวนต่อหลักทรัพย์ประเภทใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrant) ซึ่งพบว่านโยบายดังกล่าวส่งผลต่อความแปรปรวนแฝง (Implied Volatility) ที่พิจารณาจากค่าความผันผวนแฝงส่วนเกิน (Abnormal Implied Volatility หรือ AIMV) ไม่ได้มีค่าลดลงภายหลังการประกาศ Turnover List อีกทั้งผลตอบแทนส่วนเกิน (Abnormal Return) ของนักลงทุนไม่มีความแตกต่างกันในช่วงก่อนและหลังการประกาศ Turnover List

## บทที่ 3

### ระเบียบวิธีวิจัย

#### 3.1 ข้อมูลและแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในงานศึกษาชิ้นนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยแบ่งเป็น

3.1.1 ข้อมูลรายชื่อหุ้นสามัญที่อยู่ใน Trading Alert List ประกาศโดย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.1.2 ข้อมูลรายชื่อหุ้นสามัญและใบสำคัญแสดงสิทธิที่อยู่ใน Turnover List ประกาศโดย ก.ล.ต.

3.1.3 ข้อมูลราคาเปิด, ราคาปิด, ราคาสูงสุด, ราคาต่ำสุด และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รายวัน จากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ SETSMART โดยเก็บข้อมูลตั้งแต่เดือน กันยายน พ.ศ. 2556 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2558

#### 3.2 วิธีการวิจัย

ในการศึกษาผลกระทบจากการเข้าเกณฑ์ Turnover List และ Trading Alert List โดยสนใจที่หลักทรัพย์ที่เข้าเกณฑ์ตั้งแต่เดือน กันยายน พ.ศ. 2556 จากข้อจำกัดของการเก็บข้อมูลย้อนหลัง และเริ่มศึกษาโดยการทดสอบตัวแปรที่คาดว่าจะได้รับผลกระทบจากมาตรการดังกล่าว ซึ่งประกอบด้วยความผันผวนของราคาหลักทรัพย์, อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายของหลักทรัพย์, การเปลี่ยนแปลงของมูลค่าการซื้อขาย และการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

พบว่าในช่วงของการซ้อนทับในหลักทรัพย์ที่เข้าเกณฑ์ Turnover List และ Trading Alert List อยู่ อีกทั้งจุดประสงค์ของการเข้ามาตรการกำกับทั้งสองนั้นเหมือนกัน จึงนำมาพิจารณาเป็นช่วงของการเข้ามาตรการ Cash Balance และมาตรการกำกับการซื้อขายระดับอื่นๆที่มีจุดประสงค์ใกล้เคียงกันแทน ซึ่งจะทำให้ง่ายต่อการศึกษาในประสิทธิผลของการบังคับใช้มาตรการโดยรวม

วิธีการศึกษา ได้เลือกใช้วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลตามวิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) โดยแบ่งช่วงของการศึกษาออกเป็น 3 ช่วง

1. ช่วงปกติ (Normal Period) เป็นวันที่อยู่นอกการวัดเกณฑ์การเข้ามาตรการกำกับการซื้อขายเป็นเวลา 10 วันทำการ

2. ช่วงวันก่อนเข้ามาตรการกำกับการซื้อขาย (Pre and On Announcement Date) เป็นช่วงที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีความผิดปกติ ช่วงเวลาดังกล่าวเป็นช่วงที่หลักทรัพย์ต่างๆจะถูกคำนวณเพื่อเข้าเกณฑ์ควบคุมหรือมาตรการบังคับให้มีการซื้อขายอย่างมีเงื่อนไขในลำดับต่อไป โดยช่วงเวลาดังกล่าวมีระยะเวลา 5 วันทำการหรือสั้นกว่า ในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้เปิดทำการซื้อขายในวันหยุดนักขัตฤกษ์

3. ช่วงที่มาตรการกำกับหลักทรัพย์มีผลบังคับ หลังจากการประกาศหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายมาตรการกำกับใน Turnover List หรือ Trading Alert List (Post Announcement Period) ซึ่งหลักทรัพย์ดังกล่าวจะต้องเข้ามาตรการ Cash Balance หรือพร้อมกับมาตรการกำกับอื่นๆในขั้นต่อไป เป็นเวลา 3 หรือ 6 สัปดาห์หรือนานกว่านั้น หากหลักทรัพย์นั้นๆยังเข้าเกณฑ์การกำกับหลักทรัพย์ก็จะมีช่วง Post Announcement ที่ยาวกว่านั้น

### มาตรวัดสำหรับงานวิจัย

1. อัตราการเปลี่ยนแปลงของความผันผวนของราคาหลักทรัพย์เฉลี่ยรายวัน (Average Delta Daily Volatility)

การวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในงานวิจัยชิ้นนี้จะพิจารณาเป็นความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวัน (Intraday Volatility) นำมาเฉลี่ยในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ซึ่งจะสอดคล้องกับการกำหนดเกณฑ์ของการเข้ามาตรการที่บังคับใช้อยู่ โดยการเฉลี่ยตลอดช่วงเวลา

$$\sigma_{avg}^2 = \sum_{t=1}^n \frac{\Delta\sigma_{ID,t}^2}{n}$$

โดยมาตรวัดความผันผวนระหว่างวันนั้น ใช้รูปแบบวิธีการคิดจากงานวิจัยที่ผ่านมาของ Parkinson (1980) และ Garman & Klass (1980) ซึ่งใช้วิธีการคำนวณความผันผวนระหว่างวัน รูปแบบการคิดตามงานวิจัยของ Parkinson (1980) มีวิธีการคำนวณความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ดังนี้

$$\sigma_{ID,t}^2 = 0.367 \times \left[ \ln \left( \frac{H_t}{L_t} \right) \right]^2$$

โดย	$\sigma_{ID,t}^2$	คือ ความผันผวนระหว่างวันในวันที่ t
	$H_t$	คือ ราคาระหว่างวันสูงสุดของหลักทรัพย์

$L_t$  คือ ราคากระหว่างวันต่ำสุดของหลักทรัพย์

และรูปแบบการคิดตามงานวิจัยของ Garman & Klass (1980) มีวิธีการคำนวณความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ดังนี้

$$\sigma_{ID,t}^2 = 0.5 \times \left[ \ln \left( \frac{H_t}{L_t} \right) \right]^2 - 0.386 \left[ \ln \left( \frac{C_t}{O_t} \right) \right]^2$$

โดย	$\sigma_{ID,t}^2$	คือ ความผันผวนระหว่างวันในวันที่ t
	$H_t$	คือ ราคากระหว่างวันสูงสุดของหลักทรัพย์
	$L_t$	คือ ราคากระหว่างวันต่ำสุดของหลักทรัพย์
	$C_t$	คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์
	$O_t$	คือ ราคาเปิดของหลักทรัพย์

## 2. อัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ (Turnover Ratio)

เป็นข้อมูลสะท้อนว่าหลักทรัพย์นั้นๆมีการซื้อขายมากน้อยเพียงใด และจะแสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์นั้นๆมีการหมุนเปลี่ยนมือกันไปที่รอบ ซึ่งอัตราหมุนเวียนนี้ถูกพัฒนาขึ้นเพื่อใช้สำหรับการพิจารณาสำหรับหลักทรัพย์ที่จะต้องเข้าเกณฑ์กำกับหลักทรัพย์และถูกประกาศใน Turnover List โดยจะมีความแตกต่างกับ ก.ล.ต. ในส่วนที่ ก.ล.ต. จะคำนวณ %Turnover เฉลี่ยรายสัปดาห์ (%1W-Turnover) แนวทางสำหรับนำไปศึกษาในงานวิจัยนี้จะเป็นอย่างนี้

$$\%Turnover = \left[ \frac{\text{มูลค่าซื้อหลักทรัพย์รายวัน}}{\%Free Float \times Market Capitalization \text{ เฉลี่ยรายวัน}} \right] \times 100$$

โดย

$$\%Free Float = \left[ \frac{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมด} - \text{จำนวนหุ้นของ } Strategic \text{ Shareholder}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมด}} \right] \times 100$$

จำนวนหุ้นทั้งหมด คือ จำนวนหุ้นที่ชำระแล้วทั้งหมด หักออกด้วยจำนวนหุ้นซื้อคืนของบริษัท (Treasury Stock)

Strategic Shareholder คือ ผู้ถือหุ้นที่เป็น กรรมการ ผู้จัดการ ผู้บริหาร 4 อันดับ แรกนับต่อจากผู้จัดการลงมา และผู้ถือหุ้นมากกว่า 5% รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้อง และบุคคลที่มีความสัมพันธ์ เช่นสามี-ภรรยา หรือบุตร เป็นต้น แต่ไม่นับรวมบริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันชีวิต บริษัทประกันภัย กองทุนรวม และกองทุนที่ออกแบบมีภาระผูกพัน

### 3. อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวัน (Average Daily Abnormal Return)

หรือเรียกว่าอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน ซึ่งใช้อัตราผลตอบแทนรายวันที่ได้จากการคำนวณราคาปิดของหุ้นสามัญมาหักออกจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในวันเดียวกันตามทฤษฎี CAPM

$$AAR_t = \frac{\sum Ret_t - E(Ret_t)}{n}$$

โดย  $Ret_t$  คืออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในวันที่ t

$E(Ret_t)$  คืออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในวันที่ t

ซึ่ง

$$E(Ret_t) = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

โดย  $R_f$  คืออัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

$R_m$  คืออัตราผลตอบแทนรายวันของตลาด

### 4. ร้อยละการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขาย (%Trade Volume Change)

แสดงถึงปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์รายตัวที่เปลี่ยนแปลงจากวันก่อนหน้า ซึ่งเทียบจากข้อมูลปริมาณการซื้อขายวันทำการที่ t กับปริมาณการซื้อขายวันทำการที่ t-1 เป็นอัตราส่วนร้อยละ โดยมีวิธีคำนวณดังนี้

$$\Delta TV_t = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}} \times 100$$

โดยที่  $V_t$  คือปริมาณการซื้อขายในวันที่ t

### สมมติฐานการวิจัย

สำหรับการศึกษานี้ ได้ตั้งสมมติฐานในการศึกษารวม 5 สมมติฐานซึ่งมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ

สมมติฐานที่ 1: ตัวแปรหุ่นของช่วงเวลาการเข้ามาตรรกการกำกับหลักทรัพย์มีนัยสำคัญทางสถิติที่มีอิทธิพลในทางตรงข้ามต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงของความผันผวนของราคาหลักทรัพย์รายตัวตามโมเดลของ Parkinson (1980)

สมมติฐานที่ 2: ตัวแปรหุ่นของช่วงเวลาการเข้ามาตรรกการกำกับหลักทรัพย์มีนัยสำคัญทางสถิติที่มีอิทธิพลในทางตรงข้ามต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงของความผันผวนของราคาหลักทรัพย์รายตัวตามโมเดลของ Garman & Klass (1980)

สมมติฐานที่ 3: ตัวแปรหุ่นของช่วงเวลาการเข้ามาตรรกการกำกับหลักทรัพย์มีนัยสำคัญทางสถิติที่มีอิทธิพลในทางตรงข้ามต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 4: ตัวแปรหุ่นของช่วงเวลาการเข้ามาตรรกการกำกับหลักทรัพย์มีนัยสำคัญทางสถิติที่มีอิทธิพลในทางตรงข้ามต่อผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยรายวัน

สมมติฐานที่ 5: ตัวแปรหุ่นของช่วงเวลาการเข้ามาตรรกการกำกับหลักทรัพย์มีนัยสำคัญทางสถิติที่มีอิทธิพลในทางตรงข้ามต่อร้อยละการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์รายตัว

### แบบจำลองงานวิจัย

การวิเคราะห์เรื่องผลกระทบจากงานมาตรการกำกับหลักทรัพย์ผ่านการประกาศ Trading Alert List และ Turnover List ได้วิเคราะห์ผ่านแบบจำลอง Multiple Linear Regression Model เนื่องจากโมเดลดังกล่าวเป็นเหมาะสมกับการเปรียบเทียบข้อมูลของหลักทรัพย์หลายๆแบบที่มีความแตกต่างกัน ซึ่งเก็บข้อมูลมาในลักษณะของ Panel Data พร้อมกับสามารถวัดค่านัยสำคัญทางสถิติของตัวแปรหุ่นสำหรับระดับของมาตรการได้

โดยการวิเคราะห์ที่ทำผ่านแบบจำลอง Multiple Linear Regression Model ผูกกับตัวแปรตาม (Dependent Variable) ที่คาดว่าจะถูกกระทบจากมาตรการกำกับหลักทรัพย์ทั้งหมด 4 โมเดล ดังนี้

$$\Delta\sigma_{ID,t}^2 = \alpha + \beta_1 TS1 + \beta_2 TS2 + \beta_3 TS3 + \beta_4 Rnd + \beta_5 Post15 + u_t$$

$$\begin{aligned} \%Turnover &= \alpha + \beta_1 TS1 + \beta_2 TS2 + \beta_3 TS3 + \beta_4 Rnd + \beta_5 Post15 \\ &+ u_t \end{aligned}$$

$$AAR_t = \alpha + \beta_1 TS1 + \beta_2 TS2 + \beta_3 TS3 + \beta_4 Rnd + \beta_5 Post15 + u_t$$

$$\Delta TV_t = \alpha + \beta_1 TS1 + \beta_2 TS2 + \beta_3 TS3 + \beta_4 Rnd + \beta_5 Post15 + u_t$$

โดย  $\sigma_{ID,t}^2$  คือ ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์รายวันรายตัว ในเวลา  
ที่ t

**TS1** คือ ตัวแปรหุ่นของมาตรการ Cash Balance

**TS2** คือ ตัวแปรหุ่นของมาตรการห้ามค่านางเงินซื้อขาย

**TS3** คือ ตัวแปรหุ่นของมาตรการห้าม Net Settlement

**Rnd** คือ จำนวนรอบที่หลักทรัพย์นั้นๆ อยู่ในมาตรการกำกับ

หลักทรัพย์ต่อเนื่องกัน

**Post15** คือ ตัวแปรหุ่นของการใช้มาตรการกำกับหลักทรัพย์แบบ  
เก่า (1 ระดับ เฉพาะ Cash Balance) และใหม่ (3 ระดับ)

## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

#### 4.1 ผลการศึกษาการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น

จากการเก็บข้อมูลหลักทรัพย์ที่อยู่ภายใต้มาตรการกำกับการซื้อขายตั้งแต่เดือนกันยายน พ.ศ. 2556 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2558 พบว่ามีหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญอยู่ทั้งหมด 185 หลักทรัพย์ นับเป็นจำนวนครั้งของการบังคับใช้มาตรการทั้งหมด 628 ครั้ง โดยแบ่งเป็นการติดมาตรการตามลำดับตามตารางที่ 4.1 และข้อมูลก่อนปี พ.ศ. 2558 ที่มีการปรับปรุงมาตรการกำกับทำให้มีการแบ่งมาตรการกำกับเพิ่มเป็น 3 ชั้น ซึ่งเดิมมีเพียงชั้นที่ 1 ในมาตรการ Cash Balance เท่านั้น ดังแสดงในตารางที่ 4.2

ตารางที่ 4.1 จำนวนครั้งของมาตรการที่นำมาบังคับใช้ แบ่งตามระดับของมาตรการต่างๆ

ระดับ	มาตรการที่นำมาบังคับใช้	จำนวนครั้งที่ติด มาตรการ
ระดับที่ 1	Cash Balance	584
ระดับที่ 2	Cash Balance, ห้ามคำนวณวงเงินซื้อขาย	44
ระดับที่ 3	Cash Balance, ห้ามคำนวณวงเงินซื้อขาย, ห้าม Net Settlement	0
	<b>รวม</b>	<b>628</b>

ตารางที่ 4.2 จำนวนครั้งของมาตรการที่นำมาบังคับใช้

แบ่งตามช่วงเวลาของการบังคับใช้มาตรการระดับต่างๆ

ระดับ	ก.ย. – ธ.ค. พ.ศ. 2556	พ.ศ. 2557	พ.ศ. 2558
ระดับที่ 1	16	239	329
ระดับที่ 2	0	0	44
ระดับที่ 3	0	0	0



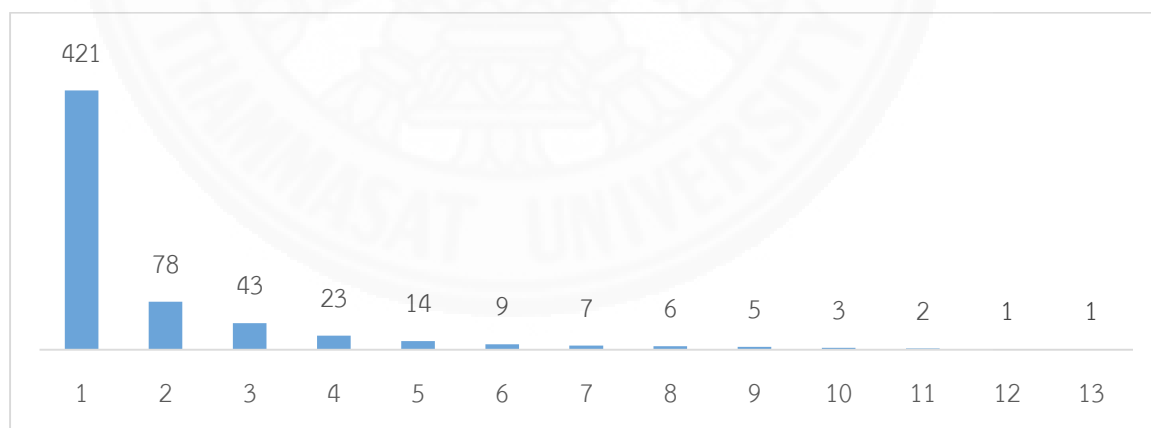
หลักทรัพย์ที่ติดในมาตรการกำกับนี้จะเป็นหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น ซึ่งในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนทั้ง 185 หลักทรัพย์ จะแบ่งเป็นกลุ่มที่อยู่ในตลาด SET และ mai ดังตารางที่ 4.3

ตารางที่ 4.3 บริษัทที่อยู่ในมาตรการกำกับหลักทรัพย์ระหว่างเดือน

กันยายน พ.ศ. 2556 ถึง ธันวาคม 2558 แบ่งตามตลาดที่หุ้นสามัญนั้นๆทำการซื้อขาย

ตลาดหลักทรัพย์	จำนวนหลักทรัพย์ในแต่ละตลาด	จำนวนครั้งที่ติดมาตรการ
SET	110	396
mai	75	232
<b>รวม</b>	<b>185</b>	<b>628</b>

จากข้อมูลจำนวนครั้งของหลักทรัพย์ที่ถูกกำกับในมาตรการดังกล่าวที่นำมาใช้ศึกษาพบว่าหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ mai มีแนวโน้มจะมีจำนวนครั้งในการติดมาตรการกำกับต่อ 1 หลักทรัพย์สูงกว่า อีกทั้งมีโอกาสติดมาตรการกำกับที่ต่อเนื่องมากกว่าในตลาดหลักทรัพย์ SET โดยรวมแล้วพบว่ามีหลักทรัพย์ที่อยู่ในมาตรการกำกับหลักทรัพย์ต่อเนื่องสูงสุดถึง 13 ครั้ง ดังแสดงในแผนภูมิที่ 4.1



แผนภูมิที่ 4.1 จำนวนครั้งของการติดมาตรการกำกับหลักทรัพย์ต่อเนื่องที่ใช้เป็นข้อมูลสำหรับการศึกษาของกลุ่มหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญ

จำนวนข้อมูลที่น่ามาศึกษาจะแบ่งเป็นข้อมูลก่อนและระหว่างการเข้ามาตรการกำกับหลักทรัพย์ โดยรวมทั้งหมดจะมีข้อมูล 1,033 ชุด ซึ่งตัดข้อมูลที่ไม่สามารถนำมาศึกษาเนื่องด้วยความเหมาะสมของการศึกษาเช่น หุ้น IPO ที่ติดมาตรการกำกับทันทีเมื่อเข้าทำการซื้อขาย เพราะไม่มีช่วง Normal Period ปรากฏ เป็นต้น

ตารางที่ 4.4 จำนวนชุดของข้อมูลแจกแจงตามเกณฑ์ก่อนและระหว่างมาตรการกำกับหลักทรัพย์

	จำนวนข้อมูล
ช่วงก่อนเข้ามาตรการกำกับหลักทรัพย์	420
ช่วงติดมาตรการกำกับหลักทรัพย์	613
- ระดับที่ 1            569 ชุด	
- ระดับที่ 2            44 ชุด	
<b>รวม</b>	<b>1,033</b>

#### 4.2 ผลการศึกษาการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณต่อตัวแปรสำคัญเพื่อทดสอบประสิทธิผลของการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์โดยรวม

ในการศึกษาครั้งนี้ได้แบ่งการศึกษาของประสิทธิผลในมาตรการกำกับหลักทรัพย์กับค่าที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ 4 ประเภท และแบ่งออกเป็น 5 ค่า มีผลการศึกษาเป็นดังตารางที่ 4.5

ตารางที่ 4.5 ผลของการวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลง

ต่อเหตุการณ์กำกับดูแล ผ่านสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยพหุคูณ

ตัวแปรที่ใช้วิเคราะห์เปรียบเทียบ	TS1	TS2	Rnd	Post15	Adjusted R-Squared
Delta Volatility (Parkinson)	-2.2023* (.000)	.5005 (.568)	-.0276% (.827)	-.0445% (.884)	0.0523
Delta Volatility (Garman & Klass)	-1.7890* (.000)	-.4098 (.559)	-.0398 (.724)	-.2038 (.452)	0.0471
Turnover Ratio	-.2250* (.000)	.0059 (.870)	-.0000 (.993)	-.0357* (.004)	0.2596
Average Abnormal Return	-.0153* (.000)	.0007 (.889)	-.0005 (.514)	-.0013 (.470)	0.0780
Trading Volume Change	-4.1550* (.000)	-.0365 (.989)	-.1673 (.668)	2.6192* (.005)	0.0227

\* มีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

ส่วนที่ 4.2.1 ผลกระทบต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงความผันผวนของราคาหลักทรัพย์รายวันตามวิธีของ Parkinson (1980)

พบว่ามาตรการ Cash Balance เป็นมาตรการที่มีประสิทธิผลสำหรับการลดอัตราการเปลี่ยนแปลงความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในกรณีนี้ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% แต่สำหรับมาตรการห้ามคำนวณวงเงินซื้อขายนั้นไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเปลี่ยนแปลงความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ เช่นเดียวกันกับตัวแปรต้นอย่างจำนวนครั้งของการเข้ามาตรการกำกับ และตัวแปรหุ่นของช่วงเวลาก่อนและภายหลังการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์นั้น ต่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราการเปลี่ยนแปลงความผันผวนของราคาหลักทรัพย์รายวัน

ส่วนที่ 4.2.2 ผลกระทบต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงความผันผวนของราคาหลักทรัพย์รายวันตามวิธีของ Garman & Klass (1980)

การศึกษาในลักษณะเดียวกันกับส่วนที่ 4.2.1 แต่นำวิธีของ Garman & Klass ที่เสนอไว้ในปีเดียวกันมาคำนวณค่าความผันผวนของราคา จากผลการศึกษาพบว่าตัวแปรที่สนใจศึกษามีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงความผันผวนของราคา

หลักทรัพย์รายวันตามวิธีของ Garman & Klass เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับผลการศึกษากับกรณีความผันผวนตามวิธีของ Parkinson ที่อยู่ในส่วนที่ 4.2.1 แต่มีผลกระทบต่อความผันผวนของ Garman & Klass ในทางลบที่ต่ำกว่าความผันผวนของ Parkinson โดยตัวแปรหุ่นของช่วงเวลาก่อนและภายหลังการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์นั้น ยังคงไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อการเปลี่ยนแปลงของความผันผวน

#### ส่วนที่ 4.2.3 ผลกระทบต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ (Turnover Ratio)

จากผลการศึกษา พบว่าอัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือ Turnover Ratio นั้นมีแนวโน้มลดลงอย่างมีนัยสำคัญจากมาตรการกำกับที่เป็น Cash Balance และช่วงเวลาระหว่างก่อนและภายหลังการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์ ซึ่งลดลง .2250 และ .0357 ตามลำดับ ส่วนในด้านของมาตรการห้ามคำนวณวงเงินซื้อขาย ไม่มีผลกระทบต่ออัตราหมุนเวียนอย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวห้ามคำนวณวงเงินซื้อขาย กันกับจำนวนครั้งของการเข้ามาตรการกำกับหลักทรัพย์ก็ไม่ได้ช่วยลดอัตราหมุนเวียนนี้ลงอย่างมีนัยสำคัญเช่นเดียวกัน

#### ส่วนที่ 4.2.4 ผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวัน (Average Daily Abnormal Return)

จากผลการศึกษาพบว่าเฉพาะมาตรการ Cash Balance ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ต่อการลดลงของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวันเท่านั้น มาตรการห้ามคำนวณวงเงินซื้อขาย จำนวนครั้งของการติดมาตรการซ้ำ และช่วงเวลาก่อนและภายหลังการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวัน

#### ส่วนที่ 4.2.5 ผลกระทบต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายรายวัน

จากผลการศึกษาผลกระทบต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายพบว่า มาตรการ Cash Balance มีผลกระทบในทางลบต่อการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์รายวันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ขณะที่ช่วงระยะเวลาก่อนและภายหลังการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์มีผลกระทบในทางบวกต่อปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% เช่นกัน แต่จำนวนครั้งของการเข้ามาตรการกำกับหลักทรัพย์ต่อเนื่องและมาตรการห้ามคำนวณวงเงินซื้อขายไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายแต่อย่างใด

ผลการศึกษาโดยรวม พบว่ามาตรการ Cash Balance เป็นมาตรการที่มีประสิทธิภาพสามารถลดความแปรปรวนของราคาหลักทรัพย์ ลดอัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ (Turnover Ratio) รวมถึงปัจจัยอื่นๆที่นำมาใช้เป็นเกณฑ์ในการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างได้ผลในทิศทางที่คาด ขณะที่มาตรการอื่นๆที่เกิดขึ้นภายหลังอย่างการห้ามคำนวณวงเงินซื้อขายนั้น ไม่ได้มีนัยสำคัญ

ทางสถิติแต่อย่างใดกับตัวแปรที่นำมาใช้วิเคราะห์เปรียบเทียบ เช่นเดียวกับจำนวนครั้งของการเข้า  
มาตรการกำกับหลักทรัพย์ต่อเนืองนั้น ไม่ได้มีนัยสำคัญทางสถิติต่อการเปลี่ยนแปลงตัวชี้วัดใดๆเลย ซึ่ง  
เป็นดังที่แสดงในตารางที่ 4.5

นอกจากนี้ยังพบว่า ตัวแปรหุ่นของช่วงเวลาก่อนและภายหลังการเปลี่ยนแปลง  
มาตรการกำกับหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2558 นั้นมีนัยสำคัญทางสถิติกับตัววัดเฉพาะอัตราหมุนเวียนการ  
ซื้อขายหลักทรัพย์ และการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เท่านั้น ซึ่งตัวแปรหุ่น  
ดังกล่าวนี้ กลับไม่มีผลต่อตัวแปรที่ใช้วิเคราะห์เปรียบเทียบอื่นๆแต่อย่างใด

#### **4.3 ผลการศึกษาการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณต่อตัวแปรสำคัญเพื่อทดสอบประสิทธิผลของ การกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์แบ่งตามช่วงก่อนและหลังการแก้ไขมาตรการกำกับ**

สำหรับผลการศึกษาในกรณีนี้ เป็นการศึกษาโดยแยกผลของช่วงเวลาระหว่างก่อนและ  
ภายหลังการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์ (ก่อนและภายหลังปี พ.ศ. 2558) เพื่ออธิบายว่า  
มีผลกระทบต่ตัวชี้วัดแต่ละตัวแตกต่างจากเดิมอย่างไร ได้ผลการศึกษาเป็นดังตารางที่ 4.6

ตารางที่ 4.6 ผลการเปรียบเทียบขนาดของผลกระทบจากการใช้มาตรการต่างๆ ระหว่างช่วงก่อนปี พ.ศ. 2558 และในปี พ.ศ. 2558

ตัวแปรที่ วิเคราะห์	Delta Volatility (Parkinson)		Delta Volatility (Garman & Klass)		Turnover Ratio		Average Abnormal Return		Trading Volume Change	
	Pre15	Post15	Pre15	Post15	Pre15	Post15	Pre15	Post15	Pre15	Post15
TS1	-3.7224* (.000)	-2.4856* (.000)	-3.2370* (.000)	-1.8440* (.000)	-.2801* (.000)	-.1936* (.000)	-.0098** (.031)	-.0187* (.000)	-1.5747* (.003)	-7.2437* (.001)
TS2	-	-.1627 (.854)	-	-.1416 (.859)	-	.0077 (.801)	-	.0006 (.906)	-	.2780 (.940)
Rnd	1.6276* (.005)	-.0825 (.530)	1.3650* (.008)	-.0983 (.409)	.0266 (.336)	-.0032 (.479)	-.0028 (.399)	-.0002 (.840)	-.1168 (.761)	.0288 (.958)
Adjusted R-Squared	0.0495	0.0664	0.0506	0.0494	0.2423	0.2527	0.0545	0.0925	0.0695	0.0241

\* มีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

ส่วนที่ 4.3.1 ผลกระทบต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงความผันผวนของราคาหลักทรัพย์รายวันตามวิธีของ Parkinson (1980)

จากการศึกษาพบว่ามาตรการกำกับหลักทรัพย์อย่าง Cash Balance นั้นมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ในทิศทางลบทั้งก่อนและภายหลังการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์ต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงค่าความผันผวนตามวิธีของ Parkinson แม้ว่าขนาดของผลกระทบต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงความผันผวนลงในช่วงปี พ.ศ. 2558 ขณะที่จำนวนครั้งของการเข้ามาตราการกำกับต่อเนื่อง ในช่วงก่อน พ.ศ. 2558 นั้นมีนัยสำคัญในทางสถิติในทางบวกของอัตราการเปลี่ยนแปลงความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ แต่ในปี พ.ศ. 2558 กลับไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเปลี่ยนแปลงความผันผวน ขณะที่มาตรการห้ามค่านวณวงเงินซื้อขายที่เกิดขึ้นในปี พ.ศ. 2558 ก็ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเปลี่ยนแปลงความผันผวนของราคาหลักทรัพย์รายวัน

ส่วนที่ 4.3.2 ผลกระทบต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงความผันผวนของราคาหลักทรัพย์รายวันตามวิธีของ Garman & Klass (1980)

จากผลการศึกษา จะเห็นว่ามาตรการ Cash Balance มีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ในทางลบต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงความผันผวนของราคาหลักทรัพย์รายวัน ทั้งก่อนและภายหลังการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2558 แต่มีระดับของผลกระทบที่แตกต่างกัน คือในช่วง พ.ศ. 2558 ที่มีการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์ กลับมีผลกระทบกับการลดลงของอัตราการเปลี่ยนแปลงความผันผวนดังกล่าวลดลงจาก 3.2370 เป็น 1.8440 ขณะที่มาตรการห้ามค่านวณวงเงินซื้อขายไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการเปลี่ยนแปลงความผันผวน และจำนวนครั้งของการเข้ามาตราการกำกับกับการซื้อขายต่อเนื่องที่เดิมมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ความเชื่อมั่น 99% ในทางบวกกับอัตราการเปลี่ยนแปลงความผันผวนเดียวกันนั้น กลับไม่มีนัยสำคัญทางสถิติภายหลังการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์ ซึ่งมีลักษณะที่คล้ายคลึงกับผลการศึกษาผลกระทบต่อความผันผวนเดียวกันนี้ ตามวิธีของ Parkinson (1980)

ส่วนที่ 4.3.3 ผลกระทบต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ (Turnover Ratio)

จากผลการศึกษาพบว่ามาตรการ Cash Balance ยังมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ในทางลบต่ออัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ (Turnover Ratio) และมีผลในทางลบในขนาดที่ลดลงเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์ ขณะที่จำนวนครั้งของการเข้ามาตราการกำกับต่อเนื่องไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงในลักษณะที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราหมุนเวียนทั้งก่อนและภายหลังการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์ ขณะที่มาตรการห้ามค่านวณวงเงินซื้อขายที่เพิ่มเข้ามาก็ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราหมุนเวียน

#### ส่วนที่ 4.3.4 ผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวัน (Average Daily Abnormal Return)

จากผลการศึกษา พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ภายหลังจากเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์ จากเดิมที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และมีผลกระทบในทางลบที่รุนแรงมากขึ้นจาก -0.0098 เป็น -0.0187 แสดงถึงการมีประสิทธิผลต่อการใช้มาตรการกำกับสำหรับการลดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติลงได้สูงขึ้น ขณะที่มาตรการห้ามค่านวงเงินซื้อขาย และจำนวนครั้งที่เข้ามาตราการกำกับหลักทรัพย์ต่อเนืองนั้น ไม่มีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทั้งก่อนและภายหลังจากเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์

#### ส่วนที่ 4.3.5 ผลกระทบต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายรายวัน

จากผลการศึกษาพบว่ามาตรการ Cash Balance ยังคงมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ทั้งก่อนและภายหลังจากเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ และผลกระทบในทางลบต่อการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายรายวันเฉลี่ยของมาตรการ Cash Balance มีขนาดที่เปลี่ยนไปจากการเปลี่ยนแปลงมาตรการรุนแรงขึ้นจากลดลง 1.5747 เป็น 7.2437 ขณะที่มาตรการห้ามค่านวงเงินซื้อขายไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ รวมถึงจำนวนครั้งของการติดมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ก็ไม่มีผลกระทบเช่นเดียวกัน

โดยรวมพบว่า การเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับการซื้อขายในช่วงก่อนและภายหลังจากเปลี่ยนแปลง ส่งผลต่อตัวแปรที่ใช้วิเคราะห์เปรียบเทียบ โดยมาตรการ Cash Balance เป็นมาตรการเดียวที่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับตัวแปรที่นำมาใช้วิเคราะห์เปรียบเทียบ ขณะที่มาตรการห้ามค่านวงเงินซื้อขาย ที่เริ่มนำมาใช้เฉพาะภายหลังจากเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับการซื้อขายแล้ว พบว่าไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับตัวชี้วัดใดๆที่นำมาศึกษา ขณะที่จำนวนครั้งของการเข้ามาตราการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์มีนัยสำคัญทางสถิติที่เปลี่ยนแปลงไปกับตัวชี้วัดบางชนิด ส่งผลให้จำนวนครั้ง ไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญกับความผันผวนของราคาหลักทรัพย์รายวันกับทั้งการคำนวณ 2 วิธี รวมถึงกับตัวชี้วัดอื่นๆทั้งหมดก็ไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับจำนวนครั้งของการเข้ามาตราการ ภายหลังจากเปลี่ยนแปลงมาตรการในปี พ.ศ. 2558

การเข้ามาตราการ Cash Balance ภายหลังจากเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับการซื้อขาย มาตรการดังกล่าวมีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้นในการช่วยลดผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวัน และลดปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยรายวันได้สูงขึ้นมาก ขณะที่ช่วยลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์รายวัน และอัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ได้น้อยลง ดังแสดงในตารางที่ 4.6



## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

การศึกษาเรื่องการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์นี้ ศึกษาโดยผ่านค่าต่างๆที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ คืออัตราการเปลี่ยนแปลงความผันผวนของราคาหลักทรัพย์รายวัน , อัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ (Turnover Ratio), อัตรากำไรผิดปกติเฉลี่ยรายวัน (Average Daily Abnormal Return) และการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายรายวัน ซึ่งจุดมุ่งหมายของการออกมาตรการกำกับการซื้อขายนั้น นำมาใช้เพื่อลดค่าอ้างอิงกับอัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นตัวชี้วัดสำคัญ ซึ่งนำมาใช้เป็นเกณฑ์ในการเลือกหลักทรัพย์ต่างๆเข้ามาตรการกำกับหลักทรัพย์ปรับปรุงใหม่ในปี พ.ศ. 2558 ขณะที่ค่าของตัวแปรอื่นๆ เป็นผลกระทบที่เกี่ยวข้องเนื่องกันจากการใช้มาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์

การวิเคราะห์เปรียบเทียบประสิทธิผลของการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์ ใช้การเทียบผลกระทบต่อค่าของตัวชี้วัดค่าต่างๆ รวมถึงนัยสำคัญทางสถิติต่อการเปลี่ยนแปลงค่าของตัวชี้วัด ว่ามีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางและขนาดอย่างไร โดยการหาความสัมพันธ์ด้วยสมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear Regression) และแบ่งการทดสอบเป็น 2 วิธี คือการหาความสัมพันธ์ด้วยการนำตัวแปรหุ่นใส่เข้าไปในการทดสอบและดูขนาดของผลกระทบ และระดับของความมีนัยสำคัญทางสถิติ อีกวิธีหนึ่งคือการแบ่งช่วงของการทดสอบออกเป็น ช่วงก่อนและภายหลังการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อดูการเปลี่ยนแปลงของขนาดของผลกระทบที่เกิดจากการใช้มาตรการแต่ละประเภท รวมถึงผลกระทบจากจำนวนครั้งของการเข้ามาตรการกำกับหลักทรัพย์ต่อเนื่องกัน

จากการศึกษาในวิธีแรก พบว่าช่วงเวลาก่อนและภายหลังของการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์รายวัน และการเปลี่ยนแปลงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยรายวันเท่านั้น โดยอัตราหมุนเวียนการซื้อขายจะได้รับอิทธิพลในทางลบ แต่การเปลี่ยนแปลงปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยรายวันจะได้รับอิทธิพลในทางบวก ขณะที่ตัวชี้วัดตัวอื่นๆไม่ได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติจากช่วงเวลาก่อนและภายหลังการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์ ส่วนมาตรการกำกับหลักทรัพย์ที่เป็น Cash Balance มีนัยสำคัญทางสถิติต่อตัวชี้วัดทั้งหมด และมีอิทธิพลในทางลบ เป็นผลตามที่คาดหมายจากการบังคับใช้มาตรการกำกับการซื้อขาย แต่มาตรการห้ามค่านวงเงินซื้อขายที่เป็นมาตรการลำดับที่สอง ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อตัวชี้วัดใดๆ แสดงถึงการที่ไม่สามารถช่วยลดค่าต่างๆที่

ผู้บังคับใช้มาตรการต้องการได้ และจำนวนครั้งของการเข้ามาตรรกการกำกับหลักทรัพย์ต่อเนื่องก็ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อค่าของตัวชี้วัดต่างๆเช่นเดียวกัน ดังนั้นการให้หลักทรัพย์ที่มีปัญหาอัตราหมุนเวียนการซื้อขายสูง เข้ามาตรรกการกำกับหลักทรัพย์ต่อเนื่องเป็นระยะเวลาหลายๆ ก็ไม่ได้ช่วยแก้ไขปัญหาการมีอัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ที่สูง รวมถึงการลดค่าตัวชี้วัดอื่นๆ อย่างความผันผวนของราคาหลักทรัพย์รายวัน หรือผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยรายวันลงได้

ผลจากการศึกษาในวิธีที่สองนี้ พบว่ามาตรการ Cash Balance มีนัยสำคัญทางสถิติต่อการเปลี่ยนแปลงค่าของตัวชี้วัดที่นำมาศึกษาทั้งหมด แต่มีความสามารถในการขจัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์รายวัน และอัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์รายวัน ได้น้อยลงจากช่วงก่อนเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์ แต่สามารถช่วยลดผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยรายวัน และลดการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายรายวันลงได้ดีมากขึ้น ผลการศึกษาในส่วนนี้ขัดแย้งกับผลการศึกษาจากการทดสอบด้วยวิธีแรกอยู่ในส่วนของความสามารถในการช่วยลดอัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์และทิศทางของผลกระทบการเปลี่ยนแปลงปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ขณะที่มาตรการห้ามคำนวณวงเงินซื้อขายมีขึ้นภายหลังการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับการซื้อขายแล้ว จึงไม่สามารถนำมาเปรียบเทียบกับช่วงก่อนหน้าการเปลี่ยนแปลงมาตรการดังกล่าวได้ และจำนวนครั้งของการเข้ามาตรรกการกำกับหลักทรัพย์ต่อเนื่อง เดิมมีผลกระทบในเชิงบวกต่อความผันผวนราคาหลักทรัพย์รายวันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ภายหลังการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์กลับไม่มีนัยสำคัญทางสถิติอีกต่อไป ซึ่งแสดงถึงการเข้ามาตรรกการกำกับหลักทรัพย์ในช่วงขยายการกำกับหลักทรัพย์ จะไม่สามารถเร่งให้ตัวชี้วัดต่างๆเปลี่ยนแปลงให้เป็นตามผู้บังคับใช้มาตรการต้องการได้

## 5.2 ประโยชน์ที่ได้รับ

จากผลการศึกษาเกี่ยวกับประสิทธิผลของการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์พบว่าตัวชี้วัดต่างๆที่นำมาศึกษาต่างได้รับอิทธิพลจากมาตรการ Cash Balance ซึ่งแสดงว่ามาตรการนี้เป็นมาตรการที่ได้ผลในการจัดการกับหลักทรัพย์ที่มีอัตราหมุนเวียนสูง และมีการเปลี่ยนแปลงของราคาผิดปกติ แต่การเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2558 นั้น ไม่ได้มีประโยชน์ในเชิงการเพิ่มประสิทธิผลของการบังคับใช้มาตรการกับการลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์และอัตราหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ ผู้บังคับใช้มาตรการอย่าง ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์อาจใช้ผลการศึกษาเป็นส่วนหนึ่งของการพิจารณาออกแบบและแก้ไขมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในภายภาคหน้าให้เหมาะสมและแก้ปัญหาการซื้อขายที่ผิดปกติตามที่ผู้บังคับใช้ต้องการ และเพื่อให้เกิดประโยชน์กับนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สำหรับนักลงทุน การศึกษานี้จะทำให้ให้นักลงทุนเข้าใจถึงผลกระทบของมาตรการที่ใช้อยู่ต่อตัวชี้วัดต่างๆ ซึ่งพบว่ามาตรการ Cash Balance เป็นมาตรการที่มีประสิทธิภาพที่อยู่ แม้ภายหลังการเปลี่ยนแปลงมาตรการแล้วมีประสิทธิผลที่ลดลงมาจากเดิมในส่วนของความผันผวนและอัตราหมุนเวียน แต่มาตรการ Cash Balance นั้นมีประสิทธิผลในการลดผลตอบแทนที่ผิดปกติได้ดียิ่งขึ้น นักลงทุนและนักเก็งกำไรในตลาดหลักทรัพย์อาจเห็นจากผลการศึกษานี้ แล้วหลีกเลี่ยงการเก็งกำไรในหลักทรัพย์ที่เข้ามาตราการกำกับหลักทรัพย์นี้ และนักลงทุนที่เก็งกำไรในหุ้นสามัญต่างๆที่เข้ามาตราการ Cash Balance จะหลีกเลี่ยงการถือหุ้นสามัญที่ติดเกณฑ์ดังกล่าวในระยะเวลาที่อยู่ในมาตรการ เพื่อรักษาความมั่งคั่ง และผลตอบแทนให้อยู่สูงกว่าระดับตลาดต่อไป

### 5.3 ข้อจำกัดของงานวิจัย

ในการศึกษาเรื่องที่เกี่ยวข้องกับมาตรการกำกับหลักทรัพย์รายตัวนั้น ต้องทำการเก็บข้อมูลย้อนหลังเป็นจำนวนมาก ซึ่งเป็นระยะเวลาย้อนหลังมากกว่า 2 ปี ในเว็บไซต์ของ SET และ Settrade จะไม่ได้ทำการเก็บข้อมูลย้อนหลังมากกว่า 2 ปี ทั้งประกาศของ ก.ล.ต. และการชี้แจง Trading Alert ของบริษัทใดๆ ขณะที่การเก็บข้อมูลผ่านเว็บไซต์ SETSMART ก็มีการเก็บข้อมูลภายหลังเดือน กันยายน พ.ศ. 2556 เท่านั้น เนื่องจากข้อมูลย้อนหลังส่วนนี้ไม่กระทบกับการซื้อขายในปัจจุบันจึงทำให้เมื่อหลักทรัพย์ดังกล่าวออกจากมาตรการกำกับแล้วทั้งบริษัทหลักทรัพย์, ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ จึงไม่แสดงข้อมูลเหล่านี้อย่างละเอียด ทั้งหมดนี้ส่งผลให้ข้อมูลหลักทรัพย์ในช่วงเวลาก่อนหน้านั้นจึงไม่สามารถหาตามแหล่งข้อมูลที่เป็นทางการ อีกทั้งข้อมูลในเว็บไซต์ SETSMART บางส่วนยังมีข้อบกพร่องในการระบุช่วงเวลาที่ไม่ตรงกับเอกสารอยู่เล็กน้อยเมื่อนำมาตรวจสอบกับเอกสารแจ้งหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการซื้อขายผ่านประกาศของตลาดหลักทรัพย์ แต่พบว่าข้อมูลเกือบทั้งหมดนั้นถูกต้องตรงกับเอกสารในเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์

และในการเก็บข้อมูลของ Turnover Ratio ที่ใช้การคำนวณโดยอ้างอิง Free Float พบว่าข้อมูล Free Float นั้นจะถูกสรุปมาเมื่อมีการปิดสมุดบัญชีผู้ถือหุ้นเท่านั้น การเปลี่ยนแปลงของจำนวนหุ้นที่อยู่กับ Strategic Shareholder ระหว่างนั้นอาจมีการเปลี่ยนแปลงใดๆเกิดขึ้นก็ได้ ซึ่ง ก.ล.ต. มีกฎหมายให้ผู้บริหารต้องส่งรายงานการซื้อขายหุ้นและแสดงต่อนักลงทุน แต่ในการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการลงทุนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ไม่ใช่ผู้บริหาร หากมีการเปลี่ยนแปลงในปริมาณไม่สูง ที่ตามรายงาน 246-2 กำหนดให้รายงานทุกการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนทุกๆร้อยละ 5 เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงนี้อาจจะส่งผลต่อการเปลี่ยนอำนาจบริหารในอนาคตได้ การเปลี่ยนแปลงในสัดส่วนที่ไม่ถึงช่วงทุกๆ 5% เช่น จาก 20.2% เพิ่มเป็น 24.7% ก็ไม่ต้องทำการรายงานต่อ ก.ล.ต. เหมือนเช่นเคย ทำให้ไม่สามารถเก็บข้อมูล Free Float อ้างอิงเป็นรายวันได้ ผู้ศึกษาจึงใช้ข้อมูล Free Float แบ่งตาม

ช่วงเวลาที่มีการปิดสมุดบัญชีและใช้สมมติฐานว่าข้อมูล Free Float ไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นในช่วงเวลานั้นๆ อาจทำให้การศึกษาไม่ได้นำไปสู่การพยากรณ์ข้อมูลในอนาคตทั้งหมดหากมีการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวเกิดขึ้น

#### 5.4 ข้อเสนอแนะของงานวิจัยครั้งต่อไป

งานวิจัยนี้ เลือกใช้ตัวชี้วัดต่างๆที่น่าจะได้ผลกระทบจากการบังคับใช้มาตรการกำกับ การซื้อขายหลักทรัพย์เพียง 4 ตัวชี้วัด คือ ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์รายวัน, อัตราหมุนเวียน การซื้อขายหลักทรัพย์, ผลตอบแทนที่ผิดปกติ และการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ รายวัน ยังมีตัวชี้วัดอื่นๆที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ให้สามารถทำการศึกษาเพิ่มเติมได้ รวมถึงตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ที่มีการเปลี่ยนแปลงมาตรการกำกับการซื้อขาย ซึ่งนับเป็นเวลาเพียง 1 ปีนั้น ทำให้ มาตรการห้าม Net Settlement ที่เป็นมาตรการสูงสุดของการกำกับหลักทรัพย์ในปัจจุบันก็ยังไม่ถูก นำมาบังคับใช้ จึงเป็นโอกาสสำหรับการศึกษาผลของมาตรการดังกล่าวรวมถึงผลจากมาตรการอื่นๆ เมื่อใช้ร่วมกับมาตรการอื่นๆ ในภายภาคหน้าได้ พร้อมกับการประยุกต์ใช้โมเดลต่างๆที่ซับซ้อนมากยิ่งขึ้น เช่น Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity (GARCH) เพื่ออธิบาย ผลของมาตรการกำกับหลักทรัพย์ทั้ง 3 มาตรการได้ดียิ่งขึ้นต่อไป

## รายการอ้างอิง

### การค้นคว้าอิสระ

- นภนต์ ใจแสน. (2014). “การศึกษาปัจจัยในการพิจารณาหลักทรัพย์เพื่อเข้าข่าย Trading Alert List และการตอบสนองของหลักทรัพย์ต่อมาตรการ Trading Alert List”, การศึกษาอิสระปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ศุภสิริ ศรียานงค์. (2011). “ผลกระทบของนโยบายการวางเงินสดเต็มจำนวนต่อตลาดใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ในประเทศไทย”, การศึกษาอิสระปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- Kulwarothai, T., (2013), “The Effect of Political Risk on The Volatility of Stock Return: Evidence from Thailand,” An Independent Study for the Degree of Master of Science (Finance), Thammasat University.
- Sinfapanit, T., (2014), “The Effect of Trading Halts Evidence from Stock Exchange of Thailand,” An Independent Study for the Degree of Master of Science (Finance), Thammasat University

### สื่ออิเล็กทรอนิกส์

- ศิริภพ ปัททนนท์. (2014). “ประสิทธิผลของมาตรการแคชบาลานซ์ (Cash Balance) สำหรับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด”, CMRI Working Paper 02/2014. สืบค้นเมื่อ 8 มกราคม 2559 จาก [http://www.set.or.th/setresearch/files/cmresearch/2014.02\\_CMRI\\_Working\\_Paper.pdf](http://www.set.or.th/setresearch/files/cmresearch/2014.02_CMRI_Working_Paper.pdf)
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (ม.ป.ป.). ข่าวบริษัทหลักทรัพย์ หัวข้อ Market Alerts. สืบค้นเมื่อ 8 มกราคม 2559 จาก <http://www.set.or.th/set/marketalertnews.do>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิธีคำนวณ Turnover List. สืบค้นเมื่อ 10 มกราคม 2559 จาก <http://capital.sec.or.th/webapp/turnoverlist/calmeth.htm>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. Going Public Guide. สืบค้นเมื่อ 10 มกราคม 2559 จาก [http://www.set.or.th/th/products/listing/files/Going\\_Public\\_Guide.pdf](http://www.set.or.th/th/products/listing/files/Going_Public_Guide.pdf)
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. หลักเกณฑ์ในการประมาณค่า

Free Float. สืบค้นเมื่อ 10 มกราคม 2559 จาก

<http://capital.sec.or.th/webapp/freelfloat/ffinfo.htm>

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. Turnover List. สืบค้นเมื่อ 10 มกราคม 2559 จาก <http://www.sec.or.th/TH/Pages/TurnoverList.aspx>

## Articles

Chen, H., Chen, H., and Valerio, N., (2003), “The effects of trading halts on price discovery for NYSE stocks,” *Applied Economics*, 35(1), 91-97.

Christie, W. G., Corwin, S. A., and Harris, J. H., (2002), “Nasdaq Trading Halts: The Impact of Market Mechanisms on Prices, Trading Activity, and Execution Costs,” *The Journal of Finance*, 57(3), 1443–1478.

Frino, A., Lecce, S., and Segara, R., (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.

Jiang, C., McInish, T., and Upson, J., (2009), “The information content of trading halts,” *Journal of Financial Markets*, 12(4), 703-726.

Kim, Y. H., Yang, J. J., (2007), “The effect of price limits on intraday volatility and information asymmetry,” *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(2008) 552-538

Kim, Y. H., Yagüe, J., and Yang, J. J., (2008), “Relative Performance between Trading Halts and Price Limits: Evidence from the Spanish Stock Exchange,” *International Review of Economics & Finance*, 17(2), 197-215.

Lee, C.M., Ready, J., Seguin, P.J., (1994), “Volume, volatility, and New York Stock Exchange trading halts,” *The Journal of Finance*, 49, 183–215.

Parkinson, M., (1980), “The Extreme Value Method for Estimating the Variance of the Rate of Return,” *Journal of Business*, 53(1), 61-65.

Wong, W. K., Liu, B., and Zeng Y., (2009), “Can price limits help when the price is falling? Evidence from transactions data on the Shanghai Stock Exchange,” *China Economic Review*, 20 (1), 91–102.

## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นายธิษณู อังคะปัญญาเดช
วันเดือนปีเกิด	27 สิงหาคม พ.ศ. 2536
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2557: บัณฑิต (การบัญชีแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

