



ประสิทธิผลของมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2  
ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นายฉันท วิรัชอมรพันธ์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บริหารธุรกิจบัณฑิต  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2559  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสิทธิผลของมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2  
ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นายฉันท วิรัชอมรพันธ์



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บริหารธุรกิจบัณฑิต  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2559  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



EFFECTIVENESS OF MARKET SURVEILLANCE CRITERIA LEVEL 2 OF  
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

BY

MR. KANAT VIRUSHAMORNPHAN



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF  
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF  
MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION  
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY  
THAMMASAT UNIVERSITY  
ACADEMIC YEAR 2016  
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นายฉันท วิรัชอมรพันธ์

เรื่อง

ประสิทธิผลของมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2  
ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

เมื่อ วันที่ ..... ๗๐ ๖ ส.ค. ๒๕๖๐ .....

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



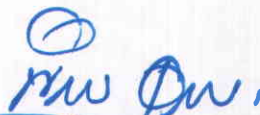
รองศาสตราจารย์ ดร. มนวิภา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร. สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี



(รองศาสตราจารย์ ดร. พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ประสิทธิผลของมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นายฉันท วิรัชอมรพันธ์
ชื่อปริญญา	บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
คณะ/มหาวิทยาลัย	คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2559

### บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้มุ่งเน้นศึกษาถึงประสิทธิผลในการลดความผันผวนของหลักทรัพย์จากมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเริ่มบังคับใช้ครั้งแรกในวันที่ 5 มกราคม 2558

งานวิจัยครั้งนี้มีกลุ่มตัวอย่างหลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการดังกล่าวด้วยกันทั้งสิ้น 6 หลักทรัพย์ ได้แก่ CWT DIMET KC STAR TAKUNI และ TPOLY โดยงานวิจัยในครั้งนี้ได้นำอัตราความผันผวนส่วนเกินของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Abnormal Variance Ratio : AVAR) มาวิเคราะห์ถึงประสิทธิผลของมาตรการฯ

จากการวิจัยพบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราความผันผวนส่วนเกินของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (AVAR) มีค่าน้อยกว่า 0 อย่างมีนัยสำคัญ นั่นหมายถึงความผันผวนของหลักทรัพย์มีค่าลดลงเมื่ออยู่ในมาตรการ แสดงให้เห็นว่ามาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 นี้มีประสิทธิผลในการช่วยลดความผันผวนของหลักทรัพย์ให้ลดลงได้

**คำสำคัญ:** มาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2, อัตราความผันผวนส่วนเกินของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์, ความผันผวน

Independent Study Title	EFFECTIVENESS OF MARKET SURVEILLANCE CRITERIA LEVEL 2 OF THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
Author	Mr. Kanat Virushamornphan
Degree	Master of Business Administration
Faculty/University	Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Somchai Supattarakul, Ph.D.
Academic Year	2016

### ABSTRACT

This research focuses effectiveness of the market surveillance criteria level 2 at reducing volatility in securities. The measure has been conducted by the Stock Exchange of Thailand, which has enforced on January 5, 2015.

The paper analyzes the effectiveness of the measure by the abnormal variance ratio (AVAR) in CWT, DIMAT, KC, STAR, TAKUNI, and TPOLY.

The result shows an average abnormal variance ratio (AVAR) less than zero in those six stocks, meaning the market surveillance criteria level 2 can reduce volatility in securities.

**Keywords:** market surveillance criteria level 2, abnormal variance ratio, volatility

## กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าอิสระครั้งนี้สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ ดร. สมชาย สุภัทรกุล เป็นอย่างสูงที่ได้รับกรุณารับเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาและได้ให้ความรู้ แนวคิด ข้อเสนอแนะ พร้อมทั้งช่วยแก้ไขข้อบกพร่องของงานวิจัยชิ้นนี้มาโดยตลอด และขอกราบขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ ดร. มนวิภา ผดุงสิทธิ์ ที่รับเป็นกรรมการที่ปรึกษาและช่วยชี้แนะแนวทางให้งานวิจัยชิ้นนี้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น รวมทั้งขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์ในมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ทุกท่านที่เป็นผู้ประศาสน์วิชาให้ผู้วิจัยได้คิด เรียนรู้ และนำความรู้ที่ได้รับมาใช้ประโยชน์ในงานวิจัย

นอกจากนี้ผู้วิจัยขอขอบคุณเพื่อนในมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ที่ได้คอยให้กำลังใจและให้คำปรึกษา รวมถึงขอขอบคุณเจ้าหน้าที่โครงการปริญญาโทบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ที่คอยอำนวยความสะดวกและคอยช่วยเหลือมาโดยตลอดจนทำให้การศึกษาค้นคว้าอิสระครั้งนี้สำเร็จลงได้

นายฉันท วิรัชอมรพันธ์

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
สารบัญภาพ	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	5
1.3 ขอบเขตงานวิจัย	5
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	6
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	7
2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับมาตรการกำกับหลักทรัพย์	7
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความผันผวนของหลักทรัพย์	8
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	9
3.1 วิธีการรวบรวมข้อมูล	9
3.2 วิธีดำเนินการวิจัย	9
3.2.1 การระบุช่วงเวลาเหตุการณ์	9



	(5)
3.2.2 การศึกษาความผันผวนส่วนเกินของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์	10
3.3 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล	11
3.4 สมมติฐานงานวิจัย	11
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	12
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาและประสิทธิผลของมาตรการฯ	12
4.2 ข่าวและเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ที่ติดอยู่ในมาตรการฯ	13
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	19
5.1 สรุปผลงานวิจัย	19
5.2 ข้อจำกัดในงานวิจัย	19
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	19
รายการอ้างอิง	20
ภาคผนวก	21
ประวัติผู้เขียน	22

## สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
1.1	มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด SET และตลาด mai ในปี 2554-2558	3
4.1	อัตราความผันผวนส่วนเกินของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์และสถิติเชิงพรรณนา	12



## สารบัญภาพ

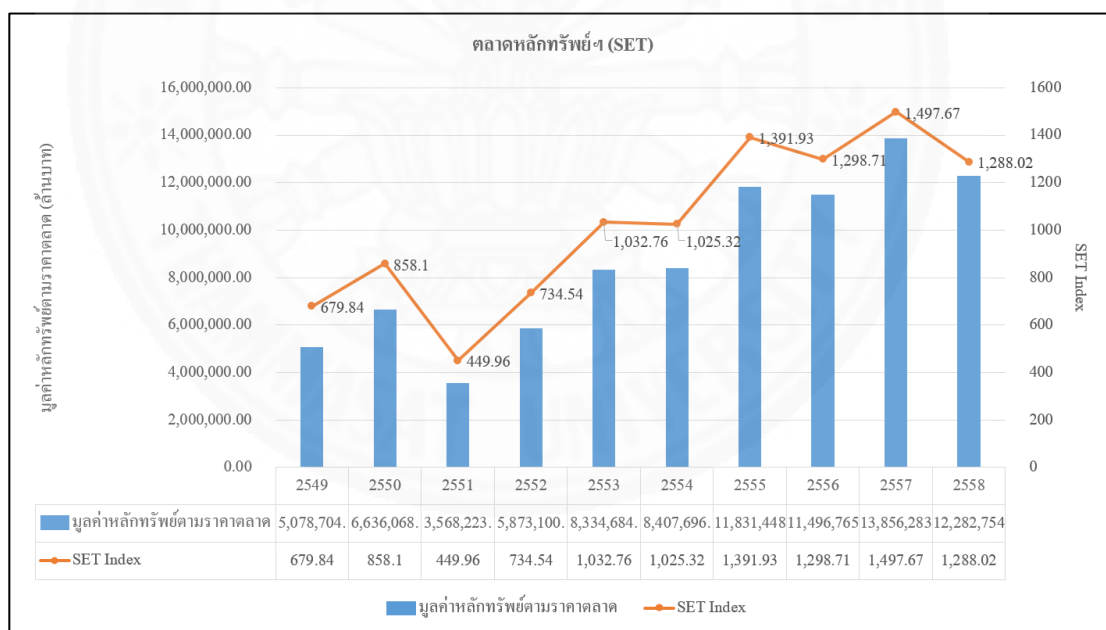
ภาพที่	หน้า	
1.1	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของตลาด SET	1
1.2	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของตลาด mai	2
1.3	มูลค่าและสัดส่วนการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันรวมของตลาด SET และ mai จำแนกตามประเภทผู้ลงทุน	4
3.1	แผนผังช่วงเวลาที่ จะทำการศึกษา	10
4.1	กราฟแท่งเทียนหลักทรัพย์ CWT	13
4.2	กราฟแท่งเทียนหลักทรัพย์ DIMET	14
4.3	กราฟแท่งเทียนหลักทรัพย์ KC	15
4.4	กราฟแท่งเทียนหลักทรัพย์ STAR (กราฟปรับผลกระทบ Dilution effect จากการขึ้นเครื่องหมาย XR วันที่ 4 มกราคม 2560)	16
4.5	กราฟแท่งเทียนหลักทรัพย์ TAKUNI (กราฟปรับผลกระทบ Dilution effect จากการขึ้นเครื่องหมาย XR วันที่ 9 ธันวาคม 2558)	17
4.6	กราฟแท่งเทียนหลักทรัพย์ TPOLY (กราฟปรับผลกระทบ Dilution effect จากการขึ้นเครื่องหมาย XR วันที่ 2 มิถุนายน 2558)	18

## บทที่ 1

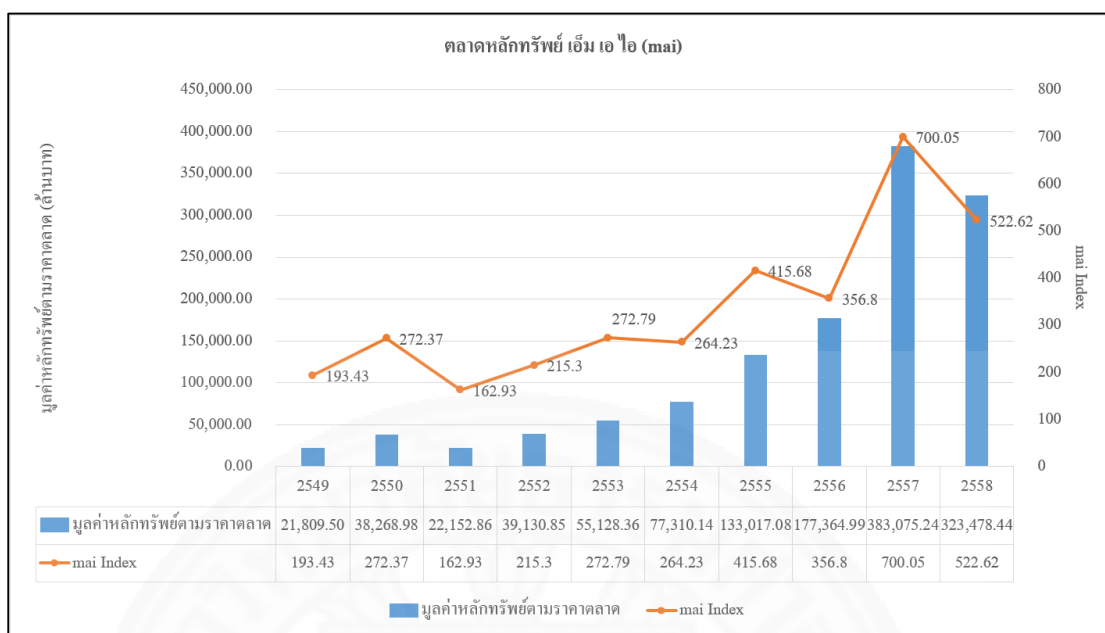
### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ต่อไปนี้จะอาจเรียกว่า ตลาดหลักทรัพย์ฯ) ได้เปิดดำเนินการขึ้นอย่างเป็นทางการในวันที่ 30 เมษายน 2518 ต่อมาตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้จัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเปิดดำเนินการขึ้นอย่างเป็นทางการในวันที่ 20 มิถุนายน 2542 จากภาพที่ 1.1 และ ภาพที่ 1.2 ณ สิ้นเดือนธันวาคม 2558 ดัชนีตลาด SET ปิดที่ระดับ 1,288.02 จุด และดัชนีตลาด mai ปิดที่ระดับ 522.62 จุด โดยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวมทั้งสองตลาดอยู่ที่ 12,606,233 ล้านบาท ซึ่งดัชนีและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2549 แต่มีลดลงบางในบางปี



ภาพที่ 1.1 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของตลาด SET  
ที่มา : SETSMART



ภาพที่ 1.2 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของตลาด mai  
ที่มา : SETSMART

ด้านมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ จากตารางที่ 1.1 แสดงมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยในปี 2558 ตลาด SET มีมูลค่าการซื้อขายอยู่ที่ 9,997,372 ล้านบาท และตลาด mai มีมูลค่าการซื้อขายอยู่ที่ 768,098 ล้านบาท มูลค่าการซื้อขายรวมทั้งสองตลาดอยู่ที่ 10,765,470 ล้านบาท ทั้งนี้มีมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันรวมของ ตลาด SET และตลาด mai อยู่ที่ 44,302 ล้านบาท ลดลง 2.56 % จากปี 2557 ซึ่งมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2549 แต่อาจมีปรับลดลงเล็กน้อยในบางปี

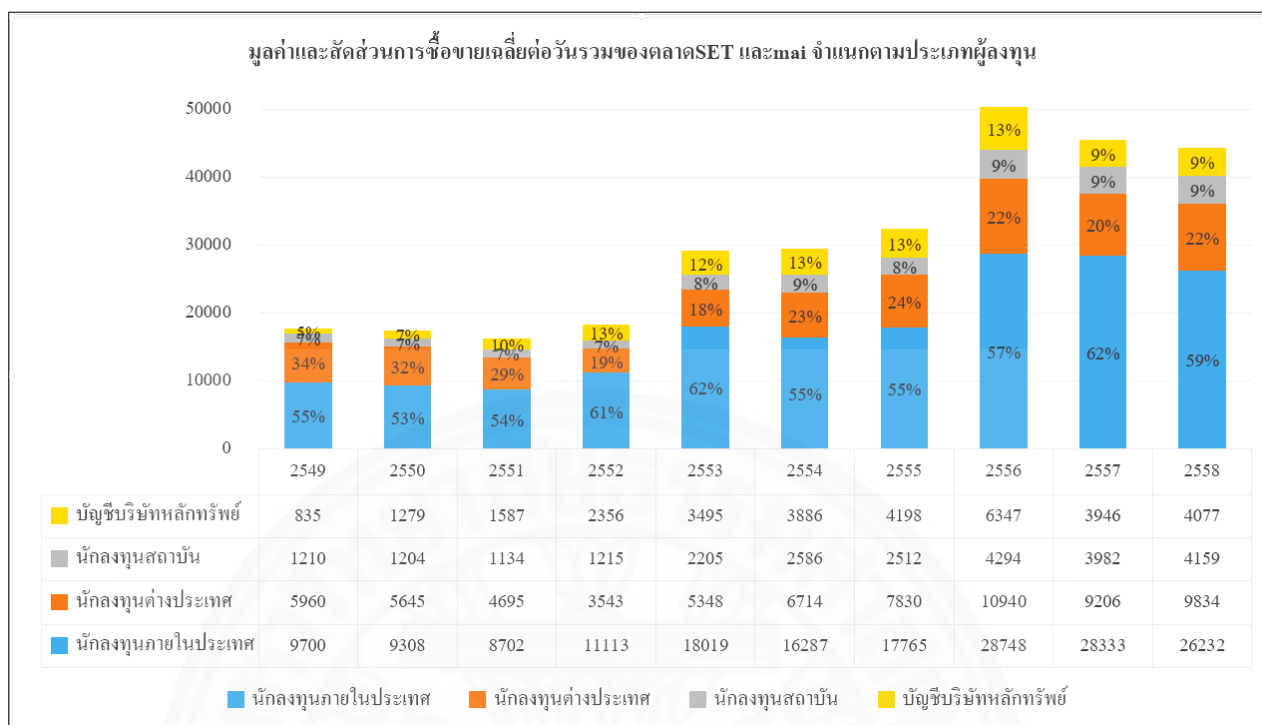
## ตารางที่ 1.1

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด SET และตลาด mai ในปี 2554-2558

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์	2549	2550	2551	2552	2553
ตลาดหลักทรัพย์ฯ (SET)	9,997,372	9,997,372	9,997,372	9,997,372	9,997,372
ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)	27,414	83,043	61,356	90,500	96,058
มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมของSET และmai	10,024,786	10,080,415	10,058,727	10,087,872	10,093,429
มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันรวมของSET และmai	16,394	17,436	16,118	18,226	29,066
อัตราการเปลี่ยนแปลงจากปีก่อนหน้า (change% (yoy))	-1.25	6.36	-7.56	13.08	59.47
มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์	2554	2555	2556	2557	2558
ตลาดหลักทรัพย์ฯ (SET)	9,997,372	9,997,372	9,997,372	9,997,372	9,997,372
ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)	151,023	298,929	553,459	946,112	768,098
มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมของSET และmai	10,148,395	10,296,300	10,550,830	10,943,484	10,765,470
มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันรวมของSET และmai	29,473	32,304	50,329	45,466	44,302
อัตราการเปลี่ยนแปลงจากปีก่อนหน้า (change% (yoy))	1.40	9.61	55.80	-9.66	-2.56

ที่มา : SETSMART

ทั้งนี้การซื้อขายหลักทรัพย์รวมทั้งตลาด SET และตลาด mai จำแนกตามประเภทผู้ลงทุน ในปี 2558 จากภาพที่ 1.3 พบว่า ประเภทนักลงทุนที่มีสัดส่วนการซื้อขายสูงที่สุดคือ นักลงทุนภายในประเทศ ซึ่งมีมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันอยู่ที่ 26,232 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนสัดส่วน 59 % ของมูลค่าการซื้อขายรวม รองลงมาคือ นักลงทุนต่างประเทศซึ่งมีมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันอยู่ที่ 9,834 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนสัดส่วน 22 % ของมูลค่าการซื้อขายรวม ซึ่งจะเห็นได้ว่านักลงทุนภายในประเทศมีสัดส่วนในการซื้อขายหลักทรัพย์สูงที่สุดตลอด 10 ปีที่ผ่านมา



ภาพที่ 1.3 มูลค่าและสัดส่วนการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันรวมของตลาด SET และmai จำแนกตามประเภทผู้ลงทุน  
ที่มา : SETSMART

จากข้อมูลข้างต้นแสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ฯ มีแนวโน้มขยายตัวทั้งในด้านมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยที่มึนักลงทุนในประเทศมีสัดส่วนในการซื้อขายหลักทรัพย์สูงที่สุดมาโดยตลอด

ถึงแม้ว่านักลงทุนในประเทศจะมีสัดส่วนในการซื้อขายหลักทรัพย์สูงที่สุด แต่กลับเป็นผู้ที่เข้าถึงแหล่งข้อมูลและเครื่องมือเพื่อใช้ในการตัดสินใจการลงทุนได้น้อยกว่านักลงทุนประเภทอื่น อีกทั้งยังขาดความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับความเสี่ยงของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ข้าราชการมักได้รับความเสียหายจากหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเข้าข่ายการสร้างราคาหลักทรัพย์ หรือที่เรียกว่าการปั่นราคาหุ้น ซึ่งเป็นปัญหาที่บั่นทอนความเชื่อมั่นต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อเป็นการป้องกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นต่อนักลงทุน ทางตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงออกมาตรการกำกับกับการดูแลซื้อขายหลักทรัพย์ โดยประกาศรายชื่อบริษัทหลักทรัพย์ที่มีสภาพการซื้อขายเปลี่ยนแปลงไปมากจากช่วงก่อนหน้า (Trading alert list) และประกาศรายชื่อบริษัทหลักทรัพย์ที่มีสภาพการซื้อขายผิดปกติเข้าข่ายตามเกณฑ์ (Turnover list) โดยจุดประสงค์ของมาตรการดังกล่าวมีขึ้นเพื่อลดความผันผวนที่เกิดขึ้นกับหลักทรัพย์ดังกล่าว ทั้งนี้ ทางตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้แบ่งระดับของมาตรการเพื่อควบคุมความผันผวนไว้ 3 ระดับ ดังนี้

ระดับที่ 1 ให้ซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยบัญชีประเภท Cash balance ซึ่งเป็นบัญชีที่ต้องวางหลักประกันด้วยเงินสดทั้งจำนวน

ระดับที่ 2 ให้ซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยบัญชีประเภท Cash Balance และ ห้ามนำหลักทรัพย์มาคำนวณวงเงินซื้อขาย ซึ่งทำให้ให้นักลงทุนซื้อหลักทรัพย์ที่ติดอยู่ในมาตรการล่าบากขึ้น และหากหลักทรัพย์ดังกล่าวอยู่ในบัญชีเงินสด (Cash Account) จะไม่สามารถนำมาคำนวณเป็นหลักประกันได้ส่งผลให้อำนาจซื้อในบัญชีเงินสด (Cash Account) ของนักลงทุนลดลง ด้วยเหตุผลดังกล่าวจึงอาจทำให้มีปริมาณการขายหลักทรัพย์ที่ติดอยู่ในมาตรการฯสูงในช่วงเริ่มเข้ามาตรการฯ และปริมาณการซื้อขายเริ่มลดลงในเวลาถัดมา

ระดับ 3 ให้ซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยบัญชีประเภท Cash Balance ห้ามนำหลักทรัพย์มาคำนวณวงเงินซื้อขาย และห้ามการซื้อขายแบบหักกลบค่าซื้อและค่าขายหลักทรัพย์ดังกล่าวในวันเดียวกัน (ห้าม Net settlement หากซื้อและขายวันเดียวกัน เงินค่าขายคืนวงเงินในวันรุ่งขึ้น)

เนื่องด้วยมาตรการกำกับดูแลซื้อขายหลักทรัพย์มีการปรับปรุงแก้ไข เกี่ยวหลักเกณฑ์ เงื่อนไขมาโดยตลอด เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการกำกับดูแลและการซื้อขายให้เหมาะสมกับสถานะโดยรวม และเพื่อป้องกันความเสี่ยงอันอาจเกิดต่อนักลงทุน ทั้งนี้มาตรการที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน ซึ่งประกาศใช้เมื่อวันที่ 5 มกราคม 2558 เป็นต้นมา มีหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายมาตรการกำกับดูแลการซื้อขายระดับ 2 จำนวน 6 หลักทรัพย์ แต่ยังไม่มียหลักทรัพย์ใดที่เข้าข่ายมาตรการกำกับดูแลการซื้อขายระดับ 3 ทางผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาว่ามาตรการกำกับดูแลซื้อขายระดับ 2 ของตลาดหลักทรัพย์ฯ มีประสิทธิผลในการช่วยลดความผันผวนของหลักทรัพย์ได้หรือไม่

## 1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

เพื่อศึกษาถึงมาตรการกำกับดูแลซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับ 2 ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ว่ามีประสิทธิผลในการควบคุมความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ให้ลดลงได้หรือไม่

## 1.3 ขอบเขตงานวิจัย

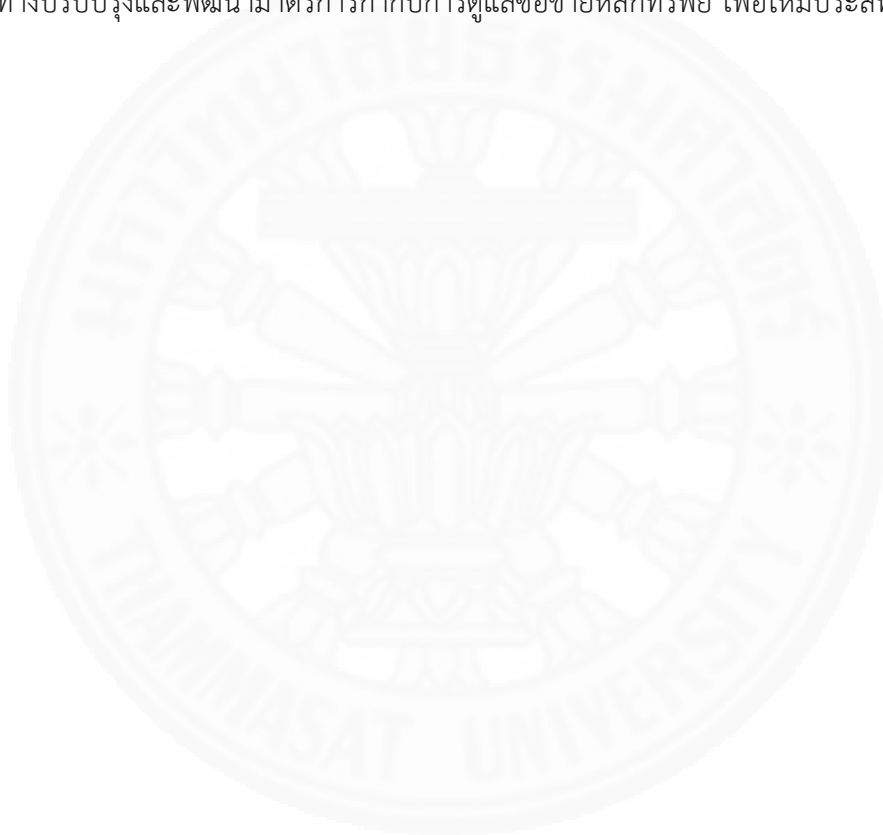
งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาผลกระทบของมาตรการกำกับหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 ที่มีต่อหลักทรัพย์ ในด้านความผันผวน โดยมาตรการดังกล่าวเริ่มบังคับใช้ครั้งแรกในวันที่ 5 มกราคม 2558 (ตามหนังสือเวียนเลขที่ กข.(ว) 3/2557 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) ดังนั้นทางผู้วิจัยจึงเก็บ



ข้อมูลตั้งแต่วันที่มาตรการเริ่มบังคับใช้จนถึงวันที่ 1 ธันวาคม 2559 ซึ่งมีหลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการดังกล่าวด้วยกันทั้งสิ้น 6 หลักทรัพย์

#### 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

งานวิจัยในครั้งนี้ศึกษาถึงประสิทธิผลของมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ทางตลาดหลักทรัพย์ฯ สามารถนำผลการศึกษาไปเป็นแนวทางปรับปรุงและพัฒนามาตรการกำกับการดูแลซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น



## บทที่ 2

### วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อศึกษาถึงมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ว่าช่วยลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพหรือไม่ โดยผ่านการวิเคราะห์ข้อมูลตามแนวทางของวิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ซึ่งเป็นแนวทางที่ใช้สำหรับการศึกษาถึงผลกระทบของเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่ง โดยให้ความสนใจช่วงที่ต้องการศึกษา ตั้งแต่ก่อนเข้ามาตรการ และระหว่างอยู่ในมาตรการ โดยผู้วิจัยได้รวบรวมผลงานวิจัยต่างๆที่เกี่ยวข้องไว้ดังนี้

#### 2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับมาตรการกำกับหลักทรัพย์

ศิริภพ ปัทมธนนันท์ (2557) ได้ทำการศึกษาถึงประสิทธิผลของมาตรการ Cash Balance สำหรับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ได้ใช้สมการของ Parkinson (1980) และสมการของ Garman and Klass (1980) จากผลการศึกษาพบว่า มาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์ ยังคงมีประสิทธิผลในการลดความผันผวนของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการไม่เกิน 3 ครั้ง ส่วนของมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์นั้น สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาของหลักทรัพย์ได้ดี อย่างไรก็ตามสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ตามนโยบายใหม่ จะลดลงอย่างมาก และลดลงมากกว่าช่วงปกติแม้ว่าจะออกจากมาตรการมาแล้วก็ตาม

นภนต์ ใจแสน (2557) ศึกษาปัจจัยในการพิจารณาหลักทรัพย์เพื่อเข้าข่าย Trading Alert List และการตอบสนองของหลักทรัพย์ต่อมาตรการ Trading Alert List พบว่าความผันผวนระหว่างวันของราคาหลักทรัพย์ซึ่งคำนวณตามแนวทาง Garman & Klass (1980) ไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระหว่างวันที่ประกาศ (announcement date) และในวันที่ภายหลังบริษัทมีการชี้แจงข้อมูล (post period) นอกจากนี้ยังพบว่าในช่วงปกติ (normal period) และวันที่ภายหลังบริษัทมีการชี้แจงข้อมูล (post period) ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวัน นั้นไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ Trading Alert List จากการเปลี่ยนแปลงของราคาที่ลดลง และหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ Trading Alert List จากการเปลี่ยนแปลงของราคาเพิ่มขึ้น

## 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความผันผวนของหลักทรัพย์

พิมพ์ สิริเจริญทรัพย์ (2553) ได้ทำการศึกษา ผลกระทบต่อราคา ปริมาณการซื้อขาย และความผันผวนของหลักทรัพย์ภายหลังจากการออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ กรณีศึกษาในประเทศไทย พบว่าความผันผวนของหลักทรัพย์ซึ่งวัดผ่านความแปรปรวนไม่มีความเปลี่ยนแปลงภายหลังจากการออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์

Alex, Steven, and Reuben (2011) ได้ศึกษาถึงผลกระทบจากการหยุดการซื้อขายที่มีต่อสภาพคล่องและความผันผวนของราคาของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย ซึ่งคำนวณความผันผวนของราคาจาก log ของราคาสูงสุดหารด้วยราคาต่ำสุด โดยการศึกษาของ Alex, et al. (2011) พบว่าภายหลังจากการหยุดการซื้อขายมีผลทำให้ความผันผวนทางราคาของหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น

Bhargava and Konku (2010) ได้ศึกษาความผันผวนของตลาดที่ได้รับผลกระทบจากการยกเลิกมาตรการ Uptick Rule ซึ่งเป็นมาตรการที่ใช้บังคับสำหรับการยืมหลักทรัพย์มาขาย (short sale) ซึ่งมาตรการดังกล่าวประกาศใช้จากทาง ก.ล.ต. (Securities and Exchange Commission) ในประเทศสหรัฐอเมริกา ทั้งนี้ Bhargava and Konku (2010) ได้นำสมการของ Parkinson (1980) และสมการของ Garman and Klass (1980) ซึ่งเป็นมาตรวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวัน (Intraday Volatility) เพื่อคำนวณหาความผันผวนของราคาของหลักทรัพย์ภายหลังจากยกเลิกมาตรการ Uptick Rule และใช้วิธีการหาความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน (Interday Volatility หรือ Daily Return Volatility) จากการหาค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของราคาปิดของหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงเหตุการณ์ที่ทำการศึกษา รวมถึงการคำนวณความแปรปรวนแบบมีเงื่อนไขของราคาหลักทรัพย์รายวันโดยวิธี GARCH(1, 1) โดยผลการศึกษาสรุพบว่า การยกเลิกมาตรการ Uptick Rule ส่งผลให้ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น แต่ผลทางสถิติแสดงว่านัยสำคัญไม่ได้มีในทุกเหตุการณ์ และความผันผวนระหว่างวันมีอัตราการเพิ่มขึ้นมากกว่าความผันผวนรายวัน

## บทที่ 3

### วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาถึงประสิทธิผลของมาตรการกำกับการขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ว่าสามารถลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ได้หรือไม่ ซึ่งเป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิของราคาหลักทรัพย์ และใช้วิธีวิจัยแบบเหตุการณ์ศึกษา (Event Study Methodology) โดยมีการกำหนดแนวทางหรือรูปแบบในการดำเนินการวิจัยเป็นขั้นตอนดังต่อไปนี้

- 3.1 วิธีการรวบรวมข้อมูล
- 3.2 วิธีดำเนินการวิจัย
- 3.3 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล
- 3.4 สมมติฐานของงานวิจัย

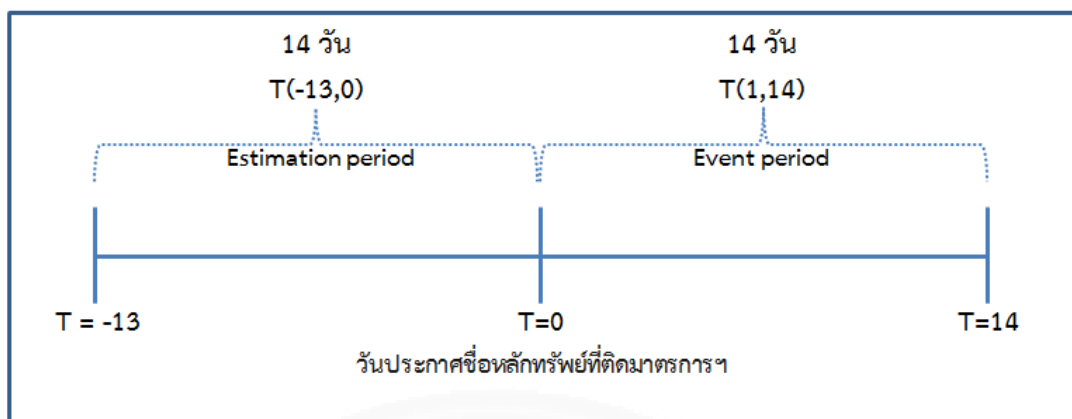
#### 3.1 วิธีการรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยครั้งนี้ทางผู้วิจัยได้นำข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ ในระบบฐานข้อมูล SETSMART โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้คือรายชื่อหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการกำกับการขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 และราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์นั้น โดยเริ่มตั้งแต่วันที่ 5 มกราคม 2558 ซึ่งเป็นวันที่มาตรการกำกับหลักทรัพย์ระดับที่ 2 เริ่มบังคับใช้ จนถึงวันที่ 1 ธันวาคม 2559 พบว่ามีกลุ่มตัวอย่างหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายมาตรการดังกล่าวจำนวน 6 หลักทรัพย์ ได้แก่ CWT DIMET KC STAR TAKUNI และ TPOLY

#### 3.2 วิธีดำเนินการวิจัย

##### 3.2.1 การระบุช่วงเวลาเหตุการณ์

ในงานวิจัยในครั้งนี้ เนื่องจากเป็นการศึกษาในรูปแบบ Event study จึงให้ความสำคัญกับช่วงเวลาในการศึกษาเฉพาะช่วงเหตุการณ์ก่อนที่หลักทรัพย์จะติดมาตรการกำกับการขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 โดยแบ่งช่วงเวลาการศึกษาออกเป็น 2 ช่วง ซึ่งแสดงไว้ตามภาพที่ 3.1



ภาพที่ 3.1 แผนผังช่วงเวลาที่จะทำการศึกษา

ช่วงที่ 1 Estimation period คือ ช่วงก่อนที่หลักทรัพย์จะตีตลาดการกำกับ การซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 จนถึงวันที่ประกาศซื้อหลักทรัพย์ที่ตีตลาดการข้างต้น หรือช่วง T(-13,0) ตามภาพที่ 3.1 เป็นจำนวน 14 วันทำการ

ช่วงที่ 2 Event period คือ ช่วงหลังวันที่ประกาศซื้อหลักทรัพย์ที่ตีตลาดการ กำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 หรือช่วง T(1,14) ตามภาพที่ 3.1 เป็นจำนวน 14 วันทำการ

### 3.2.2 การศึกษาความผันผวนส่วนเกินของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์

เพื่ออธิบายถึงประสิทธิผลของมาตรการกำกับหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 ของตลาดหลักทรัพย์ฯ จะพิจารณาจากค่าความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่อยู่ในมาตรการ โดยคำนวณหาค่าความผันผวนผ่านช่วง Estimation period T (-13,0) และช่วง Event period T (1,14) ถัดจากนั้นคำนวณหาสัดส่วนความผันผวนส่วนเกินของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Abnormal Variance Ratio : AVAR) จากสมการนี้

$$AVAR_i = \frac{VAR_{evt_i}}{VAR_{rest_i}} - 1$$

โดยตัวแปรสมการมีความหมายดังนี้

$VAR_{evt_i}$  คือ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์  $i$  ในช่วงตีตลาดการฯ (Event period)

$VAR_{rest_i}$  คือ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์  $i$  ก่อนช่วงตีตลาดการฯ (Estimation period)

จากสมการคำนวณหาค่าอัตราความผันผวนส่วนเกินของอัตราผลตอบแทน  
หลักทรัพย์ (Abnormal Variance Ratio : AVAR) หากค่า  $AVAR_i < 0$  นั้นหมายความว่าความผัน  
ผวนของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์  $i$  มีค่าลดลงเมื่อเทียบกับช่วงก่อนหน้า ในทางกลับกันหากค่า  
 $AVAR_i > 0$  นั้นหมายความว่าความผันผวนของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์  $i$  มีค่าเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบ  
กับช่วงก่อนหน้า และหาก  $AVAR_i = 0$  ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์  $i$  ไม่มีการ  
เปลี่ยนแปลง

### 3.3 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

นำอัตราความผันผวนส่วนเกินของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของทุกหลักทรัพย์มา  
หาค่าเฉลี่ยจากสมการดังต่อไปนี้

$$\text{Avg } AVAR_i = \frac{\sum_{i=1}^N AVAR_i}{N}$$

จากนั้นนำค่าเฉลี่ยดังกล่าวมาทดสอบด้วยวิธีการทดสอบค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่าง  
1 กลุ่ม ด้วยการทดสอบค่า  $t$  ( One-sample  $t$  test) ด้วยระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีสมมติฐาน  
งานวิจัยซึ่งจะกล่าวไว้ในลำดับถัดไป

### 3.4 สมมติฐานงานวิจัย

ทางผู้วิจัยได้กำหนดสมมติฐานถึงประสิทธิผลของมาตรการกำกับหลักทรัพย์ ระดับที่ 2  
ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ไว้ดังนี้

$H_0 : \mu \geq 0$  (ค่าเฉลี่ยของอัตราความผันผวนส่วนเกินของอัตราผลตอบแทน  
หลักทรัพย์มากกว่าหรือเท่ากับศูนย์ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่ามาตรการไม่มี  
ประสิทธิผลในการช่วยลดความผันผวนของหลักทรัพย์)

$H_1 : \mu < 0$  (ค่าเฉลี่ยของอัตราความผันผวนส่วนเกินของอัตราผลตอบแทน  
หลักทรัพย์น้อยกว่าศูนย์ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่ามาตรการมีประสิทธิผล  
ในการช่วยลดความผันผวนของหลักทรัพย์)

## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

งานวิจัยนี้มีจุดประสงค์เพื่อศึกษาถึงประสิทธิผลของมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งมีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 5 มกราคม 2558 โดยมีผลการวิเคราะห์ดังนี้

#### 4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาและประสิทธิผลของมาตรการฯ

จากการคำนวณหาอัตราความผันผวนส่วนเกินของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (AVAR) ของหลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 ทั้งหมด 6 หลักทรัพย์ พบว่าค่าเฉลี่ย AVAR มีค่าเท่ากับ -0.578 โดยที่  $AVAR_{TPOLY}$  มีค่าต่ำที่สุดเท่ากับ -0.871 และ  $AVAR_{KC}$  มีค่าสูงที่สุดเท่ากับ 0.031 ดังแสดงไว้ตามตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1

อัตราความผันผวนส่วนเกินของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์และสถิติเชิงพรรณนา

หลักทรัพย์	$VAR_{est}$	$VAR_{evt}$	AVAR
CWT	0.017	0.005	-0.680
DIMET	0.008	0.004	-0.483
KC	0.023	0.023	0.031
STAR	0.006	0.001	-0.787
TAKUNI	0.012	0.004	-0.680
TPOLY	0.008	0.001	-0.871
MAX			0.031
MIN			-0.871
MEAN			-0.578
Std. Deviation			0.326
t			-4.348
P-Value			0.007

ทั้งนี้จากสมมติฐานงานวิจัยที่ทางผู้วิจัยกล่าวไว้ในบทที่ 3 โดยงานวิจัยครั้งนี้ทางผู้วิจัยกำหนดระดับนัยสำคัญที่ 0.05 เมื่อพิจารณาตามตารางที่ 4.1 พบว่า ค่า P-Value เท่ากับ 0.007 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จึงสรุปได้ว่ามาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 ของตลาดหลักทรัพย์ฯ มีประสิทธิผลในการช่วยลดความผันผวนของหลักทรัพย์ลงได้

#### 4.2 ข่าวและเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ที่ติดอยู่ในมาตรการฯ

เนื่องด้วยหลักทรัพย์ CWT ได้มีการขยายธุรกิจไปสู่พลังงานทางเลือก โดยมีการลงนามบันทึกข้อตกลง (MOU) เพื่อร่วมดำเนินงานธุรกิจโครงการแปลงขยะเป็นไฟฟ้า และพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคา รวมทั้งมีการจัดตั้งบริษัทร่วมทุนเพื่อผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ ซึ่งเป็นธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจเดิม นอกจากนี้ยังได้มีการจัดสรรหุ้นเพิ่มทุนกับบุคคลในวงจำกัด (Private placement) จากเหตุการณ์ดังกล่าวส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นและส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ผันผวน

จากภาพที่ 4.1 จะเห็นได้ว่าราคาของหลักทรัพย์ CWT ปรับตัวสูงขึ้นและลดลงอย่างรวดเร็วในช่วง Estimation period โดยความผันผวนของหลักทรัพย์ CWT ซึ่งวัดจากค่า  $VAR_{est}$  มีค่าเท่ากับ 0.017 และราคาของหลักทรัพย์ปรับขึ้นต่อเล็กน้อยในช่วงที่เข้ามามาตรการในวันแรกและปรับลดลงในภายหลัง โดยความผันผวนในช่วงที่ติดอยู่ในมาตรการฯ หรือ Event period ซึ่งวัดจาก  $VAR_{evt}$  มีค่าลดลงเท่ากับ 0.005 ทั้งนี้ค่า AVAR ซึ่งมีค่าเท่ากับ -0.680 ซึ่งกล่าวได้ว่ามาตรการสามารถควบคุมความผันผวนของหลักทรัพย์ CWT ให้ลดลงได้



ภาพที่ 4.1 กราฟแท่งเทียนหลักทรัพย์ CWT

ที่มา : BIZNEWS Professional



สำหรับหลักทรัพย์ DIMET มีการเปลี่ยนแปลงกรรมการ และภายหลังได้ถูกทำคำเสนอซื้อหุ้นสามัญบางส่วน (Partial tender offer) จาก บริษัท เอื้อวิทยา จำกัด (มหาชน) และนักลงทุนรายหนึ่ง ที่ราคา 3.6 บาท

จากภาพที่ 4.2 จะเห็นได้ว่าราคาของหลักทรัพย์ DIMET ปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็วภายใน 2 วันก่อนเข้ามาตรการฯ ซึ่งอยู่ในช่วง Estimation period โดยความผันผวนของหลักทรัพย์ DIMET ซึ่งวัดจากค่า  $VAR_{est}$  มีค่าเท่ากับ 0.008 และราคาของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงเพียงเล็กน้อยในช่วงแรกของ Event period แต่ราคาได้ปรับตัวลงอย่างรวดเร็วภายใน 2 วันสุดท้ายของ Event period โดยความผันผวนในช่วงที่ติดอยู่ในมาตรการฯ หรือ Event period ซึ่งวัดจาก  $VAR_{evt}$  มีค่าลดลงเท่ากับ 0.004 ทั้งนี้ค่า AVAR ซึ่งมีค่าเท่ากับ -0.483 ซึ่งกล่าวได้ว่ามาตรการสามารถควบคุมความผันผวนของหลักทรัพย์ DIMET ให้ลดลงได้



ภาพที่ 4.2 กราฟแท่งเทียนหลักทรัพย์ DIMET

ที่มา : BIZNEWS Professional

ในส่วนของหลักทรัพย์ KC นั้นได้มีนักลงทุนรายหนึ่งประกาศเจตนาจะจัดทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ KC ทั้งหมดหากได้ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อขาย ฉบับลงวันที่ 10 มกราคม 2558 โดยในเวลาถัดมาทางบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้น ซึ่งกรรมการผู้จัดการและกลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นผู้ขายหลักทรัพย์ให้กับนักลงทุนคนดังกล่าว ต่อมานักลงทุนท่านนั้นได้ปฏิเสธการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ KC เนื่องจากการได้มาซึ่งหลักทรัพย์มิได้ทำตามสัญญาซื้อขาย ฉบับลงวันที่ 10

มกราคม 2558 แต่เป็นไปตามบันทึกข้อตกลงที่ได้จัดทำขึ้นใหม่ ทั้งนี้จากสารสนเทศดังกล่าวมีความสำคัญและส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจลงทุนและสร้างความสับสนให้กับนักลงทุน ทางตลาดหลักทรัพย์จึงได้พักการซื้อขายของหลักทรัพย์ KC เป็นการชั่วคราว จากเหตุการณ์ดังกล่าวส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นและส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์ผันผวนอย่างมาก

จากภาพที่ 4.3 จะเห็นได้ว่าราคาของหลักทรัพย์ KC ปรับตัวสูงขึ้นและลดลงอย่างรวดเร็วในช่วง Estimation period โดยความผันผวนของหลักทรัพย์ KC ซึ่งวัดจากค่า  $VAR_{est}$  มีค่าเท่ากับ 0.0223 และราคาของหลักทรัพย์ลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วง Event period โดยความผันผวนในช่วงที่ติดอยู่ในมาตรการฯ หรือ Event period ซึ่งวัดจาก  $VAR_{evt}$  มีค่าเพิ่มขึ้น 0.023 ทั้งนี้ค่า AVAR ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.031 ซึ่งกล่าวได้ว่ามาตรการฯ ไม่สามารถควบคุมความผันผวนของหลักทรัพย์ KC ให้ลดลงได้



ภาพที่ 4.3 กราฟแท่งเทียนหลักทรัพย์ KC

ที่มา : BIZNEWS Professional

ส่วนทางด้านหลักทรัพย์ STAR ไม่มีข่าวหรือเหตุการณ์ที่ผิดปกติในช่วง Estimation period แต่มีข่าวและเหตุการณ์เกิดขึ้นภายหลัง Event period ซึ่งหลักทรัพย์ STAR มีการอนุมัติปรับโครงสร้างธุรกิจของบริษัทในที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น และถัดมาได้มีการเปลี่ยนแปลงกรรมการ โดยเหตุการณ์ดังกล่าวเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ขยายมาตรการออกไป

จากภาพที่ 4.4 จะเห็นได้ว่าราคาของหลักทรัพย์ STAR ปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง Estimation period โดยความผันผวนของหลักทรัพย์ STAR ซึ่งวัดจากค่า  $VAR_{est}$  มีค่าเท่ากับ 0.006 และปรับตัวสูงขึ้นต่อเล็กน้อยในระหว่างที่อยู่ในมาตรการฯ โดยความผันผวนในช่วงที่ติดอยู่ในมาตรการฯ หรือ Event period ซึ่งวัดจาก  $VAR_{evt}$  มีค่าลดลงเท่ากับ 0.001 ทั้งนี้ค่า AVAR ซึ่งมีค่าเท่ากับ -0.787 ซึ่งกล่าวได้ว่ามาตรการฯสามารถควบคุมความผันผวนของหลักทรัพย์ STAR ให้ลดลงได้



ภาพที่ 4.4 กราฟแท่งเทียนหลักทรัพย์ STAR (กราฟปรับผลกระทบ Dilution effect จากการขึ้นเครื่องหมาย XR วันที่ 4 มกราคม 2560)

ที่มา : BIZNEWS Professional

สำหรับหลักทรัพย์ TAKUNI ได้ชี้แจงว่าอยู่ระหว่างการศึกษาค้นคว้าข้อมูลเพื่อขยายธุรกิจในอนาคต แต่ยังไม่มียุทธศาสตร์ที่ชัดเจน ถัดมาข่าวที่ปรากฏในหนังสือพิมพ์ว่าทางบริษัทจะมีการประชุมคณะกรรมการเพื่ออนุมัติโครงการพลังงานทดแทน แต่ทางบริษัทได้ออกมาชี้แจงว่าการประชุมดังกล่าวไม่ได้มีวาระอนุมัติโครงการพลังงานทดแทน และในภายหลัง บริษัท ทาคูนิ (ประเทศไทย) จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่ TAKUNI ถือหุ้นอยู่ 99.99 % ได้เข้าร่วมทุนกับทาง บริษัท ซี เอ แซด (ประเทศไทย) จำกัด ซึ่งให้บริการรับเหมาก่อสร้างประเภท Oil and gas

จากภาพที่ 4.5 จะเห็นได้ว่าราคาของหลักทรัพย์ TAKUNI ปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็วและต่อเนื่องในช่วง Estimation period โดยความผันผวนของหลักทรัพย์ TAKUNI ซึ่งวัดจากค่า  $VAR_{est}$  มีค่าเท่ากับ 0.012 และราคาของหลักทรัพย์มีการปรับตัวลดลงเมื่อติดในมาตรการและปรับตัวสูงขึ้น

จนถึงวันสุดท้ายของ Event period โดยความผันผวนในช่วงที่ติดอยู่ในมาตรการฯ หรือ Event period ซึ่งวัดจาก  $VAR_{evt}$  มีค่าลดลงเท่ากับ 0.004 ทั้งนี้ค่า AVAR ซึ่งมีค่าเท่ากับ -0.680 ซึ่งกล่าวได้ว่ามาตรการสามารถควบคุมความผันผวนของหลักทรัพย์ TAKUNI ให้ลดลงได้



ภาพที่ 4.5 กราฟแท่งเทียนหลักทรัพย์ TAKUNI (กราฟปรับผลกระทบ Dilution effect จากการขึ้นเครื่องหมาย XR วันที่ 9 ธันวาคม 2558)

ที่มา : BIZNEWS Professional

ส่วนทางหลักทรัพย์ TPOLY ไม่มีข่าวหรือเหตุการณ์ที่ผิดปกติในช่วง Estimation period แต่มีข่าวและเหตุการณ์เกิดขึ้นภายหลัง Event period ได้แก่ การอนุมัติการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน และการออกและเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นสามัญเพิ่มทุน (TPOLY-W2) ในที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้น

จากภาพที่ 4.5 จะเห็นได้ว่าราคาของหลักทรัพย์ TPOLY ปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็วและต่อเนื่องและปรับตัวลดลงในช่วงท้ายของ Estimation period โดยความผันผวนของหลักทรัพย์ TPOLY ซึ่งวัดจากค่า  $VAR_{est}$  มีค่าเท่ากับ 0.008 และราคาของหลักทรัพย์ค่อนข้างคงที่ในช่วงแรกเริ่มของมาตรการฯ แต่มีการปรับลดลงบ้างในช่วงกลางของ Event period โดยความผันผวนในช่วงที่ติดอยู่ในมาตรการฯ หรือ Event period ซึ่งวัดจาก  $VAR_{evt}$  มีค่าลดลงเท่ากับ 0.001 ทั้งนี้ค่า AVAR ซึ่งมีค่าเท่ากับ -0.871 ซึ่งกล่าวได้ว่ามาตรการสามารถควบคุมความผันผวนของหลักทรัพย์ TPOLY ให้ลดลงได้



ภาพที่ 4.6 กราฟแท่งเทียนหลักทรัพย์ TPOLY (กราฟปรับผลกระทบ Dilution effect จากการขึ้นเครื่องหมาย XR วันที่ 2 มิถุนายน 2558)  
ที่มา : BIZNEWS Professional

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลงานวิจัย

จากการศึกษาประสิทธิผลของมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 ของตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยศึกษาจากหลักทรัพย์ที่อยู่ในมาตรการทั้งหมด 6 หลักทรัพย์ ได้แก่ CWT DIMET KC STAR TAKUNI และ TPOLY พบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราความผันผวนส่วนเกินของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (AVAR) มีค่าน้อยกว่า 0 อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งกล่าวได้ว่าช่วงที่หลักทรัพย์อยู่ในมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 นั้น ความผันผวนมีค่าลดลง ถึงแม้ว่าจากกลุ่มตัวอย่างพบว่ามีเพียงหลักทรัพย์ KC เท่านั้นที่มีความผันผวนสูงขึ้นในระหว่างที่อยู่ในมาตรการดังกล่าว โดยงานวิจัยถึงมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ในครั้งนี้สรุปได้ว่ามาตรการดังกล่าวมีประสิทธิผลช่วยลดความผันผวนของหลักทรัพย์ให้ลดลงได้

#### 5.2 ข้อจำกัดในงานวิจัย

งานวิจัยในครั้งนี้มีกลุ่มตัวอย่างหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญเท่านั้น ไม่ได้นำหลักทรัพย์ประเภทใบสำคัญแสดงสิทธิ (Warrant) เข้ามาพิจารณา นอกจากนี้แล้วมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 ของตลาดหลักทรัพย์ฯ เริ่มบังคับใช้เมื่อวันที่ 5 มกราคม 2558 จึงมีหลักทรัพย์ที่เป็นกลุ่มตัวอย่างค่อนข้างน้อย ซึ่งอาจทำให้ผลการวิเคราะห์ทางสถิติมีความคลาดเคลื่อนได้

#### 5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

การศึกษาประสิทธิผลของมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2 ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ในครั้งนี้กลุ่มตัวอย่างหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญเท่านั้น ไม่ได้นำหลักทรัพย์ประเภทใบสำคัญแสดงสิทธิ (Warrant) เข้ามาพิจารณาด้วย ทางผู้วิจัยจึงขอเสนอสำหรับผู้ที่สนใจศึกษาในหัวข้อดังกล่าวให้นำหลักทรัพย์ประเภทใบสำคัญแสดงสิทธิมาพิจารณาด้วย และในอนาคตหากมีกลุ่มตัวอย่างที่มากขึ้นจะช่วยลดความคลาดเคลื่อนทางสถิติลงได้

## รายการอ้างอิง

### วิทยานิพนธ์และการค้นคว้าอิสระ

- นภนต์ ใจแสน. (2557). การศึกษาเรื่องปัจจัยในการพิจารณาหลักทรัพย์เพื่อเข้าข่าย *Trading Alert List* และการตอบสนองของหลักทรัพย์ต่อมาตรการ *Trading Alert List*. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, สาขา การบริหารการเงิน
- พิมพร สิริเจริญทรัพย์. (2553). ผลกระทบต่อราคา ปริมาณการซื้อขายและความผันผวนของหลักทรัพย์ ภายหลังจากการออกไปสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ กรณีศึกษาในประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, สาขาการบริหารการเงิน
- ศิริภาพ ปัทมธนนันท์. (2557). ประสิทธิภาพของมาตรการแคชบาลานซ์ (*Cash Balance*) สำหรับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์, คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ.

### Articles

- Bhargava, V., & Konku, D. (2010). Impact of Elimination of Uptick Rule on Stock Market Volatility. *Journal of Finance and Accountancy*, 3, 1-12.
- Frino, A., Lecce, S., & 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., & Klass, M. J. (1980). On the Estimation of Security Price Volatilities from Historical Data. *Journal of Business*, 53 (1), 67-78
- Liu, S. (2009). The Impacts of Index Options on the Underlying Stocks: The case of the S&P100. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, 1034-1046.
- Parkinson, M. (1980), The Extreme Value Method for Estimating the Variance of the Rate of Return. *Journal of Business*, 53(1), 61-65.



ภาคผนวก



**อัตราผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ที่อยู่ในมาตรการกำกับ  
การซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับที่ 2**

	Day	CWT	DIMET	KC	STAR	TAKUNI	TPOLY
<b>Estimation Period</b>	Day -13	-0.0143	-0.0066	0.0000	0.0214	0.0067	0.0050
	Day -12	0.1594	-0.0199	0.0000	0.0419	0.0000	0.0249
	Day -11	0.0937	-0.0270	-0.0252	0.1156	0.0464	0.0680
	Day -10	0.0457	-0.0139	0.1871	-0.0360	0.0633	0.1705
	Day -9	0.2951	0.0070	0.2935	0.0000	-0.0417	0.1845
	Day -8	0.2447	0.0070	0.2941	0.1168	0.0248	0.1475
	Day -7	0.1271	-0.0139	0.2987	0.0565	0.0303	0.1071
	Day -6	0.0677	-0.0070	0.3000	-0.0733	0.2176	-0.0839
	Day -5	-0.0423	-0.0142	0.0000	0.1538	0.2923	-0.0070
	Day -4	-0.1765	0.0144	0.0000	0.0556	-0.0187	-0.0284
	Day -3	-0.1071	-0.0071	0.0000	-0.0351	0.1333	-0.0219
	Day -2	0.0800	0.0286	0.2981	0.0182	-0.0504	0.0821
	Day -1	-0.0185	0.2778	0.2963	-0.0089	0.1062	0.0000
	Day 0	0.1698	0.1957	0.2914	0.2072	0.2400	0.2000
<b>Event Period</b>	Day 1	-0.0968	-0.0727	-0.0177	-0.0597	-0.0710	-0.0517
	Day 2	0.1339	0.0098	-0.1441	0.0238	-0.0417	0.0061
	Day 3	0.0472	0.0194	-0.3000	0.0233	-0.1159	-0.0301
	Day 4	-0.0602	0.0952	-0.2481	-0.0152	0.0000	0.0311
	Day 5	-0.0400	-0.0435	0.2000	0.0846	-0.0082	-0.0301
	Day 6	-0.0500	-0.0364	0.0167	0.0496	0.0413	-0.0559
	Day 7	0.0088	0.0000	-0.1803	0.0270	0.0952	-0.0526
	Day 8	-0.0435	-0.0660	-0.1240	0.0000	0.1014	0.0278
	Day 9	-0.0636	-0.0101	0.1187	-0.0132	0.0395	0.0135
	Day 10	-0.1262	0.0204	0.0000	-0.0200	0.0000	0.0067
	Day 11	-0.0933	-0.0150	0.0122	-0.0340	0.0506	-0.0530
	Day 12	0.0980	-0.0051	-0.0282	0.0352	-0.0120	0.0140
	Day 13	-0.0491	-0.1122	0.0166	0.0000	-0.0366	0.0138
	Day 14	-0.0188	-0.1724	0.2041	0.0068	-0.0443	-0.0136

## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นายฉันท วิรัชอมรพันธ์
วันเดือนปีเกิด	19 พฤษภาคม 2532
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2554: บริหารธุรกิจบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ตำแหน่ง	ผู้จัดการเงินทุนบุคคล บริษัทหลักทรัพย์กสิกรไทย จำกัด (มหาชน)
ประสบการณ์ทำงาน	2554-ปัจจุบัน: ผู้จัดการเงินทุนบุคคล บริษัทหลักทรัพย์กสิกรไทย จำกัด (มหาชน)