



วารสารบริหารธุรกิจเทคโนโลยีมหานคร

MUT Journal of Business Administration

ปีที่ 16 ฉบับที่ 1 (มกราคม - มิถุนายน 2562)

Volume 16 Number 1 (January – June 2019)

## ประสิทธิผลของมาตรการกำกับการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

### Effectiveness of Applying Cash balance Measures in The Stock Exchange of Thailand and mai

Received: March 21, 2019

Revised: May 30, 2019

Accepted: June 2, 2019

จตุภัทร เบี้ยวบรรจง Jatupatr Biaobanchong <sup>1,\*</sup>, ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย Chaiwuth Tangsomchai <sup>2</sup>

<sup>1</sup> นักศึกษาหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
จังหวัดเชียงใหม่ ประเทศไทย

<sup>2</sup> ผู้ช่วยศาสตราจารย์ อาจารย์ประจำภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
จังหวัดเชียงใหม่ ประเทศไทย

<sup>1</sup> MSF., Student, Faculty of Business Administration, Chiang Mai University, Chiang Mai, Thailand

<sup>2</sup> Ph.D., Lecturer, Department of Finance and Banking, Faculty of Business Administration, Chiang Mai University,  
Chiang Mai, Thailand

#### บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อศึกษาประสิทธิผลของมาตรการซื้อขายด้วยเงินสดเต็มจำนวนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยเปรียบเทียบระหว่างมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด (Trading alert list) กับมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์ โดยดูในด้านความผันผวนของราคา (Volatility) อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return) สภาพคล่อง (Liquidity) โดยกลุ่มตัวอย่างของการวิจัย คือหลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด (Trading Alert List) โดยจะพบว่าในมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด (Trading Alert List) จะมีหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ 54

---

\* E-mail address: jatupatr@gmail.com

หลักทรัพย์ และหลักทรัพย์ขนาดเล็ก 55 หลักทรัพย์ และในมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์ จะมีหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ 68 หลักทรัพย์ และหลักทรัพย์ขนาดเล็ก 41 หลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่เข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนสูงเป็นอันดับ หนึ่ง และความถี่หลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการวางเงินสดในความถี่ 1 ครั้งมีจำนวนหลักทรัพย์เข้ามาตรการ สูงสุด เมื่อเทียบอัตราการเปลี่ยนแปลงของแต่ละช่วงเทียบกับช่วงปกติแล้ว พบว่าในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความผันผวนของราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันระหว่างมาตรการวางเงินสดแบบมี ความสำคัญทางสถิติ ในช่วงวันประกาศ-ช่วงปกติ (Announcement date-Normal period) อัตราการ หมุนเวียนในช่วงวันประกาศ-ช่วงปกติ (Announcement date-Normal period) ผลตอบแทนที่ผิดปกติ ในช่วงวิเคราะห์-ช่วงปกติ (Analytical period -Normal period) ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง อัตราการหมุนเวียนมีความแตกต่างกันในช่วงวิเคราะห์-ช่วงปกติ (Analytical period - Normal period) ผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงวันประกาศ -ช่วงปกติ (Announcement date - Normal period) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการความผันผวนของราคามีความแตกต่างกันในช่วงเหตุการณ์-ช่วงปกติ (Event period-Normal period) และในภาพรวมพบว่ามีอัตราการหมุนเวียนแตกต่างกันในช่วงวัน ประกาศ -ช่วงปกติ (Announcement date - Normal period) และในช่วงหลังเหตุการณ์-ช่วงปกติ (Post period - Normal period) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีความแตกต่างกันในช่วงวิเคราะห์-ช่วง ปกติ (Analytical period-Normal period)

**คำสำคัญ:** มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน, ความผันผวนของราคา, อัตราการซื้อขายหมุนเวียน, อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ, การศึกษาเหตุการณ์

## ABSTRACT

The objective of present research is to analyze the effectiveness of applying cash balance measures in The Stock Exchange of Thailand and mai. Cash balance measures for 6 weeks and considering to trading alert list was comparing with cash balance measures for 6 weeks alone. Volatility, abnormal return and liquidity were analyzed and compared within each group which sampling from cash balance measures for 6 weeks and considering to trading alert list, and cash balance measures for 6 weeks alone. There are 54 large securities and 55 small securities found in cash balance measures for 6 weeks and considering to trading alert list group as comparing with 68 large securities and 41 small securities found in cash balance measure for 6 weeks alone. The real-estate and construction industries group are the first ranking and also the most frequent securities for cash balance measures. Change rate in another period were comparing with normal period as a ratio. Statistical significantly difference among the measures found in mai are volatility in announcement date-normal period, turnover rate in announcement date-normal period, and abnormal return in analytical period-normal

period. The statistical significantly difference among the measures found in the real-estate and construction industries group are, turnover rate in analytical period-normal period, abnormal return in announcement date-normal period. The statistical significantly difference among the measures found in the service industry group are, volatility in event period-normal period. Overall, turnover rate has statistical significantly difference in announcement date-normal period and post period-normal period, and abnormal return in analytical period-normal period.

**Keywords:** cash balance measures, volatility, turnover rate, abnormal return, event study

## บทนำ

จากการเจริญเติบโตของตลาดทุนที่ผ่านมามีนักลงทุนรายย่อยในประเทศมากขึ้นและมีการลงทุนโดยอาศัยปัจจัยพื้นฐาน และมีนักลงทุนแบบเก็งกำไรเพิ่มมากขึ้น โดยนักลงทุนแบบเก็งกำไรจะมีแนวทางในการลงทุนโดยการขาดการศึกษาปัจจัยพื้นฐาน และไม่ได้สนใจเรื่องมูลค่าพื้นฐานของราคาหลักทรัพย์ว่ามีความแตกต่างจากราคาหลักทรัพย์ในตลาดปัจจุบัน ซึ่งหากถึราคาในตลาดมีราคาสูงกว่าราคาพื้นฐานของหลักทรัพย์มาก ๆ อาจเกิดการขายเพื่อทำกำไร และขายหลักทรัพย์จำนวนมากในระยะเวลาสั้น ๆ ทำให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดปรับตัวลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งในการขายหลักทรัพย์จำนวนมากในระยะเวลาสั้น ๆ จะทำให้เกิดความเสียหายกับนักลงทุนที่ไม่สามารถติดตามราคาหลักทรัพย์ได้ตลอดเวลา นอกจากนี้ยังมีนักลงทุนอีกกลุ่มหนึ่งใช้โอกาสเรื่องความล่าช้าของการรับรู้ข่าวสาร ทำการซื้อขายเพื่อเพิ่มราคาหลักทรัพย์ในตลาดให้มีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงมาก ๆ และมีการขายหลักทรัพย์จำนวนมากเมื่อราคาหลักทรัพย์ถึงราคาที่ต้องการและการที่หลักทรัพย์มีการซื้อขายผิดปกตินั้นอาจทำให้เกิดความเสียหายกับทางตลาดหลักทรัพย์ได้ โดยเฉพาะเรื่องความเสถียรภาพของตลาดทุน ความเชื่อมั่นของนักลงทุน หากตลาดทุนไม่มีความเสถียรภาพและนักลงทุนไม่มีความเชื่อมั่นในการลงทุนในตลาดทุนแล้ว เศรษฐกิจของประเทศจะมีการเติบโตยาก

ดังนั้นสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จึงมีการกำหนดแนวทางการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เข้าเกณฑ์ต้องซื้อขายด้วยเงินสด เพื่อป้องกันความเสียหายของผู้ลงทุนในภาวะที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนกล่าวคือ การให้สมาชิกดำเนินการให้ลูกค้าทำการซื้อขายด้วยบัญชีซื้อขายด้วยเงินสดโดยต้องซื้อขายด้วยเงินสดเต็มจำนวนและไม่ให้กู้ยืมเงินในการซื้อหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายเกณฑ์ซื้อขายด้วยเงินสดเต็มจำนวนโดยเพื่อเป็นการป้องกันนักลงทุนบางรายที่ขาดความรู้ความเข้าใจในตลาดทุน เนื่องจากนักลงทุนบางรายลงทุนด้วยบัญชีที่มีการวางหลักทรัพย์ค้ำประกันเพื่อที่ได้ซึ่งวงเงินในการซื้อขายสูงกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกัน หากมีการขายหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่องจะทำให้ต้นทุนรายย่อยในประเทศเกิดความเสียหายและทำให้โครงสร้างตลาดทุนไม่มีความเสถียรภาพ ดังนั้น ทางสำนักงานคณะกรรมการกำกับ

หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จึงมีมาตรการที่ออกมากำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยหากหลักทรัพย์มีความผิดปกติในการซื้อขาย ทางสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จะมีการประกาศให้หลักทรัพย์นั้นๆ มีการซื้อขายด้วยบัญชีซื้อขายด้วยเงินสดเต็มจำนวน โดยทางประกาศของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้นิยามความหมายของหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขาย มูลค่าสูงกว่า 100 ล้านบาท หรือ มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 และมีอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E ratio) มากกว่า 50 เท่า หรือบริษัทมีผลการดำเนินการขาดทุน แล้วแต่กรณี โดยหุ้นที่เข้ามาตราการวางเงินสดเต็มจำนวนจะมีการจำกัดให้มีการซื้อขายด้วยบัญชีเงินสด เท่านั้น เป็นระยะเวลา 6 สัปดาห์ โดยมีผลตั้งแต่วันที่ 1 มีนาคม 2556 (ประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556) และหากหลักทรัพย์นั้นยังคงมีสภาพการซื้อขายเข้าข่ายตามเกณฑ์ซื้อขายไปจากสภาพปกติ ให้สมาชิกดำเนินการซื้อขายด้วยบัญชีวางเงินสดเต็มจำนวนจนกว่าหลักทรัพย์นั้นจะไม่เข้าเงื่อนไข ต่อมาทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มการควบคุมมาตรการซึ่งมีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 5 มกราคม 2558 (ประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557) โดยเมื่อหลักทรัพย์เข้ามาตราการวางเงินสดเต็มจำนวนแล้วต่อมามีการปรับเปลี่ยนมาตรการควบคุมดังนี้

1. กรณีหลักทรัพย์มีสภาพการซื้อขายเปลี่ยนแปลงไปมากจากช่วงก่อนหน้า (trading alert list) ต้องซื้อด้วยบัญชี Cash Balance 3 สัปดาห์ และหากเข้าข่ายตามเกณฑ์ Trading Alert List ซ้ำอีกก็ให้ทำการกำหนดให้เพิ่มมาตรการระดับ 2 และ 3 ต่อไป

2. กรณีหลักทรัพย์มีสภาพการซื้อขายผิดปกติเข้าข่ายตามเกณฑ์ Turnover list ของสำนักงาน ก.ล.ต. และเข้าเงื่อนไขของตลาดหลักทรัพย์ จะต้องซื้อด้วยบัญชี Cash Balance 6 สัปดาห์และหากเข้าข่ายตามเกณฑ์ Trading Alert List ซ้ำอีกก็มีการกำหนดให้เพิ่มมาตรการระดับ 2 และ 3 ต่อไป

3. กรณีที่หลักทรัพย์มีสภาพการซื้อขายผิดปกติไปจากปกติอย่างมากหรือมีการซื้อขายกระจุกตัวโดยบุคคลหรือกลุ่มบุคคลและไม่สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐาน จะถูกพิจารณาหยุดการซื้อขาย เป็นชั่วคราว (Halt)

ซึ่งโดยสรุปแล้วมาตรการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์จะแบ่งตามลำดับได้ ดังต่อไปนี้

ระดับ 1: Cash Balance

ระดับ 2 :ห้ามคำนวณวงเงินซื้อขาย และ Cash Balance

ระดับ 3 : ห้าม Net settlement , ห้ามคำนวณวงเงินซื้อขาย และ Cash Balance

โดยคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจจะมีการปรับเปลี่ยนระยะเวลาในการใช้เกณฑ์แต่ละระดับออกไปตามความเหมาะสม และสามารถประกาศหยุดพักการซื้อขายชั่วคราว (Halt)

จากมาตรการที่กำกับการดูแลการซื้อขายที่กล่าวมา เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์เป็นกำหนดให้ซื้อหลักทรัพย์ด้วยบัญชีวางเงินสดเต็มจำนวนเป็นระยะเวลา 6 สัปดาห์และพิจารณาตามการเข้า Trading alert list แทนมาตรการเดิม ยังไม่มีการศึกษาเปรียบเทียบกันว่ามาตรการที่กำหนดออกมาใหม่มีประสิทธิภาพอย่างไร เมื่อเทียบกับมาตรการเดิม

ดังนั้นการศึกษาในครั้งนี้จะศึกษาประสิทธิภาพของมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ หลังจากที่มีการเปลี่ยนแปลงนโยบาย

ระยะเวลามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์ เป็นการกำหนดให้ซื้อหลักทรัพย์ด้วยบัญชีวางเงินสดเต็มจำนวนเป็นระยะเวลา 6 สัปดาห์และพิจารณาตามการเข้า Trading alert list ตามลำดับ เพื่อศึกษาประสิทธิผลของมาตรการกำกับการซื้อขาย ในด้านต่าง ๆ อันได้แก่ ความผันผวนของราคา (Volatility) อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return) และ สภาพคล่อง (Liquidity) ของหลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน โดยระยะเวลาในการศึกษาของมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์ เริ่มตั้งแต่วันที่ 1 มีนาคม 2556 (ประกาศของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556) จนถึง วันที่ 31 ธันวาคม 2557 ซึ่งเป็นวันสุดท้ายของมาตรการวางเงินสดแบบเดิม และระยะเวลาในการศึกษาของมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List เริ่มตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2558 (ประกาศของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558) จนถึงวันสุดท้ายที่มีการประกาศยกเลิกการเปิดเผยรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีอัตราการหมุนเวียนสูง (Turnover List) คือวันที่ 10 กรกฎาคม 2558 (ประกาศของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558)

## วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาประสิทธิผลของมาตรการซื้อขายด้วยเงินสดเต็มจำนวนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยเปรียบเทียบระหว่างมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด (Trading alert list) กับ มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์ โดยดูในด้านความผันผวนของราคา (Volatility)
2. เพื่อศึกษาประสิทธิผลของมาตรการซื้อขายด้วยเงินสดเต็มจำนวนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยเปรียบเทียบระหว่างมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด (Trading alert list) กับ มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์ โดยดูในด้านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return)
3. เพื่อศึกษาประสิทธิผลของมาตรการซื้อขายด้วยเงินสดเต็มจำนวนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยเปรียบเทียบระหว่างมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด (Trading alert list) กับ มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์ โดยดูในด้านสภาพคล่อง (Liquidity)

## ประโยชน์ของการวิจัย

1. ทำให้ทราบข้อมูลเปรียบเทียบระหว่างมาตรการซื้อขายด้วยเงินสดเต็มจำนวนระยะเวลา 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด (Trading Alert List) กับ มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนระยะเวลา 6 สัปดาห์ในด้านความผันผวนของราคา (Volatility)

2. ทำให้ทราบข้อมูลเปรียบเทียบระหว่างมาตรการซื้อขายด้วยเงินสดเต็มจำนวนระยะเวลา 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด (Trading Alert List) กับ มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนระยะเวลา 6 สัปดาห์ในด้านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return)
3. ทำให้ทราบข้อมูลเปรียบเทียบระหว่างมาตรการซื้อขายด้วยเงินสดเต็มจำนวนระยะเวลา 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด (Trading Alert List) กับ มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนระยะเวลา 6 สัปดาห์ในด้านสภาพคล่อง (Liquidity)
4. เป็นข้อมูลสำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พิจารณาปรับปรุงหลักเกณฑ์มาตรการซื้อขายด้วยเงินสดเต็มจำนวน

## การทบทวนวรรณกรรม

การศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) เป็นการศึกษาความเปลี่ยนแปลงเมื่อผ่านสถานการณ์ใดสถานการณ์หนึ่ง โดยเชื่อว่าเหตุการณ์ที่เหตุการณ์ที่เกิดขึ้นนั้นจะส่งผลกระทบต่อราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) จะแบ่งออกเป็นสองช่วงคือ (1) ช่วงประมาณการหรือช่วงก่อนและหลังในการเกิดเหตุการณ์ (2) ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ หรือ ช่วงที่ประกาศเหตุการณ์ เช่นการประกาศ มาตรการซื้อขายด้วยเงินสด (Cash Balance Announcement) การประกาศปันผล (Dividend Announcement) การประกาศรวมหุ้น (Reverse Split Par Announcement) การประกาศแตกหุ้น (Split Par Announcement) เป็นต้น

โดยการศึกษาเหตุการณ์เป็นวิธีที่นิยมในการศึกษาในด้านพฤติกรรมและการเงินธุรกิจ (Ritter, 1991; Harris and Titman 1991; Loughran and Ritter, 1995; Rau and Vermaelen, 1998) ในตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศก็มีการใช้การศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) เพื่อทำการศึกษาผลกระทบของเหตุการณ์ Alex, et al. (2554) ได้ศึกษาถึงผลกระทบจากการหยุดการซื้อขายที่มีต่อสภาพคล่องและความผันผวนของราคาของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย ระหว่าง 1 มกราคม 2005 - 26 กันยายน 2006 จำนวนหลักทรัพย์ที่หยุดการซื้อขาย จำนวน 1972 หลักทรัพย์ โดยคำนวณความผันผวนของราคาจาก log ของราคาสูงสุดหารด้วยราคาต่ำสุด และคำนวณสภาพคล่องจากการหาช่วงของราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายที่ถูกถ่วงน้ำหนักด้วยเวลาและหารด้วยราคากลาง (midpoint price) ที่ถูกถ่วงด้วยเวลาในช่วงการศึกษา (time-weighted relative bid-ask Analytical) โดย Alex, et al. (2011) ได้สรุปว่าการหยุดการซื้อขายมีผลทำให้ช่วงราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย รวมถึงความผันผวนทางราคาของหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น Bacha, et al. (2551) ได้ศึกษาประสิทธิผลของมาตรการการหยุดการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย จากข้อมูลโดยพบว่าการหยุดการซื้อขายมีผลในทำให้ราคาหลักทรัพย์ และปริมาณการซื้อขายเพิ่มมากขึ้น จำนวนกลุ่มตัวอย่างคือหลักทรัพย์ที่มีการหยุดการซื้อขาย (Halt) จำนวน 291 ตัวอย่าง ในช่วง ปี 2000-2004 โดยวิธีทางสถิติที่ใช้คือ T-stat และ Z-Stat ได้สรุปว่าการรั่วไหลของข้อมูลระหว่างการหยุดการซื้อขายนั้นมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่ถูกหยุดการซื้อขายด้วย ทั้งนี้การศึกษาปฏิกิริยาของราคาของหลักทรัพย์ต่อมาตรการการหยุดการซื้อขายด้วยวิธีการคำนวณผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return) และผลตอบแทนที่เกิน

ปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) รวมถึงการศึกษาถึงปริมาณการซื้อขาย (trading volume) ที่เกิดจากการหยุดการซื้อขายด้วย

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาในครั้งนี้คือ ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด (Efficiency Market Hypothesis) (Fama, 1969) โดยทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด แบ่งความมีประสิทธิภาพของตลาดเป็น 3 ระดับได้ดังนี้

ตลาดที่มีประสิทธิภาพสูง (Strong Form) สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพสูง ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนข้อมูลภายใน (Insider Information) ข้อมูลสาธารณะ และข้อมูลตลาด โดยที่นักลงทุนในตลาดจะรับรู้ข้อมูลอย่างเท่าเทียมกันโดยที่ไม่มีนักลงทุนกลุ่มใดผูกขาดความเป็นเจ้าของข้อมูลนั้นและไม่มีต้นทุนในการเข้าถึงข้อมูลจึงทำให้ไม่มีนักลงทุนกลุ่มใดสามารถหากำไรที่เกินปกติได้ และราคาหลักทรัพย์มีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารในทันทีทำให้หลักทรัพย์ไม่มีระยะเวลาในการปรับตัวเข้าหามูลค่าพื้นฐาน

ตลาดที่มีประสิทธิภาพปานกลาง (Semi-Strong Form) สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพปานกลางข่าวสารจะตอบสนองต่อราคาของหลักทรัพย์ในทันที และราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันคือราคาที่จะสะท้อนต่อราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันอยู่แล้ว แต่ระยะเวลาในการสะท้อนราคาของหลักทรัพย์กับข้อมูลข่าวสารจะขึ้นอยู่กับ ความมีประสิทธิภาพของตลาดคือหากตลาดมีประสิทธิภาพระดับกลาง การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เข้าสู่ราคาได้เร็วกว่า ตลาดมีประสิทธิภาพระดับต่ำ โดยความแตกต่างระหว่างตลาดประสิทธิภาพระดับกลางและตลาดประสิทธิภาพระดับต่ำคือ ตลาดประสิทธิภาพระดับกลางจะรวมข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลตลาด (non-Market Information) ไปด้วย เช่น ข้อมูลรายได้เกี่ยวกับการประกอบธุรกิจ เช่น การประกาศ อัตราส่วนการตลาดต่อกำไรสุทธิ (Price to Earning หรือ PE Ratios) การแตกหุ้น (Split Par) การรวมหุ้น (Reverse Stock Split) อัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield Ratios) อัตราส่วนตลาดราคาตลาดกำไรสุทธิ (Price to Earning) ข่าวสารการเมืองและเศรษฐกิจที่มีผลเกี่ยวข้อง โดยหากราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนข้อมูลสาธารณะที่เปิดเผยแล้ว การใช้ข้อมูลสาธารณะจะไม่สามารถหากำไรที่เกินปกติได้

ตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำ (Weak Form) ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนข้อมูลในอดีต โดยระยะเวลาการปรับตัวเข้าสู่ราคาพื้นฐานของหลักทรัพย์จะขึ้นอยู่กับระดับความมีประสิทธิภาพของตลาด โดยกล่าวคือหากระดับตลาดมีประสิทธิภาพน้อยจะต้องใช้ระยะเวลาในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เข้าสู่ราคาพื้นฐานมากกว่าระดับตลาดที่มีประสิทธิภาพมาก การใช้ข้อมูลตลาด (Market Information) เช่นอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ราคาหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขาย ในอดีตจะไม่สามารถหากำไรที่เกินปกติ (Abnormal Return) ได้ เนื่องจากผลตอบแทนในอดีตและผลตอบแทนในอนาคตเป็นอิสระซึ่งกันและกัน ไม่ว่านักลงทุนจะใช้หลักเกณฑ์ใดหรือการใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) ในการลงทุนก็ตาม

ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผู้ทำการศึกษาเหตุการณ์ โดย ศิริภพ ปัทมธนันท์ (2557) ได้ศึกษาเรื่อง ประสิทธิผลของมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน (Cash Balance) สำหรับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด โดยใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) โดยทำการศึกษาความผันผวนของราคา (Volatility) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal จตุภัทร เบี้ยวบรรจง และ ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย

Return) สภาพคล่อง (Liquidity) ในช่วงเหตุการณ์ต่าง ๆ ข้อมูลที่ทำการศึกษาอยู่ในช่วงเดือน กรกฎาคม พ.ศ. 2551 ถึงเดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ. 2556 จำนวน หลักทรัพย์ทั้งสิ้น 79 หลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบประสิทธิภาพระหว่าง มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 3 สัปดาห์กับมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์พบว่า มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์นั้น สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาของหลักทรัพย์และอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ดี โดยเฉพาะด้านอัตราการซื้อขายหมุนเวียนที่ควบคุมได้ดีกว่านโยบาย 3 สัปดาห์ ศิริยศ จุฑานนท์ (2556) ได้ศึกษาเรื่อง ข้อควรระวังในภาวะตลาดหุ้น Bull Market พบประเด็นที่เกี่ยวกับ Cash Balance ดังนี้ ในช่วงตลาดขาขึ้น ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวขึ้นเป็นส่วนใหญ่ทำให้ P/E ratio โดยรวมสูงขึ้น โดยในปี 2555 มีหุ้นที่ติด Cash balance จำนวน 41 หลักทรัพย์ ซึ่งเป็นหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 30 หลักทรัพย์ และเป็นหุ้นในตลาด mai จำนวน 11 หลักทรัพย์ และมีแนวโน้มสูงขึ้นทุกปีหุ้นที่มีการเข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนโดยมากจะอยู่ในกลุ่ม non-SET200 จำนวนถึง 83.3 %หรือกล่าวอีกอย่างคือเป็นหุ้นในกลุ่มที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ทางตลาดต่ำ หุ้นที่มีการเข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนพบว่ากลุ่มที่พบสูงสุดคือกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มพลังงาน กลุ่มบริการ และหุ้นในตลาด MAI ซึ่งโดยมากเป็นกลุ่มที่มีการส่งเสริมด้านนโยบายโดยภาครัฐ

## ระเบียบวิธีการวิจัย

### วิธีการเก็บข้อมูล

ในการศึกษาประสิทธิผลของมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ครั้งนี้ ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประเภท Time Series โดยข้อมูลที่ใช้ ตั้งแต่ปี 1 มีนาคม พ.ศ. 2556 ถึงวันที่ 10 กรกฎาคม พ.ศ. 2558 จำนวน 218 บริษัท ประกอบด้วย

1. ข้อมูลราคาสูงสุด ต่ำสุดรายวันของหลักทรัพย์
2. ข้อมูลจำนวนหลักทรัพย์ซื้อขายในระหว่างวัน และจำนวนหลักทรัพย์ในหลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน
3. ข้อมูลราคาปิดรายวันดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดเอ็ม เอ ไอ
4. ข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ในความสนใจ

### วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้เป็นการศึกษาประสิทธิผลของการใช้มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ โดยจะแบ่งเป็น 2 ส่วน ดังต่อไปนี้

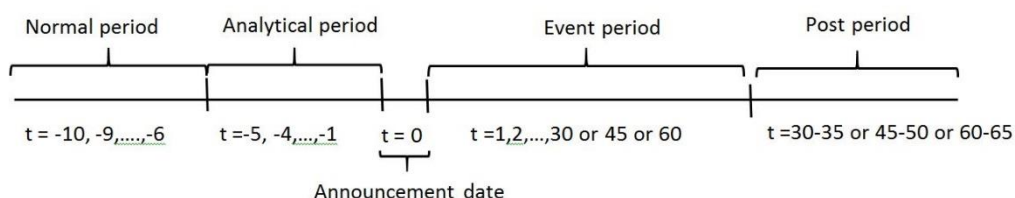
ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาโดยใช้

1. จำนวนข้อมูล (Observation)
2. ค่าต่ำสุด (Minimum)
3. ค่าสูงสุด (Maximum)

4. ค่าเฉลี่ย (Mean)
5. ค่ามัธยฐาน (Median)
6. ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation)

## ส่วนที่ 2 การทดสอบสมมติฐาน

ในส่วนนี้จะเป็นการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) โดยแบ่งช่วงเวลาในการทำการศึกษาแบ่งช่วงระยะเวลาในการศึกษา อ้างอิงตามงานวิจัยเรื่อง ประสิทธิภาพของมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน (ศิริภพ, 2557) โดยออกเป็น 5 ช่วง ดังต่อไปนี้



1. ช่วงปกติ (Normal period) เป็นช่วงที่ถือว่าหลักทรัพย์มีการซื้อขายที่ปกติ กล่าวคือไม่มีความผันผวนของการซื้อขายตลอดสัปดาห์ โดยนับก่อนช่วงวิเคราะห์เป็นจำนวน 5 วัน
2. ช่วงวิเคราะห์ (Analytical period) เป็นช่วงระยะเวลา 5 วันก่อนที่ทางสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ใช้ในการพิจารณาหลักทรัพย์ว่าควรจะประกาศให้ติดรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูง
3. ช่วงเหตุการณ์หลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด (Announcement date) ซึ่งมีระยะเวลาเพียงแค่วัน 1 วัน คือวันศุกร์ของทุกสัปดาห์ โดยตลาดหลักทรัพย์จะประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดภายในวันที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ประกาศกำหนดหลักทรัพย์ที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูง (Turnover List) หลังจากตลาดหลักทรัพย์ปิดทำการแล้ว
4. ช่วงเหตุการณ์ (Event Period) เป็นช่วงที่หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการดำรงอยู่ในมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนระยะเวลาของช่วงเหตุการณ์จะครอบคลุม 30 วัน หรือ 6 รอบสัปดาห์ ตามมาตรการเดิม และมาตรการใหม่ 6 สัปดาห์และพิจารณาการเข้า trading list ตามลำดับ
5. ช่วงหลังวันประกาศ (Post period) เป็นช่วงที่หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ ได้ออกจากมาตรการเนื่องจากได้ติดอยู่ในมาตรการครบตามกำหนดเวลาแล้ว

โดยใช้เครื่องมือในการเปรียบเทียบประสิทธิผลระหว่างมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์กับมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert list ดังต่อไปนี้

ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (Volatility)

เป็นมาตรวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในระหว่างวันที่ทำการซื้อขาย โดยสามารถหาความผันผวนจากราคาสูงสุด ราคาต่ำสุดระหว่างวัน ตามสมการ (Parkinson, 1980)

$$\sigma_{ID,t}^2 = \left[ \frac{1}{4 \ln 2} \right] \left[ \ln \left( \frac{H_t}{L_t} \right) \right]^2 \quad (1)$$

โดย แสดงถึงความผันผวนระหว่างวัน

$H_t$  คือ ราคาสูงสุด ในวันที่  $t$

$L_t$  คือ ราคาต่ำสุด ในวันที่  $t$

อัตราการซื้อขายหมุนเวียน (Turnover Ratio)

การหาอัตราการซื้อขายหมุนเวียน โดยการศึกษาครั้งนี้จะการใช้การหา Turnover rate Ratio เป็นมาตรวัดที่อธิบายว่าหลักทรัพย์นั้น ๆ มีการหมุนเวียนเปลี่ยนมือมากหรือน้อย โดยอ้างอิงมาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมการ

$$\% \text{Turnover Ratio} = \frac{\text{จำนวนหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขาย (หุ้น)} \times 100\%}{\text{จำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด (หุ้น)}} \quad (2)$$

อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (Abnormal return)

อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (Abnormal return) ในการศึกษาในครั้งนี้สามารถหาได้จากการใช้ วิเคราะห์การถดถอยของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งจะวัดด้วยวิธี market-adjust returns model (Brown and Warner, 1985) โดยมีความสัมพันธ์ดังนี้

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha} + (\hat{\beta} \times RM_t) \quad (3)$$

โดย

$AR_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t$

$R_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนแท้จริงของหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t$

$R_{mt}$  คือ ผลตอบแทนของตลาด SET,mai ในวันที่  $t$

$\hat{\alpha}$  คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

$\hat{\beta}$  คือ ความชันของการวิเคราะห์การถดถอย

## ขั้นตอนในการศึกษา

### 1. การเตรียมข้อมูล

1.1. โดยการติดตามประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายมาตรการกำกับการซื้อขาย ผ่านทางเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยประกาศจะประกาศทุกวันศุกร์ของสัปดาห์

1.2 ทำการเก็บข้อมูลที่เกี่ยวข้องของหลักทรัพย์ที่ถูกประกาศเข้ามาตรการการซื้อขาย โดยเก็บข้อมูลเป็นรายวันประกอบด้วย ราคาเปิด ราคาปิด ราคาสูงสุด ราคาต่ำสุด มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้น และรวมถึงดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และดัชนีตลาด เอ็ม เอ ไอ จากโปรแกรมบลูมเบิร์ก เว็บไซต์สมาคมตราสารหนี้แห่งประเทศไทย

1.3 แบ่งช่วงของข้อมูลตามการศึกษาเหตุการณ์โดยออกเป็น 5 ช่วง ดังต่อไปนี้

ช่วงปกติ (Normal period) เป็นช่วงที่ถือว่าหลักทรัพย์มีการซื้อขายที่ปกติ กล่าวคือไม่มีความผันผวนของการซื้อขายตลอดสัปดาห์ โดยนับก่อนช่วงวิเคราะห์เป็นจำนวน 5 วัน

ช่วงวิเคราะห์ (Analytical period) เป็นช่วงระยะเวลา 5 วันก่อนที่ทางสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ใช้ในการพิจารณาหลักทรัพย์ว่าควรประกาศให้ติดรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูง

ช่วงเหตุการณ์หลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด (Announcement date) ซึ่งมีระยะเวลาเพียงแค่ 1 วัน คือวันศุกร์ของทุกสัปดาห์ โดยตลาดหลักทรัพย์จะประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดภายในวันที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ประกาศกำหนดหลักทรัพย์ที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูง (Turnover List) หลังจากตลาดหลักทรัพย์ปิดทำการแล้ว

ช่วงเหตุการณ์ (Event Period) เป็นช่วงที่หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการดำรงอยู่ในมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนระยะเวลาของช่วงเหตุการณ์จะครอบคลุม 30 วัน หรือ 6 รอบสัปดาห์ ตามมาตรการเดิม และมาตรการใหม่ 6 สัปดาห์และพิจารณาการเข้า trading list ตามลำดับ

ช่วงหลังวันประกาศ (Post period) เป็นช่วงที่หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ ได้ออกจากมาตรการเนื่องจากได้ติดอยู่ในมาตรการครบตามกำหนดเวลาแล้ว

1.4 พิจารณาข้อมูลที่อาจจะมีการศึกษา เช่นการจ่ายปันผล หากมีเหตุการณ์ใด ที่มีผลต่อการศึกษาจะมีการตัดข้อมูลในช่วงนั้นออก

### 2. การวิเคราะห์ข้อมูล

2.1 จัดแบ่งกลุ่มข้อมูลของหลักทรัพย์เป็นกลุ่มได้แก่

1) ชุดข้อมูลของหลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert Lists และหลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์ โดยเป็นข้อมูลทั้งหมดโดยแบ่งแยกตามชนิดของมาตรการ

2) ชุดข้อมูลของหลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert Lists และหลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์ โดยเป็นข้อมูลทั้งหมดโดยแบ่งแยกตามประเภทของตลาดหลักทรัพย์ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

3) ชุดข้อมูลของหลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert Lists และหลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์ โดยเป็นข้อมูลทั้งหมดโดยแบ่งแยกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

## 2.2. การเปรียบเทียบ อัตราการเปลี่ยนแปลงของตัวชี้วัด

โดยมีอยู่ 3 ตัวชี้วัดได้แก่ ความผันผวนของราคา (Volatility) อัตราการซื้อขายหมุนเวียน (Turnover Ratio) ผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) โดยเทียบตัวชี้วัดนี้ในช่วงต่าง ๆ เทียบกับ ช่วงปกติ (Normal Period) ซึ่งจะหาความสัมพันธ์ ของแต่ละช่วงได้ดังนี้

- ช่วงวิเคราะห์เทียบกับช่วงปกติ (Analytical Period – Normal Period)
- ช่วงวันประกาศเทียบกับช่วงปกติ (Announcement Date – Normal Period)
- ช่วงเหตุการณ์เทียบกับช่วงปกติ (Event Period – Normal Period)
- ช่วงหลังเหตุการณ์เทียบกับช่วงปกติ (Post Period – Normal Period)

โดยนำความสัมพันธ์ของแต่ละช่วงนี้มาเปรียบเทียบกัน ระหว่าง 2 มาตรการ คือ มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List กับ มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์ และทำการทดสอบหาความแตกต่างทางสถิติด้วยวิธี T-Stat โดยเปรียบเทียบตามกลุ่มที่ได้จัดกลุ่มข้อมูลที่ได้กล่าวไปแล้ว

## 3. นำผลที่ได้มาสรุปผลและอภิปราย

โดยนำข้อมูลมาเสนอ เป็น 2 ส่วน โดยส่วนที่ 1 จะใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาโดยการใช้ จำนวนข้อมูล (Observation) ได้แก่ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) และในส่วนที่ 2 การทดสอบสมมติฐาน จะเป็นการหาอัตราการเปลี่ยนแปลงของ แต่ละช่วงจากงานวิจัยโดยมีอยู่ 5 ช่วง คือ ช่วงปกติ (Normal Period) ช่วงวิเคราะห์ (Analytical Period) วันเหตุการณ์ (Announcement Date) ช่วงเหตุการณ์ (Event Period) ช่วงหลังเหตุการณ์ (Post Period) ใช้ตัวชี้วัด ความผันผวนเรื่องราคา (Volatility) อัตราการซื้อขายหมุนเวียน (Turnover rate ratio) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) ซึ่งเทียบช่วงเหตุการณ์ที่เปลี่ยนแปลงจากช่วงเหตุการณ์ปกติ จะได้ ช่วงดังนี้ Analytical Period – Normal Period, Announcement Date – Normal Period , Event Period - Normal

Period, Post Period –Normal Period และหาความแตกต่างทางสถิติ T-Stat ระหว่างมาตรการ 6 สัปดาห์กับมาตรการ 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert list ดังต่อไปนี้ โดยสมมติฐานดังต่อไปนี้

H1: มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแบบ 6 สัปดาห์ และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List มีการเปลี่ยนแปลงความผันผวนของราคาหลักทรัพย์น้อยกว่ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแบบ 6 สัปดาห์

H2: มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแบบ 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List มีการเปลี่ยนแปลงอัตราการซื้อขายหมุนเวียนของหลักทรัพย์ น้อยกว่ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแบบ 6 สัปดาห์

H3: มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแบบ 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List มีการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ น้อยกว่ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแบบ 6 สัปดาห์

โดยจะทำการเปรียบเทียบโดยที่การเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงระหว่างมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแบบ 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List กับ มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแบบ 6 สัปดาห์ โดยจะเปรียบเทียบในการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ 3 แบบ โดยแบ่งเป็น (1) ภาพรวม (2) ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย (3) ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม

## ผลการวิจัย

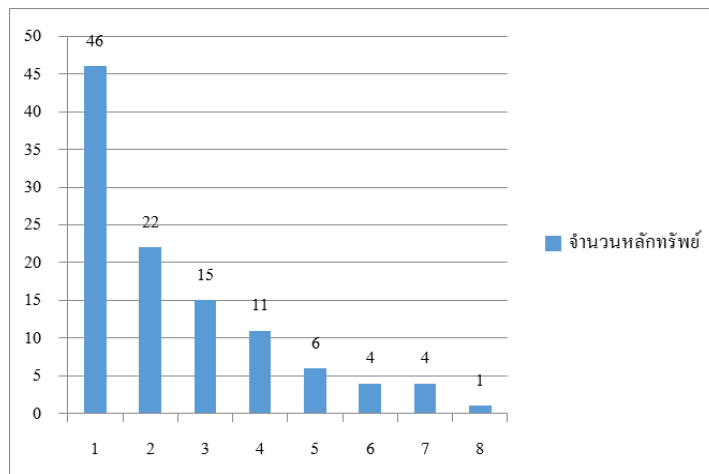
ผลการวิจัยแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ 1) ส่วนผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนา และ 2) ผลการวิเคราะห์การทดสอบสมมติฐาน โดยมีรายละเอียดในแต่ละส่วนดังต่อไปนี้

### ส่วนที่ 1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ส่วนที่ 1.1 ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแบบ 6 สัปดาห์ และหลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแบบ 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List

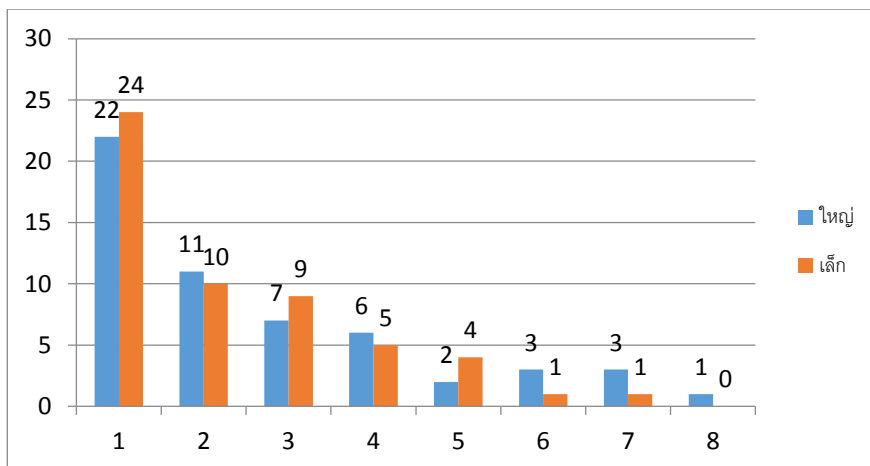
#### มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแบบ 6 สัปดาห์

โดยข้อมูลที่ศึกษาเป็นข้อมูลของหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดปกติตั้งแต่วันที่ 1 มีนาคม 2556 ถึง 30 ธันวาคม 2557 มีการประกาศหลักทรัพย์เข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 276 ประกาศ ซึ่งมีการตัดหลักทรัพย์ที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์ออกไป คงเหลือหลักทรัพย์ที่จะการศึกษาจำนวน 109 หลักทรัพย์ ดังแสดงดังรูปที่ 1 พบว่า จำนวนหลักทรัพย์ที่มีการติดมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนจะมีการติดเข้ามาความถี่ในการเข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน จำนวน 1 ครั้ง และ 2 ครั้ง เป็นสัดส่วนที่มากตามลำดับ โดยความถี่มีหลักทรัพย์มีเข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน ในความถี่ 1 ครั้ง เป็นความถี่ที่มีจำนวนหลักทรัพย์สูงสุด เป็นจำนวน 46 หลักทรัพย์



รูปที่ 1: จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแยกตามจำนวนครั้งที่หลักทรัพย์เข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์

จากการแบ่งขนาดบริษัทตามขนาดของหลักทรัพย์โดยใช้เกณฑ์ในการแบ่งโดยแบ่งโดยนำขนาดของหลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนมาหาค่ากลาง ณ วันที่ 30 ธันวาคม 2557 โดยหากหลักทรัพย์มีขนาดมากกว่าค่ากลางจะถูกจัดเป็นหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ และหากหลักทรัพย์มีขนาดเล็กกว่าค่ากลางจะจัดอยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็ก พบว่า อัตราส่วน ของบริษัทขนาดใหญ่ และบริษัทขนาดเล็กมีสัดส่วนที่ใกล้เคียงกันตาม หากแบ่งตามความถี่ที่เข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนตามแสดงในรูปที่ 2



รูปที่ 2 : จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแยกตามจำนวนครั้งที่หลักทรัพย์เข้ามาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนและขนาดของบริษัทจดทะเบียนมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์

ตารางที่ 1: จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนจำนวน 6 สัปดาห์แยกตามจำนวนครั้ง และกลุ่ม  
อุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียน

| อุตสาหกรรม                 | จำนวนครั้งที่ติดมาตรการ |            |            |            |            |            |            |            |     |
|----------------------------|-------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----|
|                            | 1                       | 2          | 3          | 4          | 5          | 6          | 8          | 10         | รวม |
| เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร    | 3<br>(1,2)              | 0          | 1<br>(0,1) | 0          | 0          | 1<br>(1,0) | 0          | 0          | 5   |
| สินค้าอุปโภคและบริโภค      | 2<br>(0,2)              | 1<br>(0,1) | 0          | 0          | 0          | 0          | 1<br>(1,0) | 0          | 4   |
| ธุรกิจการเงิน              | 2<br>(0,2)              | 1<br>(0,1) | 0          | 0          | 0          | 0          | 1<br>(0,1) | 0          | 4   |
| สินค้าอุตสาหกรรม           | 7<br>(2,5)              | 5<br>(3,2) | 1<br>(0,1) | 2<br>(2,0) | 1<br>(0,1) | 0          | 0          | 0          | 16  |
| อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง | 8<br>(4,4)              | 6<br>(4,2) | 8<br>(4,4) | 2<br>(1,1) | 1<br>(1,0) | 2<br>(1,1) | 1<br>(1,0) | 0          | 28  |
| ทรัพยากร                   | 7<br>(6,1)              | 0          | 1<br>(1,0) | 2<br>(1,1) | 1<br>(0,1) | 1<br>(1,0) | 1<br>(1,0) | 0          | 13  |
| บริการ                     | 14<br>(9,5)             | 3<br>(2,1) | 3<br>(1,2) | 3<br>(0,3) | 2<br>(1,1) | 0          | 1<br>(0,1) | 1<br>(1,0) | 27  |
| เทคโนโลยี                  | 3<br>(0,3)              | 5<br>(2,3) | 1<br>(1,0) | 2<br>(2,0) | 1<br>(1,0) | 0          | 0          | 0          | 12  |

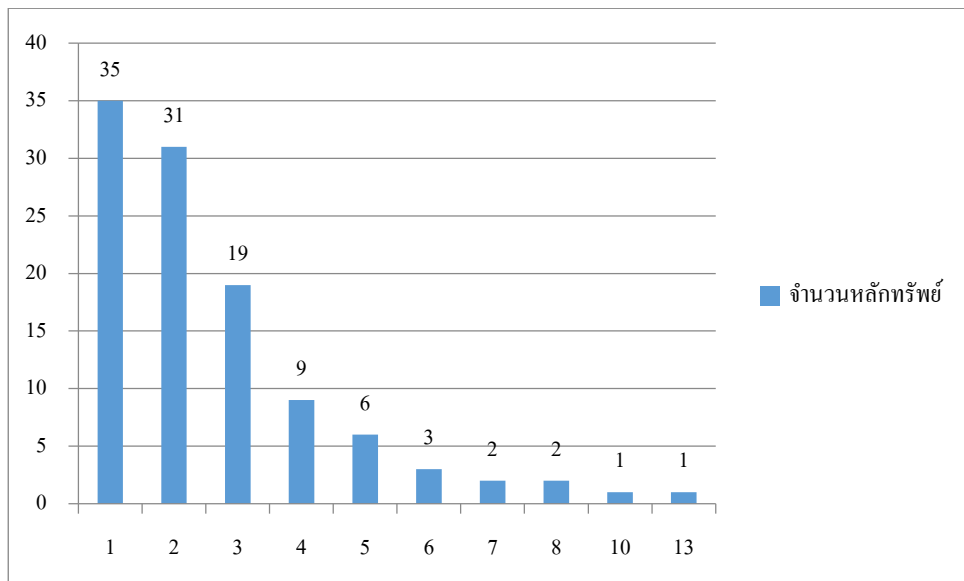
หากเราจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมแล้วจะพบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจะมีสัดส่วนในการเข้ามาตราการวางเงินสดเต็มจำนวนในสัดส่วนสูงสุดตามลำดับ โดยจำนวน 28 ครั้ง ดังแสดงผลในตารางที่ 1

ในขณะที่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค ธุรกิจการเงิน มีจำนวนหลักทรัพย์ที่เข้ามาตราการวางเงินสดเต็มจำนวนน้อยที่สุด โดยดูจากจำนวนครั้งที่เข้า จำนวน 4 ครั้ง

#### มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List

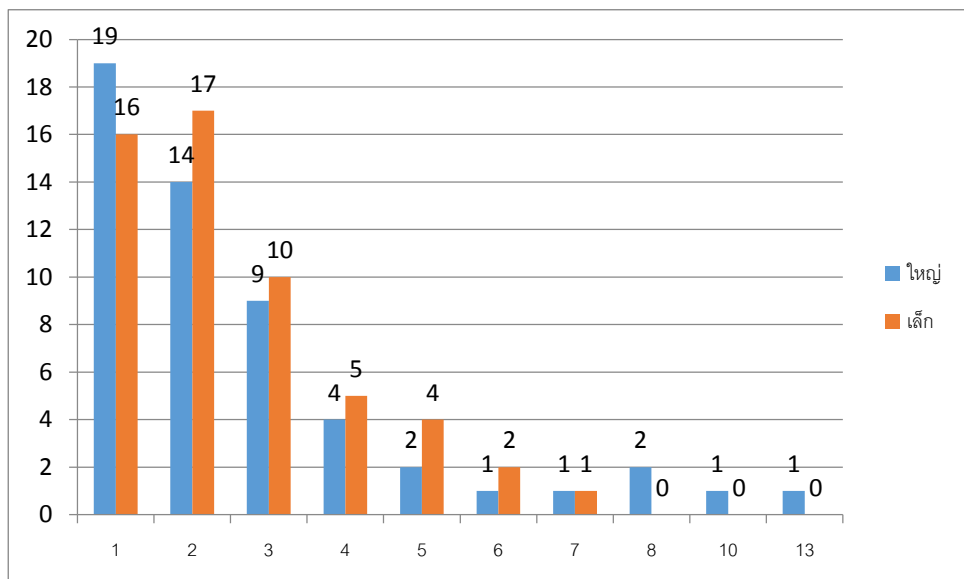
หลักทรัพย์ที่เข้ามาตราการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List เริ่มทำการเก็บข้อมูลตั้งแต่วันที่ 5 มกราคม 2558 ถึงวันที่ 31 กรกฎาคม 2558 มีการประกาศหลักทรัพย์เข้ามาตราการวางเงินสดเต็มจำนวน 291 ประกาศ ซึ่งมีการตัดหลักทรัพย์ที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์ออกไป คงเหลือหลักทรัพย์ที่จะการศึกษาจำนวน 109 หลักทรัพย์

จากข้อมูลที่ทำการศึกษาพบว่าจำนวนหลักทรัพย์ที่มีการติดมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนจะมีการติดเข้ามาตราการความถี่ในการเข้ามาตราการวางเงินสดเต็มจำนวน จำนวน 1 ครั้ง และ 2 ครั้ง เป็นสัดส่วนที่มากตามลำดับ



รูปที่ 3: จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน แยกตามจำนวนตั้งมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์ และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List

จากรูปที่ 3 จะพบว่า ความถี่ที่หลักทรัพย์มีเข้ามาตราการวางเงินสดเต็มจำนวน ในความถี่ 1 ครั้ง เป็นความถี่ที่มีจำนวนหลักทรัพย์สูงสุด เป็นจำนวน 35 หลักทรัพย์ และความถี่ที่หลักทรัพย์เข้ามาตราการวางเงินสดเต็มจำนวนในความถี่ 2 ครั้ง เป็นความถี่ที่มีจำนวนหลักทรัพย์เข้ามาตราการวางเงินสดเต็มจำนวนเป็นจำนวน 31 หลักทรัพย์



รูปที่ 4: จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน แยกตามจำนวนครั้งและขนาดของบริษัทจดทะเบียน มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์ และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List

หากพิจารณาตามขนาดหลักทรัพย์ พบว่าในหลักทรัพย์ที่มีการติดตามการวางเงินสดเต็มจำนวน ความถี่ 1 ครั้ง จะมีสัดส่วนของบริษัทใหญ่มากกว่าขนาดบริษัทเล็ก 19 และ 16 บริษัทตามลำดับ และหากพิจารณาตามการวางเงินสดเต็มจำนวน ความถี่ 2 ครั้ง จะพบว่าสัดส่วนบริษัทใหญ่จะมีสัดส่วนน้อยกว่า บริษัทเล็ก 14 และ 17 บริษัทตามลำดับ

ตารางที่ 2: จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดตามการวางเงินสดเต็มจำนวน แยกตามจำนวนครั้ง ขนาดของบริษัท และกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนมาตรการ 6 สัปดาห์วางเงินสดเต็มจำนวน และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List

| อุตสาหกรรม                 | จำนวนครั้งที่ติดตามการ |             |            |            |            |            |            |            |            |            | รวม |
|----------------------------|------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----|
|                            | 1                      | 2           | 3          | 4          | 5          | 6          | 7          | 8          | 10         | 13         |     |
| เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร    | 3<br>(2,1)             | 1<br>(0,1)  | 0          | 0          | 0          | 0          | 1<br>(1,0) | 0          | 0          | 0          | 5   |
| สินค้าอุปโภคและบริโภค      | 3<br>(2,1)             | 3<br>(0,3)  | 2<br>(1,1) | 1<br>(0,1) | 1<br>(1,0) | 0          | 0          | 1<br>(1,0) | 0          | 0          | 11  |
| ธุรกิจการเงิน              | 1<br>(0,1)             | 2<br>(2,0)  | 1<br>(0,1) | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 4   |
| สินค้าอุตสาหกรรม           | 6<br>(3,3)             | 3<br>(1,2)  | 4<br>(2,2) | 4<br>(1,3) | 2<br>(1,1) | 0          | 0          | 0          | 0          | 1<br>(1,0) | 20  |
| อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง | 7<br>(4,3)             | 8<br>(6,2)  | 5<br>(1,4) | 4<br>(3,1) | 1<br>(0,1) | 1<br>(0,1) | 0          | 0          | 1<br>(1,0) | 0          | 27  |
| ทรัพยากร                   | 5<br>(4,1)             | 1<br>(1,0)  | 5<br>(3,2) | 0          | 0          | 2<br>(1,1) | 1<br>(0,1) | 0          | 0          | 0          | 14  |
| บริการ                     | 8<br>(4,4)             | 10<br>(3,7) | 2<br>(2,0) | 0          | 2<br>(0,2) | 0          | 0          | 1<br>(1,0) | 0          | 0          | 23  |
| เทคโนโลยี                  | 2<br>(0,2)             | 3<br>(1,2)  | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 5   |

จากตารางที่ 2 การจำแนกหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรม จะเห็นได้ว่า ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีจำนวนหลักทรัพย์ที่ติดตามการ สูงเป็นอันดับหนึ่ง โดยสัดส่วน บริษัทขนาดใหญ่ต่อบริษัทเล็กจะเป็น 14 และ 13 ตามลำดับ และหากพิจารณา ตามกลุ่มอุตสาหกรรม ที่มีจำนวนหลักทรัพย์ที่ติดตามการต่ำที่สุดจะพบว่าในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน จะมีสัดส่วนบริษัทใหญ่ต่อขนาดบริษัทเล็ก เป็น 2 ต่อ 2 ตามลำดับ

## ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์การทดสอบสมมติฐาน

ตารางที่ 3: แสดงความแตกต่างของมาตรการ 6 สัปดาห์วางเงินสดเต็มจำนวน และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List และมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแบบ 6 สัปดาห์ โดยจำแนกตามประเภทตลาด หลักทรัพย์ ประเภทอุตสาหกรรม และภาพรวม

|                                          | Volatility                        |                                   |                              |                             | Turn Over Rate                    |                                   |                              |                             | Abnormal Return                   |                                   |                              |                             |
|------------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|------------------------------|-----------------------------|
|                                          | Analytical period – Normal period | Announcement date – Normal period | Event period – Normal period | Post period – Normal Period | Analytical period – Normal period | Announcement date – Normal period | Event period – Normal period | Post period – Normal Period | Analytical period – Normal period | Announcement date – Normal period | Event period – Normal period | Post period – Normal Period |
| ประเภทตลาด                               |                                   |                                   |                              |                             |                                   |                                   |                              |                             |                                   |                                   |                              |                             |
| ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย              |                                   | **                                |                              |                             |                                   | *                                 |                              |                             | ***                               |                                   | *                            | **                          |
| ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ                |                                   | ***                               | **                           |                             |                                   | ***                               |                              | **                          | ***                               |                                   | **                           | **                          |
| ประเภทอุตสาหกรรม                         |                                   |                                   |                              |                             |                                   |                                   |                              |                             |                                   |                                   |                              |                             |
| อุตสาหกรรมเกษตร และ<br>อุตสาหกรรมอาหาร   |                                   |                                   |                              |                             |                                   |                                   |                              |                             |                                   |                                   |                              |                             |
| อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค          |                                   |                                   |                              |                             |                                   |                                   |                              |                             |                                   |                                   |                              |                             |
| อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน                  |                                   |                                   |                              |                             |                                   | *                                 | *                            |                             |                                   |                                   |                              |                             |
| อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม               |                                   |                                   |                              |                             |                                   |                                   |                              |                             |                                   |                                   | *                            | **                          |
| อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และ<br>ก่อสร้าง |                                   |                                   |                              |                             |                                   | *                                 | **                           | *                           | ***                               | ***                               | **                           | *                           |
| อุตสาหกรรมทรัพยากร                       |                                   |                                   |                              |                             |                                   | *                                 | *                            |                             |                                   |                                   |                              | **                          |
| อุตสาหกรรมบริการ                         |                                   |                                   | ***                          | *                           | **                                | **                                | *                            | *                           |                                   |                                   |                              |                             |
| อุตสาหกรรมเทคโนโลยี                      |                                   |                                   |                              |                             |                                   |                                   |                              |                             |                                   |                                   |                              |                             |
| ภาพรวม                                   |                                   | **                                |                              |                             | **                                | ***                               | *                            | ***                         | ***                               |                                   |                              |                             |

หมายเหตุ \* มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.1

\*\* มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05

\*\*\* มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01

จากตารางที่ 3 แสดงถึงการเปรียบเทียบโดยที่การเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงระหว่าง  
มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแบบ 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List

กับ มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแบบ 6 สัปดาห์ โดยใช้ t-test ในการทดสอบความแตกต่างทางสถิติ

โดยจะเปรียบเทียบในการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ 3 แบบ โดยแบ่งเป็น

- (1) ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย
- (2) ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม
- (3) ภาพรวม

เมื่อมาพิจารณาการเปรียบเทียบของมาตรวัดที่มีความแตกต่างทางนัยสำคัญที่แสดงว่า มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List กับ มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์แล้ว มีความแตกต่างทางนัยสำคัญและมีค่าเฉลี่ยที่น้อยกว่า

#### (1) ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่าเมื่อทำการเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List กับ มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และถ้าพิจารณาความแตกต่างที่มีค่าเฉลี่ยน้อยกว่าที่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 จะพบในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีความแตกต่างในช่วงวิเคราะห์ – ช่วงปกติ (Analytical Period – Normal ) และในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในช่วงวันประกาศ - ช่วงปกติ (Announcement Date – Normal Period) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีความแตกต่างในช่วงวันประกาศ - ช่วงปกติ (Announcement Date – Normal Period) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงวิเคราะห์ – ช่วงปกติ (Analytical Period – Normal )

#### (2) ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม

เมื่อเทียบการเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงระหว่างมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแบบ 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List กับ มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนแบบ 6 สัปดาห์ โดยแบ่งแยกตามอุตสาหกรรม พบว่า ไม่มีความแตกต่างแบบมีค่าเฉลี่ยน้อยกว่าในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค อุตสาหกรรมเทคโนโลยี และถ้าพิจารณาความแตกต่างที่มีค่าเฉลี่ยน้อยกว่าที่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 จะพบในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีความแตกต่างในช่วงวิเคราะห์ – ช่วงปกติ (Analytical Period – Normal ) และในช่วงวันประกาศ - ช่วงปกติ (Announcement Date – Normal Period) ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มบริการมีความแตกต่างในช่วงเหตุการณ์ - ช่วงปกติ (Event Period – Normal Period)

#### (3) ภาพรวม

พบว่าเมื่อทำการเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของ มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด Trading Alert List กับ มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์ในภาพรวมและถ้าพิจารณาความแตกต่างที่มีค่าเฉลี่ยน้อยกว่าที่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 จะพบว่ามีความแตกต่างใน อัตราการซื้อขายหมุนเวียน จดดูกร เบี้ยวจริง และ ชัยภูมิ ตั้งสมชัย

ในช่วงวันประกาศ - ช่วงปกติ (Announcement Date – Normal Period) ช่วงหลังเหตุการณ์ - ช่วงปกติ (Post Period– Normal Period) ที่และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงวิเคราะห์ – ช่วงปกติ (Analytical Period – Normal )

## อภิปรายผลการศึกษา

การศึกษาเรื่องประสิทธิผลของการใช้มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศไทย สามารถนำผลการศึกษามาอภิปรายได้ดังนี้

ประสิทธิผลของการใช้มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศไทย พบว่า ประสิทธิภาพจากมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์และพิจารณาติดตามอย่างใกล้ชิด (Trading alert list) มีประสิทธิผลในการควบคุมอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ดีกว่าเมื่อเทียบกับมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน 6 สัปดาห์ มีผลสอดคล้องกับการศึกษาของ ศิริภพ ปัทธนันท์ (2557) ที่ทำการศึกษาระสิทธิภาพของมาตรการแคชบาลานซ์ สำหรับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดโดยเปรียบเทียบประสิทธิผลระหว่างมาตรการวางเงินสดแบบ 6 สัปดาห์เทียบกับนโยบายวางเงินสดแบบ 3 สัปดาห์ พบว่า สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาของหลักทรัพย์และอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ดีกว่าโดยเฉพาะด้านอัตราการซื้อขายหมุนเวียน และสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการจะลดลงเป็นอย่างมาก และลดลงมากกว่าช่วงปกติแม้ว่าจะออกมาจากมาตรการมาแล้วก็ตาม ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหมุนเวียนมีความสอดคล้องกับการศึกษาของ Bacha, et al. (2008) ซึ่งทำการศึกษาระสิทธิภาพของมาตรการหยุดการซื้อขายในประเทศมาเลเซีย โดยมีการศึกษาอยู่ 4 ตัวแปรหลักคือ ราคาของหลักทรัพย์ (Price) ความผันผวนของราคา (Volatility) ปริมาณการซื้อขาย (Volume) และชนิดของข้อมูลที่รั่วไหลออกมา (Information Leakage) ซึ่งผลพบว่า การหยุดการซื้อขายทำให้ ราคาหลักทรัพย์และ ปริมาณการซื้อขายมากขึ้น และปัจจัยเรื่องข้อมูลข่าวสารที่เกิดการรั่วไหลระหว่างการซื้อขายมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการ โดยมีการศึกษาในของผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return) โดยจะพบว่าในมาตรการหยุดการซื้อขายมีผลตอบแทนที่ปกติลดลงเมื่ออยู่ในมาตรการหยุดการซื้อขายและพบว่าความผันผวนของราคาหลักทรัพย์มีมากขึ้นเมื่อเทียบกับตอนหลักทรัพย์ที่เข้ามาตรการหยุดการซื้อขายและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ลดลง

## ข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่องประสิทธิผลของการใช้มาตรการวางเงินสดเต็มจำนวนก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศไทย มีข้อเสนอแนะต่อผู้ที่นำผลลัพธ์จากการศึกษาไปโดยแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

## สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ สามารถนำการศึกษาครั้งนี้ เป็นข้อมูลในการตัดสินใจในการปรับเปลี่ยนมาตรการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในอนาคตเพื่อให้ได้ มาตรการกำกับการซื้อขายให้มีประสิทธิผลในการควบคุม ความผันผวนราคา ปริมาณการซื้อขาย และ ผลตอบแทนที่ผิดปกติในอนาคตได้

นักลงทุนทั่วไปสามารถนำข้อมูลในการศึกษาครั้งนี้ ไปใช้ในการลงทุนในหลักทรัพย์ที่สนใจ โดยอาจจะหลีกเลี่ยงหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนของราคาสูงในช่วงก่อนหลักทรัพย์เข้ามาตรการ หรือ หลักทรัพย์ที่มีปริมาณซื้อขายสูง ที่อาจจะเข้าเกณฑ์ในการกำกับการซื้อขาย

### สำหรับงานวิจัยในครั้งต่อไป

การวิจัยในครั้งนี้มีการศึกษาเฉพาะหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ตลาด เอ็ม เอ ไอ (mai) แต่ไม่ครอบคลุมถึงหลักทรัพย์ประเภทอื่นๆ อย่างเช่น Warrant และการศึกษาในครั้งนี้ มีการศึกษาเรื่องของ อัตราการซื้อขายหมุนเวียน สภาพคล่อง และ ผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์เท่านั้น ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจจะมีการใช้มาตรวัดในด้านอื่นๆ ในการศึกษาเพิ่มเติมด้วย

## รายการอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2558 การกำกับการซื้อขาย. [ออนไลน์] เข้าถึงได้จาก [http://www.set.or.th/th/regulations/supervision/surveillance\\_p1.html](http://www.set.or.th/th/regulations/supervision/surveillance_p1.html)
- ศิริภพ ปัทมธนันท์. 2557. ประสิทธิผลของมาตรการวางเงินสดเต็มจำนวน (Cash Balance) สำหรับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด. [ออนไลน์] เข้าถึงได้จาก [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)
- ศิริยศ จุฑานนท์. 2556. ข้อควรระวังในภาวะตลาดหุ้น Bull Market. [ออนไลน์] เข้าถึงได้จาก [http://www.set.or.th/setresearch/files/spotlight/Research\\_Note\\_01\\_2556.pdf](http://www.set.or.th/setresearch/files/spotlight/Research_Note_01_2556.pdf)
- Brown and Warnner. 1985. Using Stock Return, The Cases of Event Studies. **Journal of Financial Economics**. 14. 3-31
- Fama and Eugene. 1997. Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioral Finance. **Journal of Financial Economics**. 49. 283-306.
- FINRA. 2016. **Investor Alert**. [online] Available at <http://finra.org/investor/alerts/when-trading-stops-halts-suspensions-other-interruptions>

- Frino, A., Segara R., and Lecce, S. 2011. The Impact of Trading Halts on Liquidity and Price Volatility Evidence from the Australian Stock Exchange. **Pacific-Basin Finance Journal**. 19. 298–307.
- Doumet and Markus. n.d. **Announcement Study Methodology**. [online] Available at <http://announcementsstudymetrics.com/index.php/Announcement-study-methodology>
- Rashid, Mohamed Eskandar S. A, Obiyathulla I., Bacha and Roslily Ramlee. 2008. The efficiency of trading halts: Emerging market evidence. **International Journal of Banking and Finance**. 5. 125-148.

#### รายการอ้างอิงจากภาษาไทยเป็นภาษาอังกฤษ (Translated Thai Reference)

- Siriphop Juthanon. 2014. **Effectiveness of Applying Cash Balance in Turnover Lists Stock**. [online] Available at [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) (In Thai)
- Siriyoth Chithanondha 2013. **Warning form Bull market**. [online] Available at [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) (In Thai)
- The Stock Exchange of Thailand. 2015. **Market Surveillance**. [online] Available at [http://www.set.or.th/th/regilations/supervision/surveillance\\_p1.html](http://www.set.or.th/th/regilations/supervision/surveillance_p1.html) (In Thai)