

**ประสิทธิผลของมาตรการแคชบาลานซ์ (Cash Balance)
สำหรับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด**

**นายศิริภพ ปัทภนพันธ์
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์**

5 กุมภาพันธ์ 2556

บทคัดย่อ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ออกมาตรการในการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยดำเนินการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด มาตั้งแต่เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2551 ซึ่งกำหนดให้ลูกค้าต้องทำการซื้อหลักทรัพย์เหล่านั้นด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ (Cash Balance) เป็นเวลาอย่างน้อย 3 รอบระยะเวลาหรือ 3 สัปดาห์ และได้ขยายกรอบระยะเวลาในการติดตามการเป็น 6 สัปดาห์ตั้งแต่เดือนมีนาคม พ.ศ. 2556 งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาประสิทธิผลของมาตรการแคชบาลานซ์ดังกล่าว โดยจากผลการศึกษาพบว่า มาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์ยังคงมีประสิทธิผลต่อหลักทรัพย์ที่ติดตามการไม่เกิน 3 ครั้ง ทั้งการลดความผันผวนและอัตราการซื้อขายหมุนเวียน โดยไม่จำเป็นต้องเพิ่มระยะเวลาของมาตรการ เพราะในอีกแง่มุมนั้น ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่ามาตรการดังกล่าวส่งผลให้ผลตอบแทนและสภาพคล่องของหลักทรัพย์เหล่านั้นลดต่ำลง ซึ่งในส่วนของมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์นั้นสามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาของหลักทรัพย์และอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ดี โดยเฉพาะด้านอัตราการซื้อขายหมุนเวียนที่ควบคุมได้ดีกว่านโยบาย 3 สัปดาห์เดิม อย่างไรก็ตาม สภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการแคชบาลานซ์ตามนโยบายใหม่จะลดลงอย่างมาก และลดลงมากกว่าช่วงปกติแม้ว่าจะออกจากมาตรการมาแล้วก็ตาม

JEL Classification: G14, G18

คำสำคัญ: Abnormal Return, Cash Balance, Liquidity, Price Volatility, Turnover Ratio

E-Mail Address: siraphop.pn@gmail.com

Disclaimer: The views expressed in this working paper are those of the author(s) and do not necessarily represent the Capital Market Research Institute or the Stock Exchange of Thailand. Capital Market Research Institute Scholarship Papers are research in progress by the author(s) and are published to elicit comments and stimulate discussion.

สารบัญ

	หน้า
บทที่ 1 บทนำ	1
ที่มาของปัญหา	4
วัตถุประสงค์การศึกษา	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษา	4
บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย	8
วิธีดำเนินการวิจัย	8
ช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาเหตุการณ์	11
บทที่ 4 ข้อมูลและผลการวิจัย	14
ข้อมูล	14
กรอบการศึกษา	19
ผลการวิจัยในภาพรวม	20
ผลการวิจัยตามเกณฑ์ลำดับครั้งที่ติดตามการ	25
ผลการวิจัยตามเกณฑ์จำนวนครั้งที่ติดตามการ	39
บทที่ 5 บทสรุปและข้อเสนอแนะ	51
บทสรุป	51
ข้อเสนอแนะที่ได้รับจากการศึกษาครั้งนี้	55
ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งต่อไป	56
บรรณานุกรม	57
สารบัญตาราง	
1. จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดตามการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง ขนาดของบริษัทและกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียน นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	16
2. จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดตามการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง ขนาดของบริษัทและกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียน นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	18
3. จำนวนประกาศของหลักทรัพย์ แบ่งตามลำดับครั้งที่ติดตามการ	19

4. ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวันโดยมาตรวัด Parkinson (1980) นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	20
5. ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวันโดยมาตรวัด Garman and Klass (1980) นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	21
6. ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวัน นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	21
7. อัตราการซื้อขายหมุนเวียน (%) นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	22
8. อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (%) นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	22
9. Proportional Spread นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	22
10. ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวันโดยมาตรวัด นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	23
11. ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวันโดยมาตรวัด Garman and Klass (1980) นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	24
12. ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวัน นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	24
13. อัตราการซื้อขายหมุนเวียน (%) นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	24
14. อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (%) นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	25
15. Proportional Spread นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	25
16. ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 1 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	28
17. ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 2 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	33
18. ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 3 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	33
19. ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 4 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	34
20. ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 5 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	34
21. ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 6 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	34
22. ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 7 นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	35

สารบัญภาพ

1. สรุปกรอบระยะเวลาการศึกษาเหตุการณ์	13
2. จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	15
3. จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง และขนาดของบริษัทจดทะเบียน นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	16
4. จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	17
5. จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง และขนาดของบริษัทจดทะเบียน นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	18
6. ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Parkinson (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ ลำดับต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	26
7. ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Garman and Klass (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	26
8. ค่าเฉลี่ยความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	27
9. ค่าเฉลี่ยอัตราการซื้อขายหมุนเวียน (%) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	30
10. ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (%) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	31
11. ค่าเฉลี่ย Proportional Spread ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	31
12. ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Parkinson (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ ลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	36
13. ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Garman and Klass (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	36
14. ค่าเฉลี่ยความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	36
15. ค่าเฉลี่ยอัตราการซื้อขายหมุนเวียน (%) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	37
16. ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (%) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	37

17. ค่าเฉลี่ย Proportional Spread ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	37
18. ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Parkinson (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ จำนวนครั้งต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	39
19. ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Garman and Klass (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการจำนวนครั้งต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	40
20. ค่าเฉลี่ยความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการจำนวนครั้งต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	40
21. ค่าเฉลี่ยอัตราการซื้อขายหมุนเวียน (%) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการจำนวนครั้งต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	40
22. ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (%) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการจำนวนครั้งต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	41
23. ค่าเฉลี่ย Proportional Spread ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการจำนวนครั้งต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์	41
24. ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Parkinson (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ จำนวนครั้งต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	47
25. ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Garman and Klass (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการจำนวนครั้งต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	48
26. ค่าเฉลี่ยความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการจำนวนครั้งต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	48
27. ค่าเฉลี่ยอัตราการซื้อขายหมุนเวียน (%) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการจำนวนครั้งต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	48
28. ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (%) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการจำนวนครั้งต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	49
29. ค่าเฉลี่ย Proportional Spread ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ ที่ติดมาตรการจำนวนครั้งต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์	49

บทที่ 1 บทนำ

1.1 ที่มาของปัญหา

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ต่อไปนี้อาจเรียกว่า ตลาดหลักทรัพย์) ได้มีการดำเนินการออกมาตรการดำเนินการกรณีที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ผิดไปจากสภาพปกติของตลาดมาตั้งแต่ พ.ศ. 2544 ซึ่งในขณะนั้นมาตรการที่ใช้คือมาตรการการสั่งห้ามซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะหักกลบราคาซื้อกับราคาขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกัน (Net Settlement) รวมถึงมาตรการการห้ามสมาชิกให้ลูกค้ากู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์ (Margin Trading) และทางตลาดหลักทรัพย์ได้ใช้มาตรการเหล่านี้มาเป็นระยะเวลาประมาณ 7 ปี ซึ่งพบว่าสามารถบรรลุดัตุประสงค์ที่ทางตลาดหลักทรัพย์ต้องการได้ อันได้แก่การลดความผันผวนของการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติได้ อย่างไรก็ตาม มาตรการดังกล่าวได้ถูกยกเลิกไปในปี พ.ศ. 2551 เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์จำเป็นต้องปรับเปลี่ยนกลยุทธ์และมาตรการต่างๆ ให้สอดคล้องกับสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป และเนื่องด้วยมาตรการดังกล่าวยังมีข้อบกพร่องบางประการ เช่น นักลงทุนยังสามารถทำการซื้อขายหลักทรัพย์เดียวกันในลักษณะหักกลบราคาซื้อกับราคาขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกันแบบทางอ้อมได้ เนื่องจากมีช่องโหว่ของเวลาในการซื้อขาย กล่าวคือนักลงทุนที่ขายหลักทรัพย์ในช่วงเช้า จะได้รับเงินค่าขายหลักทรัพย์นั้นในเวลาประมาณ 12.30 น. ในขณะที่เมื่อซื้อหลักทรัพย์จะมีเวลาในการชำระเงินได้ตลอดทั้งวันก่อน 15.00 น. อีกทั้งยังมีข้อบกพร่องในการพิจารณาคัดเลือกหลักทรัพย์ที่จะเข้ามาตรการ ซึ่งเป็นการใช้วิจาร์ณญาณของทางตลาดหลักทรัพย์โดยมิได้อิงกับมาตรฐานใดที่ชัดเจน ทำให้นักลงทุนไม่สามารถคาดการณ์ได้ล่วงหน้าว่าหลักทรัพย์ใดจะต้องเข้ามาตรการหรือไม่¹

¹ สฤณี อาชวานันทกุล, มาตรการดูแล “หุ้นร้อน”: ตัวอย่าง “เสือกระดาษ” ในตลาดหุ้น, กรุงเทพธุรกิจ 3 พฤษภาคม 2553

ด้วยเหตุนี้ ในวันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2551 ทางตลาดหลักทรัพย์จึงได้ออกมาตรการใหม่ในการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด โดยการดำเนินการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ได้รับการพิจารณาเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ซึ่งกำหนดให้ลูกค้าต้องทำการซื้อหลักทรัพย์เหล่านั้นด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ (Cash Balance) ทั้งนี้จากประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การให้สมาชิกดำเนินการให้ลูกค้าทำการซื้อหลักทรัพย์ด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ พ.ศ. 2551 ได้นิยามความหมายของหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดไว้คือ หลักทรัพย์ที่ถูกกำหนดให้เป็นหลักทรัพย์ที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูง (Turnover List) ตามที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ประกาศกำหนด และมีลักษณะในกรณีที่หลักทรัพย์เป็นหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ดังต่อไปนี้

กรณีการประกาศหลักทรัพย์ที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูงของ ก.ล.ต.

- 1) มีมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันในรอบสัปดาห์ไม่น้อยกว่า 100 ล้านบาท
- 2) มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนไม่น้อยกว่าร้อยละ 30 และ
- 3) ให้บริษัทหลักทรัพย์รายงานหุ้นที่ติด Turnover List และมี P/E Ratio มากกว่าหรือเท่ากับ 100 เท่า หรือขาดทุน หรือบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนต่อ ก.ล.ต.

กรณีการประกาศหลักทรัพย์ที่ต้องทำการซื้อขายด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ของตลาดหลักทรัพย์

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

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

หนึ่ง ในกรณีที่ระยะเวลา 3 รอบระยะเวลาสั้นสุดลงและหลักทรัพย์นั้นยังคงมีลักษณะเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด สมาชิกจะต้องดำเนินการให้ลูกค้าทำการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ต่อไปจนกว่าหลักทรัพย์นั้นจะไม่เข้าเงื่อนไขที่มีลักษณะเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด

อย่างไรก็ตาม ทางตลาดหลักทรัพย์ได้ปรับปรุงแนวทางการป้องกันและการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด โดยได้เพิ่มกรอบระยะเวลาของหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายจาก 3 รอบระยะเวลาเป็น 6 รอบระยะเวลา (6 สัปดาห์) โดยมีผลตั้งแต่วันที่ 1 มีนาคม พ.ศ. 2556 จนถึงปัจจุบัน²

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

จุดประสงค์ของมาตรการแคชบาลานซ์ ซึ่งใช้กับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดนั้น เพื่อเป็นการลดความผันผวนที่เกิดขึ้นกับหลักทรัพย์ดังกล่าว เนื่องจากลักษณะของการซื้อหลักทรัพย์ด้วยบัญชีแคชบาลานซ์จำเป็นต้องวางเงินสดเต็มจำนวนล่วงหน้าก่อนทำการซื้อ ซึ่งทางตลาดหลักทรัพย์เห็นว่ากรณีที่นักลงทุนต้องวางเงินสดเต็มจำนวนก่อนการซื้อหลักทรัพย์จะช่วยลดปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ เนื่องจากนักลงทุนบางรายลงทุนด้วยบัญชีมาร์จิน หรือบัญชีที่มีการวางหลักทรัพย์ค้ำประกันเพื่อให้ได้วงเงินสำหรับลงทุนที่สูงกว่าหลักทรัพย์ค้ำประกัน ทั้งนี้เพื่อเป็นแนวทางในการป้องกันนักลงทุนบางรายที่อาจขาดความรู้ความเข้าใจ เพื่อให้เกิดโอกาสในการขาดทุนจากความผันผวนของหลักทรัพย์ดังกล่าวน้อยที่สุด

² ตามหนังสือเวียนเลขที่ กข.(ว) 2/2556 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2 วัตถุประสงค์การศึกษา

เนื่องด้วยมาตรการแคชบาลานซ์ ซึ่งใช้กับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดนี้ ได้ถูกนำมาใช้เป็นระยะเวลาประมาณ 5 ปีแล้ว แต่ยังไม่มีการศึกษาวิจัยเกี่ยวกับผลลัพธ์จากมาตรการนี้ทั้งนโยบายเดิมและนโยบายใหม่ที่ให้ซื้อหลักทรัพย์ด้วยบัญชีแคชบาลานซ์เป็นระยะเวลา 3 รอบระยะเวลา และ 6 รอบระยะเวลาตามลำดับ งานวิจัยชิ้นนี้จึงมีวัตถุประสงค์ ดังต่อไปนี้

1. เพื่อศึกษาว่ามาตรการแคชบาลานซ์ของตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิผลหรือไม่ กล่าวคือ มาตรการดังกล่าวสามารถควบคุมความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ รวมถึงอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้หรือไม่ นอกจากนี้ เมื่อหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดและเข้าข่ายมาตรการแคชบาลานซ์ ออกจากมาตรการแล้ว พฤติกรรมการซื้อขายของหลักทรัพย์นั้นๆ เป็นปกติหรือไม่

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

3. เพื่อศึกษาผลกระทบของมาตรการแคชบาลานซ์ต่อหลักทรัพย์แต่ละประเภท ในเรื่องของขนาด อุตสาหกรรม และระยะเวลาในการติดซ้ำ เพื่อให้ทราบข้อมูลว่ามาตรการดังกล่าวสามารถใช้ได้โดยทั่วไป หรือมีผลโดยเฉพาะเจาะจงกับหลักทรัพย์บางประเภทหรือบางกลุ่มหรือไม่

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษา

1. ตลาดหลักทรัพย์สามารถนำผลการศึกษาไปเป็นแนวทางในการปรับปรุงและพัฒนาการดำเนินการมาตรการแคชบาลานซ์กับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดให้มีประสิทธิผลยิ่งขึ้น

2. นักลงทุนได้ทราบถึงผลกระทบในแง่มุมต่างๆ ที่มีต่อหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายมาตรการแคชบาลานซ์ในช่วงระยะเวลาต่างๆ

บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

มาตรการที่ทำการศึกษาในงานวิจัยนี้ เป็นหนึ่งในมาตรการในการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ที่ดำเนินการโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจะกำหนดให้ลูกค้าต้องทำการซื้อหลักทรัพย์เหล่านั้นด้วยบัญชีแควชบาลานซ์ตามที่เกริ่นมาในบทก่อนหน้า ซึ่งงานวิจัยชิ้นนี้เป็นงานวิจัยชิ้นแรกที่ทำการศึกษามาตรการแควชบาลานซ์ดังกล่าว อย่างไรก็ตาม โดยทั่วไปตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกมีมาตรการในการควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดเองตามแต่ละประเทศ ซึ่งพบว่ามีบางมาตรการที่มีการใช้อย่างแพร่หลายทั่วไป เช่น การหยุดการซื้อขาย (Trading Halts) เป็นต้น ทั้งนี้ เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ได้ดำเนินการอย่างมีประสิทธิภาพ

ในการศึกษาประสิทธิผลของมาตรการเหล่านี้ เราจะใช้การวิเคราะห์ข้อมูลตามแนวทางของวิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ซึ่งเป็นแนวทางที่ใช้สำหรับการศึกษาถึงผลกระทบของเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่ง โดยให้ความสนใจช่วงที่ต้องการศึกษาตั้งแต่ก่อนเข้ามาตราการ ระหว่างอยู่ในมาตรการ และหลังจากออกจากมาตรการ การศึกษาวิจัยโดย Bacha, et al. (2008) ได้ศึกษาประสิทธิผลของมาตรการการหยุดการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย โดยพบว่า การหยุดการซื้อขายมีผลในทำให้ราคาหลักทรัพย์ และปริมาณการซื้อขายเพิ่มมากขึ้น รวมถึงได้สรุปว่าการรั่วไหลของข้อมูลระหว่างการหยุดการซื้อขายนั้นมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่ถูกหยุดการซื้อขายด้วย ทั้งนี้ Bacha, et al. (2008) ทำการศึกษาปฏิกริยาของราคาของหลักทรัพย์ต่อมาตรการการหยุดการซื้อขายด้วยวิธีการคำนวณผลตอบแทนที่เกินปกติ (abnormal return) และผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม (cumulative abnormal return) รวมถึงการศึกษาถึงปริมาณการซื้อขาย (trading volume) ที่เกิดจากการหยุดการซื้อขายด้วย

Alex, et al. (2011) ได้ศึกษาถึงผลกระทบจากการหยุดการซื้อขายที่มีต่อสภาพคล่องและความผันผวนของราคาของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย โดยคำนวณความผันผวนของราคาจาก log ของราคาสูงสุดหารด้วยราคาต่ำสุด และคำนวณสภาพคล่องจากการหาช่วงของราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายที่ถูกถ่วงน้ำหนักด้วยเวลาและหารด้วยราคากลาง (midpoint price) ที่ถูกถ่วงด้วย

เวลาในช่วงการศึกษา (time-weighted relative bid-ask spread) โดย Alex, et al. (2011) ได้สรุปว่าการหยุดการซื้อขายมีผลทำให้ช่วงราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย รวมถึงความผันผวนทางราคาของหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น

ในขณะที่ Bhargava and Konku (2010) ได้ศึกษาถึงความผันผวนของตลาดที่ได้รับผลกระทบจากการยกเลิกมาตรการ Uptick Rule ที่ใช้บังคับสำหรับการยืมหลักทรัพย์มาขาย (short sale) ซึ่งประกาศใช้โดย ก.ล.ต. (Securities and Exchange Commission) ของประเทศสหรัฐอเมริกา โดย Bhargava and Konku (2010) ได้ใช้สมการของ Parkinson (1980) และสมการของ Garman and Klass (1980) ซึ่งเป็นมาตรวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวัน (Intraday Volatility) ในการคำนวณหาความผันผวนของราคาของหลักทรัพย์หลังจากยกเลิกมาตรการ Uptick Rule และใช้วิธีการหาความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน (Interday Volatility หรือ Daily Return Volatility) จากการทำค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของราคาปิดของหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงเหตุการณ์ที่ทำการศึกษา รวมถึงการคำนวณความแปรปรวนแบบมีเงื่อนไขของราคาหลักทรัพย์รายวันโดยวิธี GARCH(1, 1) ด้วย ทั้งนี้ได้สรุปว่า การยกเลิกมาตรการ Uptick Rule ส่งผลให้ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น แต่ผลทางสถิติแสดงว่านัยสำคัญไม่ได้มีในทุกเหตุการณ์ และความผันผวนระหว่างวันมีอัตราการเพิ่มขึ้นมากกว่าความผันผวนรายวัน

ในแง่ของการวัดสภาพคล่องนั้น Sukcharoensin, et al. (2004) ได้ทำการศึกษาสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์จากผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการนำเอาระบบคอมพิวเตอร์เข้ามาใช้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการคำนวณ Proportional Spread จากราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายของหลักทรัพย์ตามวิธีของ Charoenwong (1994) และ Forjan and McCorry (1995) และสรุปผลการศึกษาได้ว่าสภาพคล่องของตลาดลดลงในช่วงที่มีการนำระบบการซื้อขายแบบใหม่เข้ามาใช้ในตอนแรกเริ่ม โดยถึงแม้ว่าความเหลื่อมล้ำของข้อมูลจะลดน้อยลงจากระบบที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น แต่ก็ไม่สามารถชดเชยกับความเสียหายที่เกิดจากการที่นักลงทุนไม่สามารถเรียนรู้กับระบบการซื้อขายใหม่ได้ทันทั่วทั้ง

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น จะพบว่ามีมาตรวัดหลาย ๆ ด้านที่ต้องพิจารณาในการศึกษาผลกระทบของมาตรการต่าง ๆ โดยมีการใช้วิธีที่หลากหลายในการคำนวณความผันผวนของราคา รวมไปถึงการคำนวณอัตราผลตอบแทนและสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ซึ่งวิธีการต่าง ๆ ข้างต้น

สามารถนำมาประยุกต์ใช้กับงานวิจัยชั้นนี้ที่เป็นการศึกษาประสิทธิผลของมาตรการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด โดยมีระเบียบวิธีวิจัยในลักษณะของการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ได้

บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย

3.1 วิธีดำเนินการวิจัย

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

มาตรวัดแต่ละมาตรวัดมีที่มาและจุดประสงค์แตกต่างกัน โดยแต่ละมาตรวัดจะสามารถใช้ในการอธิบายแง่มุมของมาตรวัดนั้นๆ โดยไม่ได้พิจารณาความสัมพันธ์กับแง่มุมอื่น ด้วยเหตุนี้จึงต้องใช้มาตรวัดหลายๆ มาตรวัดในการพิจารณาว่ามาตรการแคชบาลานซ์นั้นมีประสิทธิผลหรือไม่ โดยรายละเอียดของแต่ละมาตรวัดมีดังนี้

1. ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (Volatility)

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

-มาตรวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวัน

เป็นมาตรวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่แกว่งตัวในระหว่างวันที่ทำการซื้อขาย โดยในงานวิจัยชิ้นนี้ดำเนินการตามงานวิจัยของ Parkinson (1980) ซึ่งคำนวณความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ตามสมการที่ (1) ต่อไปนี้

$$\sigma_{ID,t}^2 = 0.3607 \times \left[\ln\left(\frac{H_t}{L_t}\right) \right]^2 \quad \dots (1)$$

โดย $\sigma_{ID,t}^2$ คือ ความผันผวนระหว่างวัน ในวันที่ t และ H_t กับ L_t คือราคาสูงสุดและต่ำสุดตามลำดับ ในรอบวันที่ t นั้นๆ นอกเหนือจากนี้ งานวิจัยชิ้นนี้ยังได้ทำการคำนวณมาตรวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวันตามงานวิจัยของ Garman & Klass (1980) ซึ่งใช้ราคาปิดและเปิดของหลักทรัพย์เพิ่มเติมในการคำนวณความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ดังปรากฏในสมการที่ (2)

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

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

-ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวัน

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

$$\sigma = \sqrt{\sum_{t=1}^T \frac{(C_t - \bar{C})^2}{T-1}} \quad \dots (3)$$

2. อัตราการซื้อขายหมุนเวียน (Turnover Ratio)

เป็นมาตรวัดที่อธิบายว่าหลักทรัพย์นั้นๆ มีการหมุนเวียนเปลี่ยนมือในการซื้อขายมากน้อยเพียงใด โดยสามารถคำนวณได้ตามสมการที่ (4)

$$\% \text{Turnover Ratio} = \frac{\text{จำนวนหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายตลอดวัน (หุ้น)} \times 100\%}{\text{จำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด (หุ้น)}} \quad \dots (4)$$

หลักทรัพย์ใดที่มีอัตราการหมุนเวียนสูงๆ แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นมีการซื้อขายหลักทรัพย์มาก อัตราการซื้อขายหมุนเวียนจึงถูกใช้เป็นหนึ่งในเกณฑ์ในการประเมินหลักทรัพย์ที่จะถูกกำหนดโดย ก.ล.ต. ให้เป็นหลักทรัพย์ที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูง (Turnover List) และเป็นหลักเกณฑ์ที่ทาง ตลาดหลักทรัพย์ใช้ในการพิจารณาประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิด ไปจากสภาพปกติของตลาด และส่งผลให้ต้องติดมาตรการแคชบาลานซ์ในเวลาต่อมา

3. อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (Abnormal Return)

เป็นมาตรวัดที่ต้องการศึกษาว่าการใช้มาตรการแคชบาลานซ์กับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิด ไปจากสภาพปกติของตลาดนี้ ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นๆเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร โดยเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์โดยรวม (SET Index) โดยคำนวณจาก สมการที่ (5)

$$AR_t = R_t - \hat{R}_t \quad \dots (5)$$

โดย AR_t คืออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์, R_t คืออัตราผลตอบแทนจริงของหลักทรัพย์ และ \hat{R}_t คืออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถประมาณได้จาก แบบจำลอง Capital Asset Pricing Model หรือ CAPM นั่นคือ

$$\hat{R}_t = \hat{\alpha} + (\hat{\beta} \times RM_t) \quad \dots (6)$$

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

4. สภาพคล่อง (Liquidity)

สภาพคล่องนี้อาศัยการคำนวณจากราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายของหลักทรัพย์ในแต่ละวัน เนื่องจากตามทฤษฎี ถ้าราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายของหลักทรัพย์มีช่วงแคบ จะสะท้อนว่า

หลักทรัพย์นั้นมีสภาพคล่องสูง เนื่องจากผู้ซื้อและผู้ขายทำการไล่ราคาเพื่อให้ได้ราคาที่ต้องการในทางตรงกันข้าม ถ้าราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายมีช่วงกว้าง แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นมีสภาพคล่องน้อย เป็นต้น การคำนวณสภาพคล่องจากราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายนั้น งานวิจัยชิ้นนี้ดำเนินการตามงานวิจัยของ Forjan and McCorry (1995) ซึ่งได้คำนวณ Proportional Spread ที่สะท้อนถึงสภาพคล่องโดยใช้ข้อมูลของราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายของหลักทรัพย์ ตามสมการการคำนวณต่อไปนี้

$$\text{Proportional Spread} = (\text{ask}_t - \text{bid}_t) / [0.5 \times (\text{ask}_t + \text{bid}_t)] \quad \dots(7)$$

โดย ask_t และ bid_t คือราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อของหลักทรัพย์ ณ วันที่ t ตามลำดับ

3.2 ช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาเหตุการณ์

การศึกษานี้พิจารณาแบ่งช่วงระยะเวลาในการศึกษาเหตุการณ์ของการดำเนินมาตรการแคชบาลานซ์ กรณีมีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ออกเป็น 5 ช่วง คือ

1. ช่วงปกติ (normal period) เป็นช่วงที่ถือว่าหลักทรัพย์มีการซื้อขายที่ปกติ กล่าวคือไม่มีความผันผวนของการซื้อขายตลอดสัปดาห์ หรือแม้จะมีการซื้อขายที่ผันผวน แต่ก็ไม่เข้าเกณฑ์พิจารณาของทาง ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในงานวิจัยชิ้นนี้กำหนดให้มีจำนวน 5 วันทำการ โดยเริ่มจากวันศุกร์จนถึงวันพฤหัสบดีของสัปดาห์ถัดไป เหตุที่ต้องกำหนดเพียงแค่ 5 วัน เนื่องจากหลักทรัพย์บางตัวมีการติดตามมาตรการหลายครั้ง และการติดตามมาตรการบางครั้งเป็นการติดต่อกัน บ้างก็ติดห่างกันเพียงสัปดาห์เดียว การขยายกรอบการพิจารณาที่มากกว่า 5 วัน จะทำให้ข้อมูลเกิดการซ้อนทับกัน และทำให้ไม่สามารถวิเคราะห์ผลให้สอดคล้องกันทั้งหมดได้ และเหตุผลที่ต้องเริ่มตั้งแต่วันศุกร์ เนื่องจากทาง ก.ล.ต. จะเริ่มพิจารณาหลักทรัพย์ว่าเข้าข่ายจะต้องติดประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีอัตรากรรมการซื้อขายหมุนเวียนสูงหรือไม่ (ช่วงวิเคราะห์ ลำดับถัดไป) ตั้งแต่วันศุกร์จนถึงวันพฤหัสบดีของอีกสัปดาห์หนึ่งเช่นกัน

2. ช่วงวิเคราะห์ (analytical period) เป็นช่วงที่ทาง ก.ล.ต. ใช้ในการพิจารณาหลักทรัพย์ว่าควรประกาศให้ติดรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูงหรือไม่ ซึ่งโดยปกติจะมีระยะเวลา 5 วัน คือตั้งแต่วันศุกร์จนถึงวันพฤหัสบดีของอีกสัปดาห์หนึ่ง ในกรณีที่มีวันหยุด จำนวนวันในการพิจารณาของ ก.ล.ต. จะลดลงไปตามวันหยุดนั้น แต่จะไม่มีพิจารณาออกจากกรอบระยะเวลา 1 สัปดาห์ดังกล่าว เนื่องจากทาง ก.ล.ต. จะต้องประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูงทุกสัปดาห์

3. ช่วงวันประกาศหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด (announcement date) ซึ่งมีระยะเวลาเพียงแค่วัน 1 วัน คือวันศุกร์ของทุกสัปดาห์ โดยตลาดหลักทรัพย์จะประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดภายในวันที่ ก.ล.ต. ประกาศกำหนดหลักทรัพย์ที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูง (Turnover List) หลังจากตลาดหลักทรัพย์ปิดทำการแล้ว

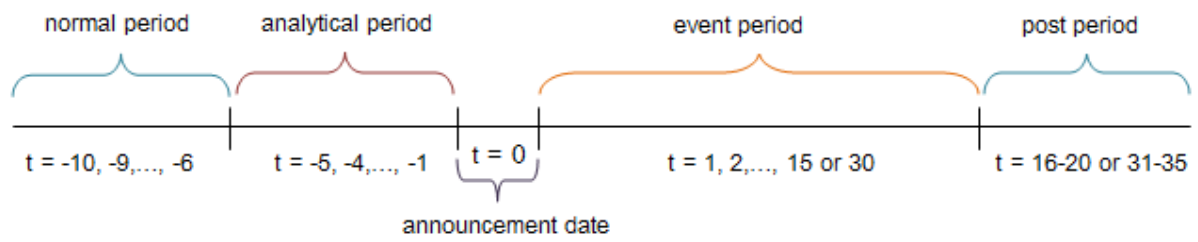
4. ช่วงเหตุการณ์ (event period) เป็นช่วงที่หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการดำรงอยู่ในมาตรการซึ่งโดยปกติถ้าไม่มีวันหยุดระหว่างการติดมาตรการนั้น ระยะเวลาของช่วงเหตุการณ์จะครอบคลุม 3 รอบระยะเวลาสำหรับนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ คือรวมทั้งสิ้นไม่เกิน 15 วันทำการ และ 30 วัน หรือ 6 รอบสัปดาห์สำหรับนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ ในกรณีที่มีวันหยุดนักขัตฤกษ์ จำนวนวันดังกล่าวจะลดลงตามจำนวนวันหยุดนั้น โดยในงานวิจัยชิ้นนี้สำหรับนโยบายเดิม ช่วงเหตุการณ์มีระยะเวลาสูงสุด 15 วัน และระยะเวลาต่ำสุด 11 วัน³ สำหรับนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ ช่วงเหตุการณ์มีระยะเวลาสูงสุด 30 วัน และมีระยะเวลาต่ำสุด 25 วัน

5. ช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) เป็นช่วงที่หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ ได้ออกจากมาตรการเนื่องจากได้ติดอยู่ในมาตรการครบตามกำหนดเวลาแล้ว ซึ่งในงานวิจัยชิ้นนี้กำหนดให้มีระยะเวลาของช่วงหลังเหตุการณ์เท่ากับ 5 วัน ด้วยเหตุผลเดียวกับการกำหนดระยะเวลาในช่วงปกติ

โดยกรอบการศึกษาทั้ง 5 ช่วงนั้น สามารถสรุปได้ดังภาพที่ 1

³ มีหลักทรัพย์ 3 หลักทรัพย์ที่ต้องติดมาตรการเป็นระยะทั้งสิ้น 4 รอบระยะเวลาในกรอบนโยบายเดิม เนื่องจากเมื่อติดมาตรการครบ 3 รอบสัปดาห์แล้ว ปรากฏว่าความผันผวนของหลักทรัพย์คงเข้าเกณฑ์ที่จะต้องติดมาตรการต่อ จึงทำให้ต้องอยู่ในมาตรการต่อในสัปดาห์ที่ 4 ทั้งนี้ในงานวิจัยส่วนนี้จะตัดการวิเคราะห์หลักทรัพย์ทั้ง 3 ตัวนี้ออก เนื่องจากถือว่าเป็นกรณีพิเศษและเป็นกลุ่มตัวอย่างส่วนน้อย

ภาพที่ 1 สรุปกรอบระยะเวลาการศึกษาเหตุการณ์



บทที่ 4 ข้อมูลและผลการวิจัย

4.1 ข้อมูล

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

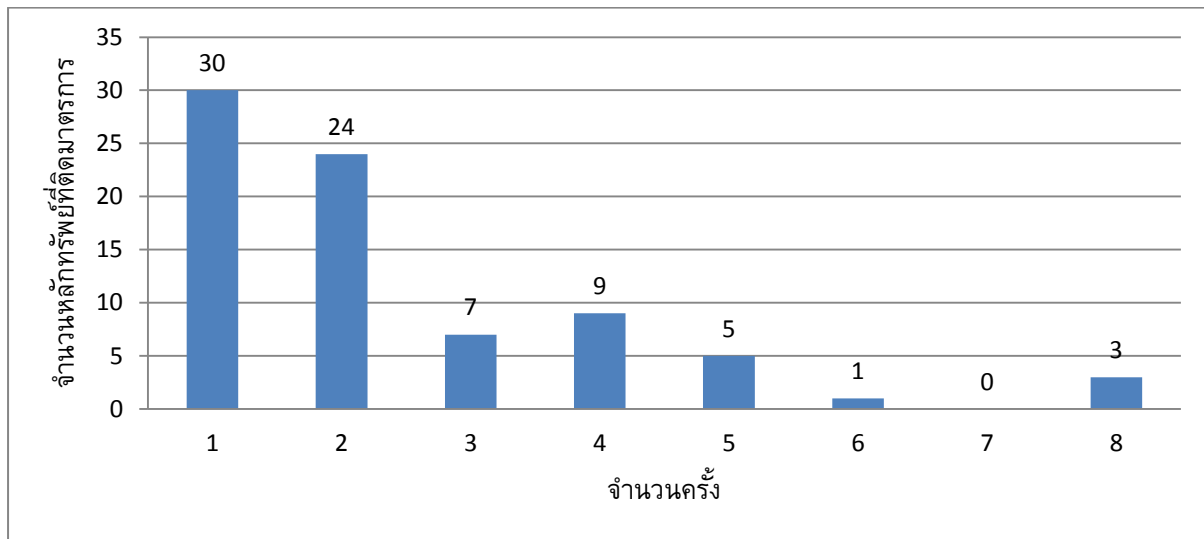
มาตรการแคชบาลานซ์ที่กำหนดขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนี้มีผลบังคับใช้กับหลักทรัพย์หลายประเภท ทั้งหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์และตลาด MAI รวมถึงใบสำคัญแสดงสิทธิต่างๆ แต่ในงานวิจัยชิ้นนี้จะจำกัดความสนใจเฉพาะมาตรการแคชบาลานซ์ที่มีผลต่อหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น

มาตรการแคชบาลานซ์เดิม 3 สัปดาห์

ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดรวบรวมจาก SETSMART โดยเก็บข้อมูลของหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดจากข่าวของตลาดหลักทรัพย์ที่ประกาศทุกสัปดาห์ ซึ่งมีการประกาศหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ (SET) ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดตั้งแต่เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2551 ถึงเดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ. 2556 ซึ่งหลังจากตัดประกาศที่หลักทรัพย์ได้รับผลกระทบในช่วงเวลาเดียวกันจากเหตุการณ์อื่นและกรณีที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนออกไปแล้ว ข้อมูลที่ทำการศึกษาจึงมี 180 ประกาศ ซึ่งมาจากหลักทรัพย์ทั้งสิ้น 79 หลักทรัพย์ ดังแสดงในภาพที่ 2 ซึ่งจะเห็นได้ว่าหลักทรัพย์ส่วนมากจะเข้าข่ายที่

ต้องติดตามการจำนวน 1 และ 2 ครั้งเป็นสัดส่วนที่มากที่สุด คือ เกินกว่ากึ่งหนึ่งของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

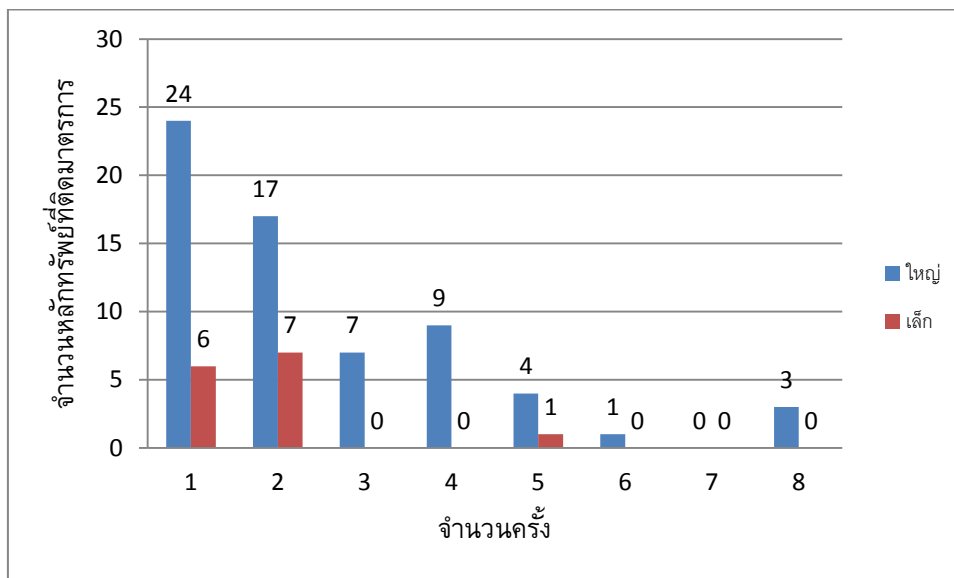
ภาพที่ 2 จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดตามการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์



เมื่อแยกตามขนาดของบริษัทจดทะเบียน โดยใช้ค่ามัธยฐานของมูลค่าของบริษัท ณ ราคาตลาดเมื่อวันที่ 28 เดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ. 2556 เป็นเกณฑ์ในการแบ่ง จะได้ลักษณะการแบ่งบริษัทตามภาพที่ 3 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า หลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ส่วนใหญ่แล้ว เป็นหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่

นอกจากนั้น เมื่อแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมจะได้ตารางที่ 1 ซึ่งแสดงให้เห็นว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property & Construction) มีจำนวนหลักทรัพย์ที่ติดตามการแคชบาลานซ์มากที่สุด และยังมีค่าเฉลี่ยของจำนวนครั้งที่ติดตามสูงที่สุดอีกด้วย โดยลำดับถัดมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (Services) ในขณะที่ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products) มีจำนวนหลักทรัพย์ที่ติดตามการแคชบาลานซ์น้อยที่สุดและมีค่าเฉลี่ยของจำนวนครั้งที่ติดตามต่ำที่สุด

ภาพที่ 3 จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้งและขนาดของบริษัทจดทะเบียน
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์



ตารางที่ 1 จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง ขนาดของบริษัท
และกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียน นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

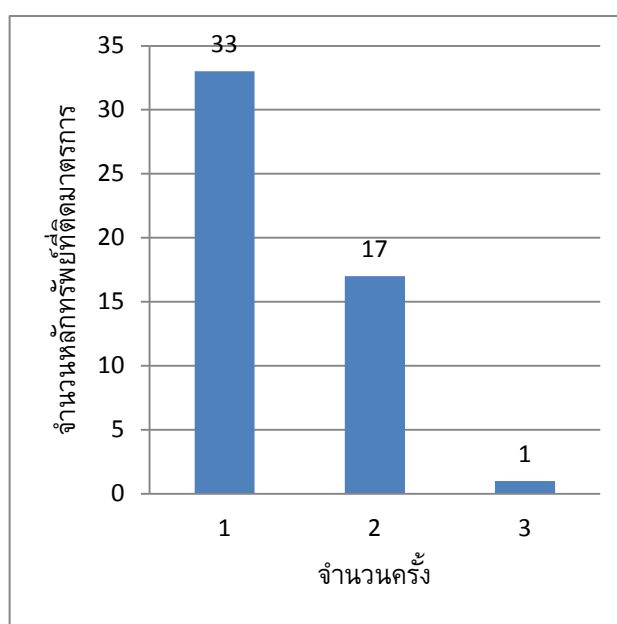
กลุ่มอุตสาหกรรม	ติด 1 ครั้ง	ติด 2 ครั้ง	ติด 3 ครั้ง	ติด 4 ครั้ง	ติด 5 ครั้ง	ติด 6 ครั้ง	ติด 8 ครั้ง	รวม
Services	4 (2, 2)	6 (2, 4)	1 (1, 0)	2 (2, 0)	2 (2, 0)	0	0	15
Industrials	5 (4, 1)	6 (4, 2)	2 (2, 0)	0	0	0	0	13
Property & Construction	9 (7, 2)	6 (5, 1)	2 (2, 0)	2 (2, 0)	1 (1, 0)	1 (1, 0)	3 (3, 0)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

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

มาตรการแคชบาลานซ์ใหม่ 6 สัปดาห์

เริ่มเก็บข้อมูลหลักทรัพย์ที่ต้องซื้อด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ตั้งแต่ต้นเดือนมีนาคม พ.ศ. 2556 จนถึงสิ้นเดือน ตุลาคม พ.ศ. 2556 รวมได้ทั้งสิ้น 72 ประกาศ ทั้งนี้ตัดออก 4 ประกาศ เนื่องจากข้อมูลในช่วงกรอบการศึกษาไม่ครบ จึงทำให้เหลือข้อมูลทั้งสิ้น 68 ประกาศ โดยมาจากหลักทรัพย์ทั้งสิ้น 51 หลักทรัพย์ ดังแสดงในภาพที่ 4 ต่อไปนี้

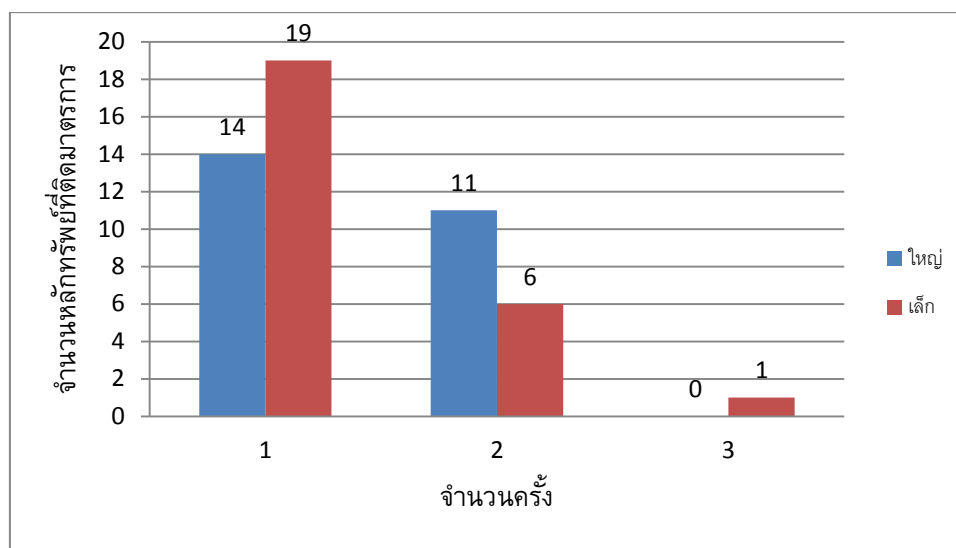
ภาพที่ 4 จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง
นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



เมื่อแยกตามขนาดของบริษัทจดทะเบียน โดยใช้ค่ามัธยฐานของมูลค่าของบริษัท ณ ราคาตลาดเมื่อวันที่ 31 เดือนตุลาคม พ.ศ. 2556 เป็นเกณฑ์ในการแบ่ง จะได้ลักษณะการแบ่งบริษัทตามภาพที่ 5 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่และเล็กที่เข้าข่ายเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด มีจำนวนพอๆ กัน โดยหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนขนาดเล็ก ส่วนใหญ่จะติดมาตรการเพียงครั้งเดียวในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา

ตารางที่ 2 แสดงให้เห็นจำนวนหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ที่เข้าข่ายมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง ขนาดของบริษัท และกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียน ตามนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ ซึ่งจะเห็นได้ว่า ผลที่ได้สอดคล้องกับกรณีนโยบายเดิม 3

ภาพที่ 5 จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้งและขนาดของบริษัทจดทะเบียน
นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



สัปดาห์ นั่นคือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property & Construction) ยังคงมีจำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์มากที่สุด และยังมีค่าเฉลี่ยของจำนวนครั้งที่ติดสูงที่สุด โดยลำดับถัดมาก็ยังคงเป็น กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (Services) ในขณะที่ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products) มีจำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์น้อยที่สุดและมีค่าเฉลี่ยของจำนวนครั้งที่ติดต่ำที่สุด

ตารางที่ 2 จำนวนหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ แยกตามจำนวนครั้ง ขนาดของบริษัท
และกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียน นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

กลุ่มอุตสาหกรรม	ติด 1 ครั้ง	ติด 2 ครั้ง	ติด 3 ครั้ง
Services	8 (3, 5)	4 (1, 3)	0
Industrials	5 (2, 3)	1 (1, 0)	0
Property & Construction	11 (5, 6)	6 (5, 1)	1 (0, 1)
Agro & Food Industry	3 (2, 1)	0	0
Technology	2 (1, 1)	4 (3, 1)	0
Resources	1 (1, 0)	1 (1, 0)	0
Consumer Products	2 (0, 2)	0	0
Financials	1 (0, 1)	1 (0, 1)	0

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

4.2 กรอบการศึกษา

งานวิจัยชิ้นนี้ได้ทำการศึกษาหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ซึ่งทำให้หลักทรัพย์เหล่านั้นเข้าข่ายของมาตรการแคชบาลานซ์ โดยใช้เกณฑ์ในการแบ่งกลุ่ม ดังนี้

เกณฑ์ลำดับครั้งที่ติดมาตรการ

เป็นการแบ่งหลักทรัพย์ตามลำดับครั้งที่ติดมาตรการ กล่าวคือ ในกรณีที่หลักทรัพย์นั้นติดมาตรการเพียงครั้งเดียวตลอดกรอบการศึกษา จะมีลำดับการติดมาตรการเพียงอย่างเดียวคือติดมาตรการครั้งที่ 1 ในกรณีที่หลักทรัพย์นั้นติดมาตรการตั้งแต่ 2 ครั้งขึ้นไป จะมีลำดับในการติดมาตรการตั้งแต่ติดมาตรการครั้งที่ 1 ติดมาตรการครั้งที่ 2 เรื่อยไปจนครบครั้งสุดท้าย เช่น กรณีที่หลักทรัพย์ติดมาตรการทั้งหมด 3 ครั้งตลอดกรอบการศึกษา จะสามารถแบ่งหลักทรัพย์นี้ได้เป็น ประกาศติดมาตรการครั้งที่ 1 ประกาศติดมาตรการครั้งที่ 2 และประกาศติดมาตรการครั้งที่ 3 ทั้งนี้ประกาศที่มีลำดับการติดมาตรการเหมือนกันจะถูกนำมารวมกันเป็น 1 กลุ่มย่อย ดังแสดงในตารางที่ 3 ต่อไปนี้

ตารางที่ 3 จำนวนประกาศของหลักทรัพย์ แบ่งตามลำดับครั้งที่ติดมาตรการ

นโยบาย	ติดครั้งที่ 1	ติดครั้งที่ 2	ติดครั้งที่ 3	ติดครั้งที่ 4	ติดครั้งที่ 5	ติดครั้งที่ 6	ติดครั้งที่ 7	ติดครั้งที่ 8
เดิม 3 สัปดาห์	77	49	23	18	9	4	3	3
ใหม่ 6 สัปดาห์	51	16	1	-	-	-	-	-

เกณฑ์จำนวนครั้งที่ติดมาตรการ

เป็นการแบ่งหลักทรัพย์ตามจำนวนครั้งที่ติดมาตรการ เช่น หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการเพียง 1 ครั้งตั้งแต่ พ.ศ. 2551 หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ 2 ครั้ง เป็นต้น ซึ่งจากข้อมูลของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิมนั้น สามารถแบ่งข้อมูลหลักทรัพย์ตามจำนวนครั้งที่ติดมาตรการได้ตั้งแต่ 1 ครั้ง ถึง 8 ครั้ง ดังแสดงในภาพที่ 1 ที่ผ่านมา สำหรับนโยบายใหม่ สามารถแบ่งหลักทรัพย์ตาม

จำนวนครั้งที่ติดมาตรการได้ตั้งแต่ 1 ครั้ง ถึง 3 ครั้ง เนื่องจากในช่วงระยะเวลา 8 เดือนที่ทำการศึกษานั้น มีหลักทรัพย์ที่มีจำนวนครั้งที่ติดมาตรการมากที่สุดคือ 3 ครั้ง ดังแสดงในภาพที่ 3 ที่ผ่านมา

การแบ่งกลุ่มของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์สำหรับหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดนั้น เป็นไปเพื่อการสังเกตลักษณะของหลักทรัพย์ ว่าการแบ่งหลักทรัพย์ในแต่ละแบบจะแสดงให้เห็นแง่มุมของมาตรวัดในด้านต่างๆ แตกต่างกันหรือไม่ เป็นต้น

4.3 ผลการวิจัยในภาพรวม

จากการวิเคราะห์มาตรการแคชบาลานซ์โดยพิจารณานโยบายเดิม 3 สัปดาห์ และนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ โดยวิเคราะห์จากการแบ่งหลักทรัพย์ตามลำดับครั้งที่ติดมาตรการ และแบ่งหลักทรัพย์โดยจำนวนครั้งของการติดมาตรการ ปรากฏผลดังนี้

มาตรการแคชบาลานซ์กรณีนโยบายเดิม 3 สัปดาห์

ตารางที่ 4-6 ต่อไปนี้ แสดงภาพรวมทั้งหมดของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ในกรอบนโยบายเดิม 3 สัปดาห์

ตารางที่ 4 ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวันโดยมาตรวัดของ Parkinson (1990)
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Mean	SD	Max	Min
normal	0.0026	0.0046	0.0445	0.00000
analytical	0.0055	0.0082	0.0827	0.00003
announce	0.0035	0.0106	0.1246	0.00004
event	0.0021	0.0049	0.0540	0.00000
post	0.0031	0.0077	0.1289	0.00005

จากตารางข้างต้น พบว่าความผันผวนทางด้านราคาโดยเฉลี่ยแล้วมีค่าสูงที่สุดในช่วงวิเคราะห์ (analytical period) และมีค่าต่ำสุดในช่วงเหตุการณ์ (event period) ทั้งมาตรวัด Parkinson (1980) และผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวัน แต่ในมาตรวัดโดยวิธีของ Garman and Klass (1980)

ตารางที่ 5 ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวันโดยมาตรวัด Garman and Klass (1980)
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Mean	SD	Max	Min
normal	0.2350	4.6170	132.6510	0.00000
analytical	0.3612	3.5527	74.8141	0.00001
announce	0.2863	2.0282	23.5580	0.00005
event	0.1046	1.1519	52.5250	0.00000
post	0.4817	11.1996	335.8221	0.00001

ตารางที่ 6 ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวัน
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Mean	SD	Max	Min
normal	28.8399	7.9345	146.0000	-14.8100
analytical	76.0323	9.4510	32.3900	-89.6100
announce	0.0000	5.0095	14.7100	-25.0000
event	23.5468	5.0081	29.9100	-29.4900
post	30.4292	6.1447	60.4700	-25.0000

พบว่าช่วงที่ให้ค่าความผันผวนมากที่สุดกลับเป็นช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) ซึ่งเป็นเพราะมีหลักทรัพย์บางตัวที่มีค่าความผันผวนจากการคำนวณด้วยสมการของ Garman and Klass (1980) สูงมาก โดยพบว่ามีค่าสูงสุดเท่ากับ 335.85 ซึ่งค่าที่คำนวณได้สูงนี้จะไปดึงค่าเฉลี่ยรวมทั้งหมดของมาตรวัดขึ้น และเป็นที่น่าสังเกตว่าช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) มีค่าความผันผวนของราคาเฉลี่ยสูงกว่าช่วงปกติ (normal period) ซึ่งจะต้องศึกษาในรายละเอียดในลำดับถัดไป

ในส่วนของอัตราการซื้อขายหมุนเวียน ให้ผลสรุปเหมือนกับมาตรวัดความผันผวนด้านราคากว่าคือช่วงที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูงที่สุดคือช่วงวิเคราะห์ (analytical period) และช่วงที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนต่ำที่สุดคือช่วงเหตุการณ์ (event period) และมีค่าเฉลี่ยในช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) สูงกว่าช่วงปกติ (normal period) ดังแสดงในตารางที่ 7

ตารางที่ 7 อัตราการซื้อขายหมุนเวียน (%)
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Mean	SD	Max	Min
normal	4.8150	8.0702	106.3400	0.0100
analytical	12.3856	17.4845	204.2900	0.0500
announce	5.8764	8.7302	71.7300	0.1800
event	1.3474	2.0464	31.8300	0.0100
post	5.1007	7.6982	72.2900	0.0100

ผลการศึกษาในส่วนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติและสภาพคล่องของหลักทรัพย์นั้น แสดงในตารางที่ 8 และ 9 ต่อไปนี้

ตารางที่ 8 อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (%)
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Mean	SD	Max	Min
normal	6.7571	12.9168	156.3678	-52.6654
analytical	7.4385	14.3156	73.8471	-62.2966
announce	4.8286	9.7242	29.7327	-26.1949
event	4.9056	12.6307	68.4983	-95.2548
post	3.2676	14.7598	63.9502	-100.8479

ตารางที่ 9 Proportional Spread
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Mean	SD	Max	Min
normal	6.7571	0.0148	0.2222	0.0036
analytical	7.4385	0.0142	0.1818	0.0037
announce	4.8286	0.0191	0.1818	0.0040
event	4.9056	0.0223	0.2222	0.0033
post	3.2676	0.0199	0.2222	0.0000

อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติและสภาพคล่อง ให้ผลที่สอดคล้องกันคือ หลักทรัพย์โดยเฉลี่ยมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่องลดลงทั้งในช่วงเหตุการณ์ (event period) และช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) โดยช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) มีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่องต่ำกว่าช่วงปกติ (normal period) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่องไม่ได้กลับมาอยู่ ณ ตำแหน่งเดิมตามช่วงปกติ (normal period)

มาตรการแคชบาลานซ์กรณีนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

จากตารางที่ 10-15 ซึ่งแสดงว่ามาตรวัดต่างๆ ของนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ พบว่าโดยเฉลี่ยแล้วมาตรวัดความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียนมีลำดับสอดคล้องกัน กล่าวคือช่วงวิเคราะห์ (analytical period) มีค่าความผันผวนของราคาหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยมากที่สุด ส่วนค่าเฉลี่ยในช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) มีค่าน้อยที่สุดและน้อยกว่าช่วงปกติ (normal period) ด้วย จึงเป็นที่น่าสังเกตว่า ช่วงเหตุการณ์ (event period) ในกรณีนี้มีค่าเฉลี่ยมากกว่าช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) ทั้งนี้แสดงว่ามาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ที่มีการขยายกรอบระยะเวลาจาก 3 รอบระยะเวลาเป็น 6 รอบระยะเวลา ทำให้ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ลดลงไปอย่างได้ผลทั้งในช่วงระหว่างที่ติดมาตรการและออกจากมาตรการแล้ว แต่ความได้ผลของมาตรการดังกล่าวต้องแลกมาด้วยสภาพคล่องและอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ลดต่ำลง ซึ่งจำเป็นต้องดูในรายละเอียดต่อไป

ตารางที่ 10 ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวันโดยมาตรวัดของ Parkinson (1980)
นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Mean	SD	Max	Min
normal	0.0022	0.0041	0.0326	0.00005
analytical	0.0050	0.0027	0.0239	0.00004
announce	0.0031	0.0037	0.0257	0.00008
event	0.0019	0.0028	0.0408	0.00004
post	0.0018	0.0025	0.0188	0.00003

ตารางที่ 11 ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวันโดยมาตรวัด Garman and Klass (1980)

นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Mean	SD	Max	Min
normal	0.0995	0.4256	3.8853	0.00001
analytical	0.2669	0.2277	2.6411	0.00001
announce	0.4018	0.1298	0.9453	0.00010
event	0.0679	0.1580	3.1634	0.00001
post	0.0470	0.1259	0.9646	0.00001

ตารางที่ 12 ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวัน

นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Mean	SD	Max	Min
normal	28.4561	6.14888	30.0000	-22.8600
analytical	65.2461	8.993	30.0000	-20.2000
announce	0.0000	5.5823	10.3400	-20.3100
event	24.8333	5.0267	29.7900	-57.8600
post	21.8245	5.2301	24.0600	-52.9400

ตารางที่ 13 อัตราการซื้อขายหมุนเวียน (%)

นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Mean	SD	Max	Min
normal	3.4867	1.7791	18.2900	0.0600
analytical	10.3311	1.3475	9.8900	0.0200
announce	5.3118	1.4806	7.6700	0.0200
event	1.0510	1.7663	28.8700	0.0100
post	2.6341	5.4457	58.2300	0.0500

ตารางที่ 14 อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (%)

นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Mean	SD	Max	Min
normal	10.6791	100.2847	292.2888	-337.8506
analytical	11.6416	93.2122	301.5688	-229.5894
announce	-15.3115	99.8314	206.8575	-180.1144
event	-7.7684	101.5148	297.2588	-339.2706
post	8.4745	95.6758	303.7988	-338.7506

ตารางที่ 15 Proportional Spread

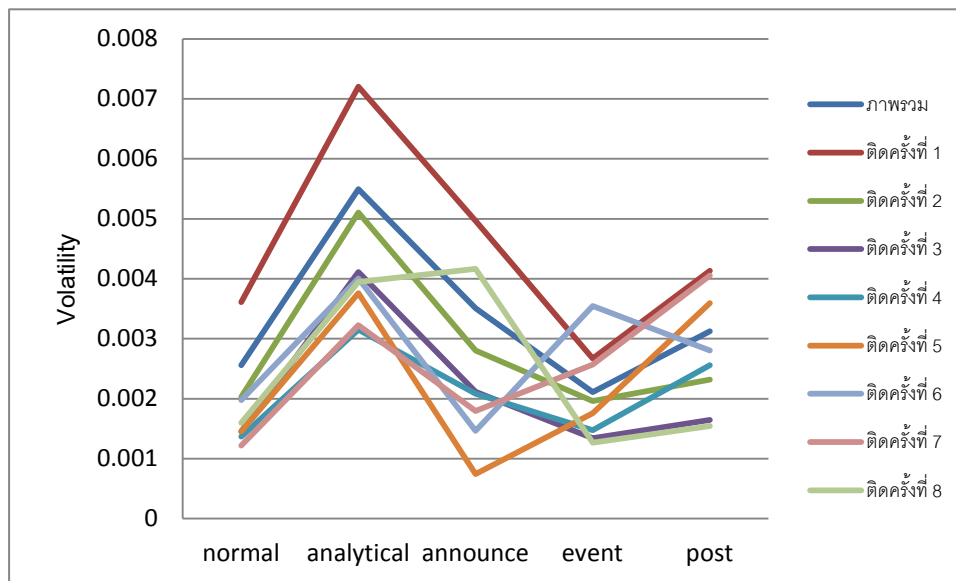
นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Mean	SD	Max	Min
normal	0.0106	0.0112	0.0917	0.0040
analytical	0.0096	0.0102	0.0870	0.0040
announce	0.0119	0.0116	0.0870	0.0042
event	0.0115	0.0107	0.0870	0.0040
post	0.0111	0.0106	0.0800	0.0040

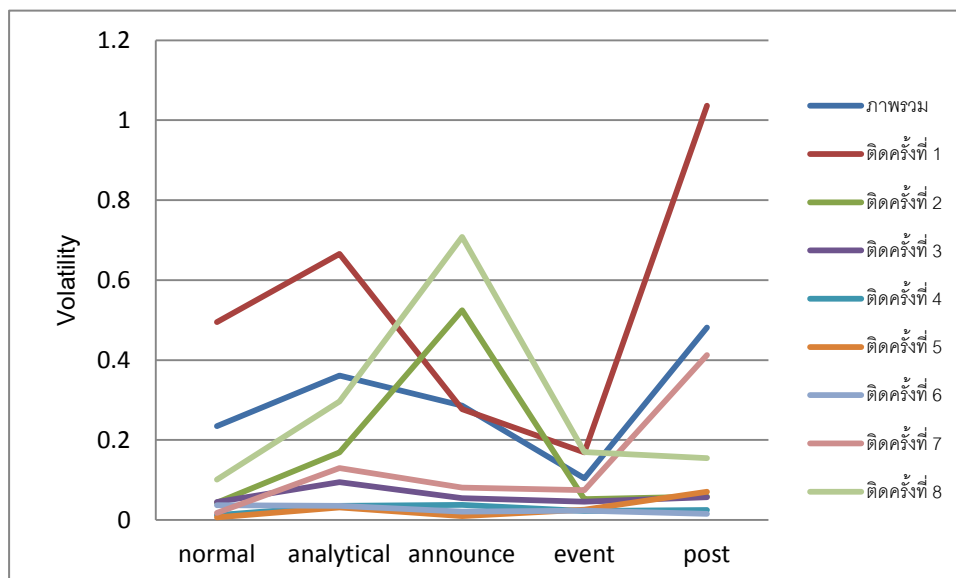
4.4 ผลการวิจัยตามเกณฑ์ลำดับครั้งที่ติดมาตรการ

ในส่วนนี้เป็นการแสดงผลการวิจัย โดยแบ่งหลักทรัพย์ออกเป็นกลุ่มต่างๆ แล้วแยกพิจารณาเพื่อดูผลกระทบของมาตรการแคชบาลานซ์ ว่าส่งผลกระทบต่อการแบ่งหลักทรัพย์ในแต่ละแบบอย่างไร โดยจะเริ่มต้นจากการแบ่งตามเกณฑ์ลำดับครั้งที่ติดมาตรการ ซึ่งจะแบ่งกลุ่มตัวอย่างของหลักทรัพย์ที่เรียงตาม “ลำดับครั้ง” ในการติดมาตรการได้เป็น หลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ครั้งที่ 1, ครั้งที่ 2 เรื่อยไปจนถึงครั้งที่ 8 สำหรับมาตรการตามนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ และจนถึงครั้งที่ 3 สำหรับมาตรการนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ ทั้งนี้เพื่อเป็นการตัดผลของหลักทรัพย์เดียวกันที่อาจติดมาตรการมากกว่า 1 ครั้ง ให้แยกออกจากกัน ซึ่งได้ผลการวิจัยในแต่ละกรณี ดังต่อไปนี้

ภาพที่ 6 ค่าเฉลี่ยมาตรฐานวัด Parkinson (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่าง ๆ
นโยบายเบ็ดเตล็ด 3 สัปดาห์



ภาพที่ 7 ค่าเฉลี่ยมาตรฐานวัด Garman and Klass (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่าง ๆ
นโยบายเบ็ดเตล็ด 3 สัปดาห์



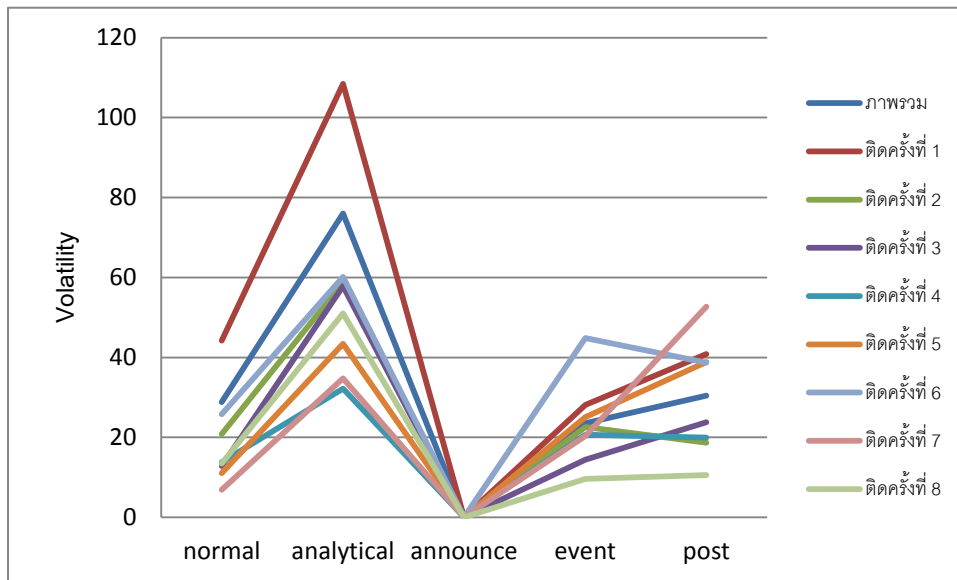
1. กรณีนโยบายเบ็ดเตล็ด 3 สัปดาห์ และหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 1

- มาตรฐานวัดความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียน

พิจารณาจากประกาศทั้งหมด 77 ประกาศ (หรือหลักทรัพย์ทั้งหมด 77 หลักทรัพย์) พบว่าค่าเฉลี่ยของมาตรฐานวัดความผันผวนด้านราคาทั้งมาตรฐานวัด Parkinson (1980) มาตรฐานวัด Garman and

Klass (1980) และมาตรวัดความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวัน (สังเกตว่าในมาตรวัดความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวันไม่มีค่าในช่วงประกาศ (announce period))

ภาพที่ 8 ค่าเฉลี่ยความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน ในช่วงต่าง ๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่าง ๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์



เนื่องจากช่วงดังกล่าวมีระยะเวลาแค่วันเดียว ซึ่งการคำนวณตามสมการ เป็นการคำนวณความแปรปรวนของผลตอบแทนของราคาเป็นรายวัน เมื่อช่วงดังกล่าวมีระยะเวลาเพียงวันเดียว จึงไม่มีความแปรปรวน) เรียงลำดับจากน้อยไปมากตามภาพที่ 6-8 แสดงได้ดังนี้

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

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

ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน: event < post < normal < analytical

จากข้อมูลข้างต้นจะเห็นว่าค่าเฉลี่ยของความผันผวนด้านราคาทั้งวิธี Parkinson (1980) และวิธี Garman and Klass (1980) ให้ผลตรงกัน คือช่วงเหตุการณ์ (event period) มีค่าเฉลี่ยของความผันผวนทางด้านราคาต่ำที่สุด ทั้งนี้เป็นเพราะช่วงดังกล่าวเป็นช่วงที่หลักทรัพย์ติดอยู่ในมาตรการ ตามวัตถุประสงค์ของทางตลาดหลักทรัพย์แล้ว กรณีที่ช่วงเหตุการณ์ (event period) มีค่าเฉลี่ยของความผันผวนด้านราคาน้อยที่สุดมีความสมเหตุสมผล เนื่องจากในช่วงนั้นนักลงทุนจะต้องทำการซื้อหลักทรัพย์

ด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ ซึ่งต้องทำการซื้อขายโดยวางเงินสดล่วงหน้า ด้วยเหตุผลนี้จึงมีผลให้การซื้อขายหลักทรัพย์นั้นๆ มีน้อยลง เมื่อการซื้อขายมีน้อยลง จึงทำให้ความผันผวนทางด้านราคาลดต่ำลงไปด้วย ในขณะที่ช่วงปกติ (normal period) มีค่าเฉลี่ยของความผันผวนด้านราคามากขึ้นมาตามลำดับ และควรมีค่าใกล้เคียงกับช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) ที่หลักทรัพย์ออกจากมาตรการแล้ว นอกจากนี้ ในความเป็นจริงแล้ว ค่าเฉลี่ยของความผันผวนด้านราคาของหลักทรัพย์ในช่วงวิเคราะห์ (analytical period) ควรจะมีค่าสูงที่สุด เนื่องจากเป็นช่วงที่ ก.ล.ต. ใช้ในการประเมินหลักทรัพย์เพื่อที่จะประกาศเป็นรายชื่อหลักทรัพย์ที่มีอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสูง และเป็นช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์ใช้เป็นช่วงในการประเมินว่าหลักทรัพย์ควรจะติดมาตรการแคชบาลานซ์หรือไม่ แต่จากข้อมูลผลลัพธ์ด้านบนปรากฏว่า ช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) มีค่าเฉลี่ยความผันผวนด้านราคามากกว่าช่วงวิเคราะห์ (analytical period) ทั้งมาตรวัด Parkinson (1980) และมาตรวัด Garman and Klass (1980) ด้วยเหตุที่ผลลัพธ์ขัดกับสิ่งที่ควรจะเป็น จึงจำเป็นต้องทำการศึกษาในรายละเอียดของค่าเฉลี่ยดังกล่าว งานวิจัยชิ้นนี้จึงได้ศึกษารายละเอียดโดยเปรียบเทียบช่วงเหตุการณ์ โดยแบ่งช่วงของเหตุการณ์ออกเป็น 5 ช่วง แต่ช่วงที่สนใจศึกษาในงานวิจัยชิ้นนี้คือช่วงที่ 1) ช่วงวิเคราะห์ - ช่วงเหตุการณ์ (analytical period – event period) ช่วงที่ 2) ช่วงวิเคราะห์-ช่วงหลังเหตุการณ์ (analytical period – post period) และช่วงที่ 3) ช่วงปกติ - ช่วงหลังเหตุการณ์ (normal period – post period) ค่าเปอร์เซ็นต์ที่แสดงในช่วงการเปรียบเทียบใดๆ แสดงถึงสัดส่วนของมาตรวัดของช่วงศึกษาด้านซ้าย ที่มีค่าเฉลี่ยในช่วงนั้นมากกว่าค่าเฉลี่ยในช่วงด้านขวา ว่าเป็นสัดส่วนกี่เปอร์เซ็นต์ของจำนวนตัวอย่างทั้งหมด

ตารางที่ 16 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 1
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	46.75%	29.87%	51.95%	61.04%	70.67%	63.64%
analytical-post	81.82%	70.13%	80.52%	96.10%	82.67%	50.65%
announce-post	49.35%	42.86%	1.30%	49.35%	38.67%	49.35%
analytical-announce	90.91%	84.42%	100.00%	93.51%	80.00%	57.14%
analytical-event	88.31%	84.42%	84.42%	100.00%	81.33%	37.66%
event-post	42.86%	35.06%	55.84%	12.99%	64.00%	62.34%

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

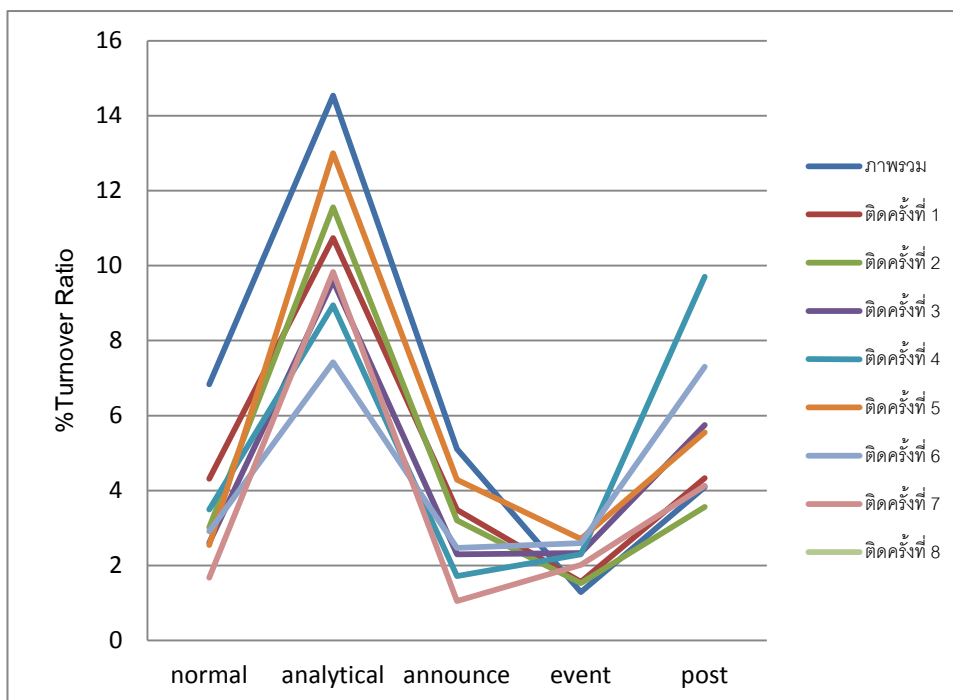
เมื่อพิจารณาข้อมูลเปรียบเทียบรายช่วงตามตารางที่ 16 พบว่ามาตรวัด Parkinson (1980) ในช่วงวิเคราะห์-ช่วงเหตุการณ์ (analytical period – event period) นั้น ค่าเฉลี่ยของความผันผวนด้านราคาในช่วงวิเคราะห์ (analytical period) มีสัดส่วน (จำนวนประกาศ) ที่มากกว่าค่าเฉลี่ยในช่วงเหตุการณ์ (event period) ถึง 87.01% ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่ามาตรการณ์จะสามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาในช่วงที่หลักทรัพย์ติดมาตรการได้ 87.01% ในขณะที่เมื่อพิจารณาในช่วงวิเคราะห์ - ช่วงหลังเหตุการณ์ (analytical period – post period) พบว่าอัตราส่วนดังกล่าวมีค่า 71.43% ซึ่งสะท้อนว่าเมื่อหลักทรัพย์ออกจากมาตรการมาแล้ว มาตรการนี้สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาได้ 71.43% และเมื่อพิจารณาช่วงปกติ - ช่วงหลังเหตุการณ์ (normal period – post period) พบว่าสัดส่วนดังกล่าวมีค่า 32.47% ซึ่งหมายความว่า แม้ว่ามาตรการณ์จะสามารถลดความผันผวนด้านราคาขณะที่หลักทรัพย์ติดอยู่ในมาตรการได้อย่างได้ผล และเมื่อหลักทรัพย์ดังกล่าวออกจากมาตรการแล้วก็ยังคงมีความผันผวนด้านราคาน้อยกว่าช่วงที่วิเคราะห์ (analytical period) อย่างเห็นได้ชัด แต่เมื่อเปรียบเทียบค่าความผันผวนด้านราคาหลังจากออกจากมาตรการกับช่วงปกติ พบว่าความผันผวนหลังจากออกจากมาตรการแล้วมีค่าสูงขึ้นมากกว่าช่วงปกติถึง 67.53% (100%-32.47%) ซึ่งผลลัพธ์ตรงนี้จะต้องนำไปเปรียบเทียบกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดเรียงแบบอื่นต่อไปเพื่อดูว่ามาตรการแท้จริงแล้วได้ผลหรือไม่

ในส่วนของมาตรวัด Garman and Klass (1980) และ มาตรวัดความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวัน พบว่ามีค่าสอดคล้องกับความผันผวนด้านราคาของมาตรวัด Parkinson (1980)

ในด้านของมาตรวัดด้านอัตราการซื้อขายหมุนเวียน พบว่ามีค่าเฉลี่ยของหลักทรัพย์กลุ่มนี้ดังภาพที่ 8 ซึ่งเรียงลำดับได้ดังนี้

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

ภาพที่ 9 ค่าเฉลี่ยอัตราการซื้อขายหมุนเวียน (%) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ
ลำดับต่าง ๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์



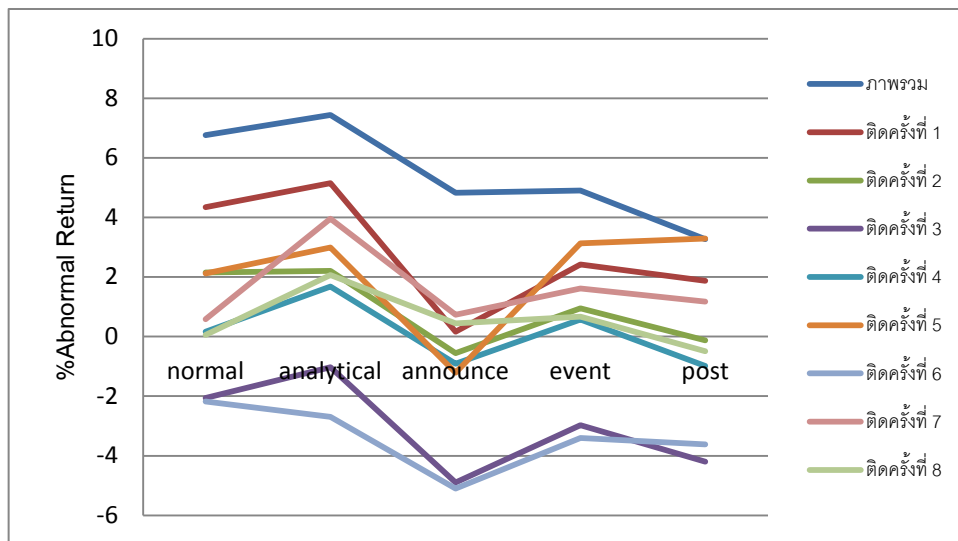
ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับข้อมูลในตารางที่ 16 จะพบว่ามาตรการนี้สามารถควบคุมอัตราการซื้อขายหมุนเวียนระหว่างช่วงวิเคราะห์ (analytical period) กับช่วงเหตุการณ์ (event period) ได้ถึง 100.00% ในขณะที่การเปรียบเทียบช่วงวิเคราะห์-ช่วงหลังเหตุการณ์ (analytical period – post period) และช่วงปกติ-ช่วงหลังเหตุการณ์ (normal period – post period) ค่าเฉลี่ยของอัตราการซื้อขายหมุนเวียนมีค่าลดลงเป็น 96.10% และ 61.04% ตามลำดับ ซึ่งคำอธิบายเป็นไปในแนวทางเดียวกับมาตรวัดความผันผวนด้านราคา

- อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่อง

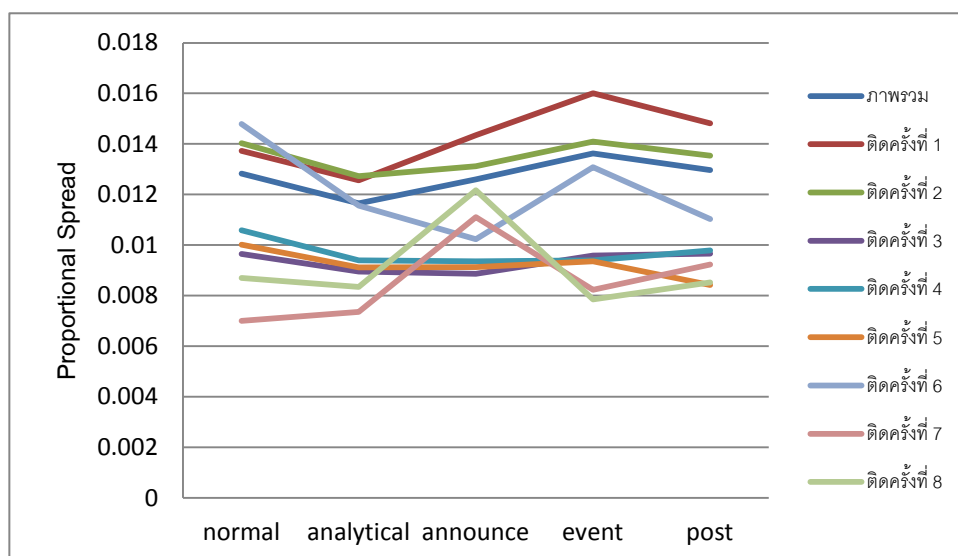
ด้วยการพิจารณาค่าเฉลี่ยในภาพที่ 10-11 และพิจารณาจากการเปรียบเทียบรายเหตุการณ์ เช่นเดียวกัน จากตารางที่ 16 พบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเหตุการณ์ (event period) เปรียบเทียบกับช่วงวิเคราะห์ (analytical period) ลดลงเป็นสัดส่วนถึง 81.33% ของจำนวนตัวอย่างทั้งหมด ในขณะที่ถ้าเปรียบเทียบระหว่างช่วงหลังเหตุการณ์ - ช่วงวิเคราะห์ (post period - analytical period) และช่วงหลังเหตุการณ์-ช่วงปกติ (post period - normal period) จะมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติลดลงเป็นสัดส่วน 82.67% และ 70.67% ตามลำดับ การลดลงของอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ

เป็นผลเสียอย่างหนึ่งของมาตรการ เนื่องจากในภาวะปกติถ้าหลักทรัพย์ดังกล่าวไม่ติดมาตรการ จะทำให้มีการซื้อขายตามปกติ ซึ่งถึงแม้ว่าจะมีความผันผวนทางด้านราคาและปริมาณการซื้อขายหมุนเวียนสูงขึ้น แต่ก็จะไม่ทำให้อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติลดลง (ตามสมมติฐานที่ว่าอัตราผลตอบแทนมักจะเพิ่มขึ้นเมื่อหลักทรัพย์นั้นเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายมาก ๆ)

ภาพที่ 10 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (%) ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ ลำดับต่าง ๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์



ภาพที่ 11 ค่าเฉลี่ย Proportional Spread ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ ลำดับต่าง ๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์



ในส่วนของสภาพคล่อง ซึ่งในงานวิจัยชิ้นนี้ใช้การคำนวณ Proportional Spread เพื่อวัดสภาพคล่อง โดยถ้าค่า Proportional Spread มีค่าสูง แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นมีสภาพคล่องต่ำ (มีความแตกต่างของราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายมาก) จากตารางที่ 16 จะพบว่าทุกช่วงที่พิจารณามีสภาพคล่องที่ลดลงเป็นสัดส่วนอย่างมาก กล่าวคือช่วงเหตุการณ์ (event period) มีสภาพคล่องโดยเฉลี่ยน้อยกว่าช่วงวิเคราะห์ (analytical period) เป็นสัดส่วนถึง 62.34% (100.00%-37.66%) และเมื่อเปรียบเทียบช่วงหลังเหตุการณ์ - ช่วงวิเคราะห์ (post period - analytical period) และช่วงหลังเหตุการณ์ - ช่วงปกติ (post period - normal period) พบว่าค่าเฉลี่ยของสภาพคล่องนั้นลดต่ำลงเป็นสัดส่วน 49.35% (100.00%-50.65%) และ 36.36% (100%-63.64%) ตามลำดับ ซึ่งสภาพคล่องที่ลดลงนี้เป็นข้อเสียอีกข้อหนึ่งของมาตรการแคชบาลานซ์

2. กรณีนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ และหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 2 ขึ้นไป

- มาตรการวัดความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียน

จากตารางที่ 17-19 พบว่ามาตรวัด Parkinson (1980) และมาตรวัด Garman and Klass (1980) ให้ผลสอดคล้องกันตั้งแต่หลักทรัพย์ที่มีการติดมาตรการครั้งที่ 2, ครั้งที่ 3 และครั้งที่ 4 แต่หลักทรัพย์ที่มีการติดมาตรการตั้งแต่ครั้งที่ 5 เป็นต้นไปจนถึงครั้งที่ 8 ดังแสดงในตารางที่ 20-23 พบว่าการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยความผันผวนด้านราคาของช่วงวิเคราะห์ – หลังเหตุการณ์ (analytical period – post period) มีค่าลดลงอย่างมีนัยสำคัญ คือจาก 61.11% ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 4 เหลือเพียง 55.56% ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 5 (เป็นกลุ่มหลักทรัพย์กลุ่มแรกที่มาตรวัดความผันผวนด้านราคามีค่าเฉลี่ยต่ำกว่า 60.00%) ถึงแม้ว่าในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 6 และ 8 จะมีสัดส่วนของค่าเฉลี่ยความผันผวนด้านราคาของช่วงนี้สูง กล่าวคือ 50.00% และ 100.00% ตามลำดับก็ตาม แต่เนื่องด้วยกลุ่มหลักทรัพย์ดังกล่าวมีตัวอย่างหลักทรัพย์น้อยมาก เปอร์เซ็นต์ที่แสดงออกมาจึงไม่สามารถนำมาใช้สรุปได้อย่างเหมาะสม

เมื่อพิจารณาอัตราส่วนการซื้อขายหมุนเวียนพบว่ามาตรการแคชบาลานซ์นั้นสามารถควบคุมอัตราส่วนการซื้อขายหมุนเวียนในช่วงที่หลักทรัพย์ติดอยู่ในมาตรการได้เป็นอย่างดี โดยให้ประสิทธิผล 100.00% เกือบทั้งหมด ดังแสดงในตารางที่ 17-19 อย่างไรก็ตามในช่วงวิเคราะห์ – หลังเหตุการณ์ (analytical period – post period) สัดส่วนดังกล่าวมีค่าลดลงตั้งแต่กลุ่มหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 5 เป็นต้นไป ซึ่งมีสัดส่วนดังกล่าวต่ำกว่า 60% ดังแสดงในตารางที่ 20-23

- มาตรฐานวัดด้านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและด้านสภาพคล่อง

จากผลมาตรฐานวัดด้านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติดังแสดงในตารางที่ 17-23 แสดงให้เห็นว่าในภาพรวมแล้วอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจะลดลงในขณะที่ติดมาตรการและขณะที่ออกจากมาตรการแล้ว ซึ่งให้ผลลัพธ์เช่นเดียวกันกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 1

ในส่วนของสภาพคล่องดังแสดงในตารางที่ 17-23 มีแนวโน้มไปในทิศทางเดียวกันทั้งหมดคือสภาพคล่องมีค่าลดลงหลังจากหลักทรัพย์เข้าสู่มาตรการและออกจากมาตรการแล้ว

ตารางที่ 17 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรฐานในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 2
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	55.10%	40.82%	55.10%	42.86%	75.51%	55.10%
analytical-post	77.55%	77.55%	77.55%	85.71%	71.43%	46.94%
announce-post	38.78%	36.73%	2.04%	40.82%	46.94%	40.82%
analytical-announce	89.80%	91.84%	100.00%	91.84%	65.31%	55.10%
analytical-event	87.76%	89.80%	69.39%	100.00%	63.27%	34.69%
event-post	44.90%	34.69%	59.18%	6.12%	57.14%	59.18%

ตารางที่ 18 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรฐานในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 3
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	30.43%	21.74%	34.78%	30.43%	73.91%	39.13%
analytical-post	82.61%	82.61%	78.26%	86.96%	91.30%	39.13%
announce-post	47.83%	34.78%	0.00%	52.17%	39.13%	34.78%
analytical-announce	78.26%	82.61%	100.00%	95.65%	69.57%	52.17%
analytical-event	86.96%	86.96%	82.61%	100.00%	65.22%	34.78%
event-post	39.13%	21.74%	52.17%	21.74%	69.57%	47.83%

ตารางที่ 19 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 4
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	27.78%	22.22%	38.89%	27.78%	61.11%	66.67%
analytical-post	61.11%	61.11%	55.56%	94.44%	94.44%	55.56%
announce-post	38.89%	50.00%	0.00%	22.22%	38.89%	50.00%
analytical-announce	72.22%	66.67%	100.00%	94.44%	83.33%	72.22%
analytical-event	66.67%	66.67%	55.56%	94.44%	83.33%	55.56%
event-post	33.33%	27.78%	61.11%	11.11%	61.11%	38.89%

ตารางที่ 20 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 5
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	0.00%	0.00%	0.00%	11.11%	33.33%	77.78%
analytical-post	55.56%	22.22%	44.44%	66.67%	33.33%	66.67%
announce-post	0.00%	0.00%	0.00%	11.11%	33.33%	66.67%
analytical-announce	88.89%	88.89%	100.00%	100.00%	55.56%	44.44%
analytical-event	77.78%	77.78%	55.56%	88.89%	33.33%	22.22%
event-post	22.22%	11.11%	33.33%	0.00%	44.44%	66.67%

ตารางที่ 21 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการครั้งที่ 6
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

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

ตารางที่ 22 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 7
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	33.33%	0.00%	0.00%	291.60%	66.67%	33.33%
analytical-post	33.33%	33.33%	33.33%	742.49%	66.67%	33.33%
announce-post	0.00%	33.33%	0.00%	246.67%	66.67%	100.00%
analytical-announce	100.00%	100.00%	100.00%	259.52%	100.00%	33.33%
analytical-event	100.00%	33.33%	66.67%	730.20%	66.67%	33.33%
event-post	33.33%	33.33%	0.00%	0.00%	66.67%	33.33%

ตารางที่ 23 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 8
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

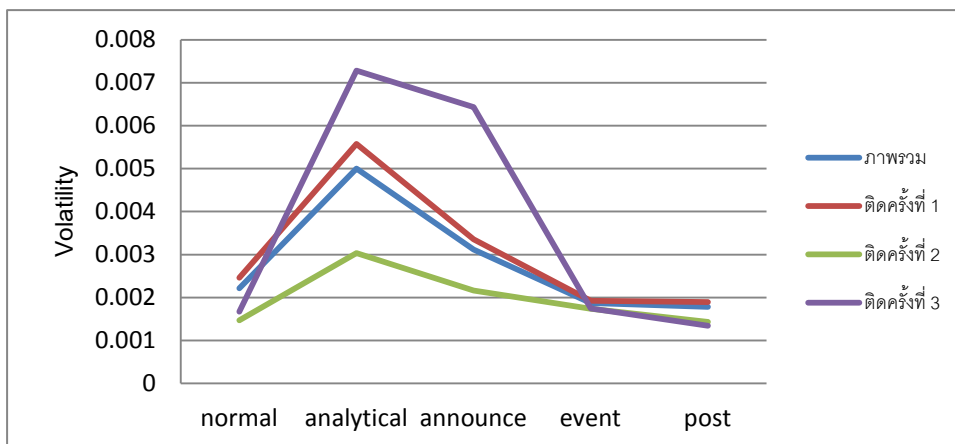
Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	66.67%	33.33%	66.67%	33.33%	100.00%	66.67%
analytical-post	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	66.67%	33.33%
announce-post	100.00%	100.00%	0.00%	33.33%	66.67%	66.67%
analytical-announce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

3. กรณีนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ และหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 1, ครั้งที่ 2 และครั้งที่ 3

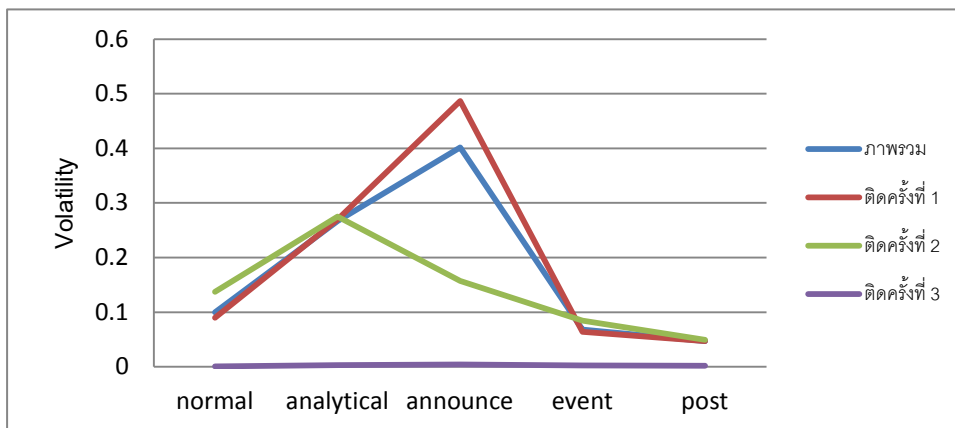
- มาตรวัดความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียน

จากตารางที่ 24-25 และภาพที่ 12-15 มาตรวัดความผันผวนด้านราคาต่างๆ และมาตรวัดด้านอัตราการซื้อขายหมุนเวียนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการครั้งที่ 1 และครั้งที่ 2 มีค่าและแนวโน้มเหมือนกับมาตรการนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ อย่างไรก็ตามกลุ่มหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการครั้งที่ 3 ดังแสดงในตารางที่ 26 ให้ผลที่ค่อนข้างสุดโต่ง (100.00% กับ 0.00%) เนื่องจากมีหลักทรัพย์เพียงแค่หลักทรัพย์เดียวในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ จึงทำให้ค่าการเปรียบเทียบต่างๆ ไม่สะท้อนความเป็นจริง

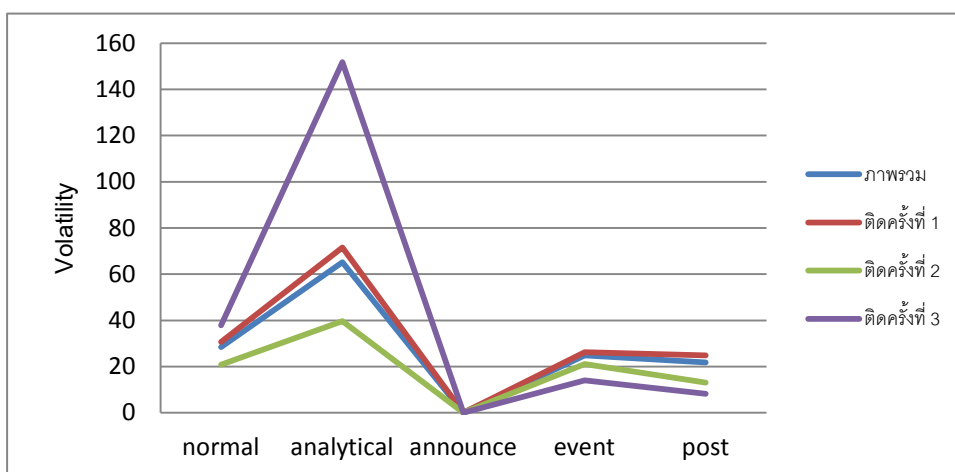
ภาพที่ 12 ค่าเฉลี่ยมาตรฐานวัด Parkinson (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่าง ๆ
 นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



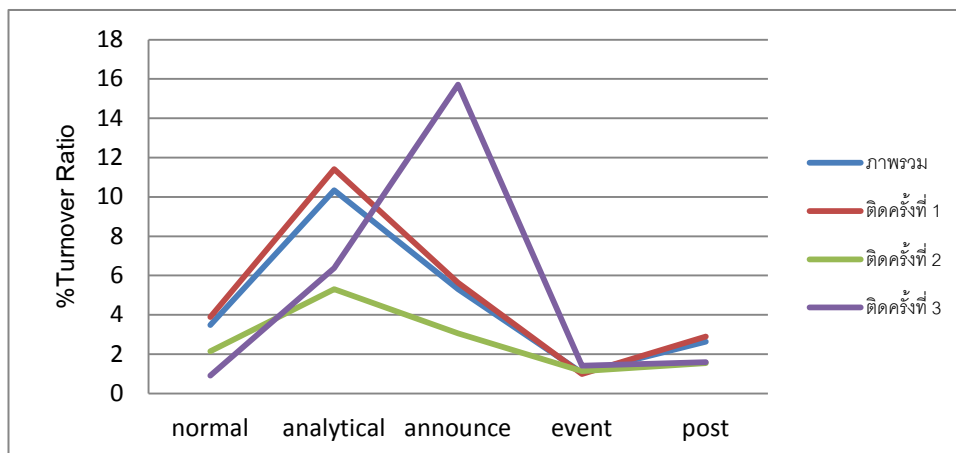
ภาพที่ 13 ค่าเฉลี่ยมาตรฐานวัด Garman and Klass (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการลำดับต่าง ๆ
 นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



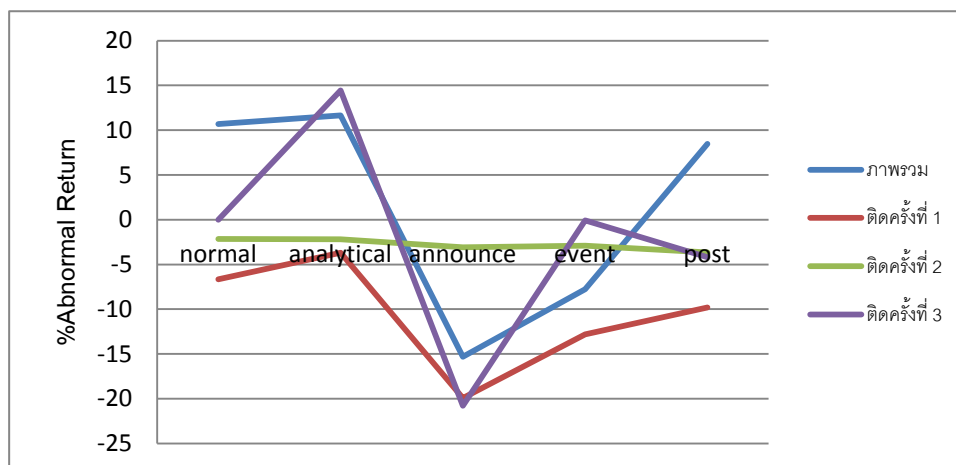
ภาพที่ 14 ค่าเฉลี่ยความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์
 ที่ติดมาตรการลำดับต่าง ๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



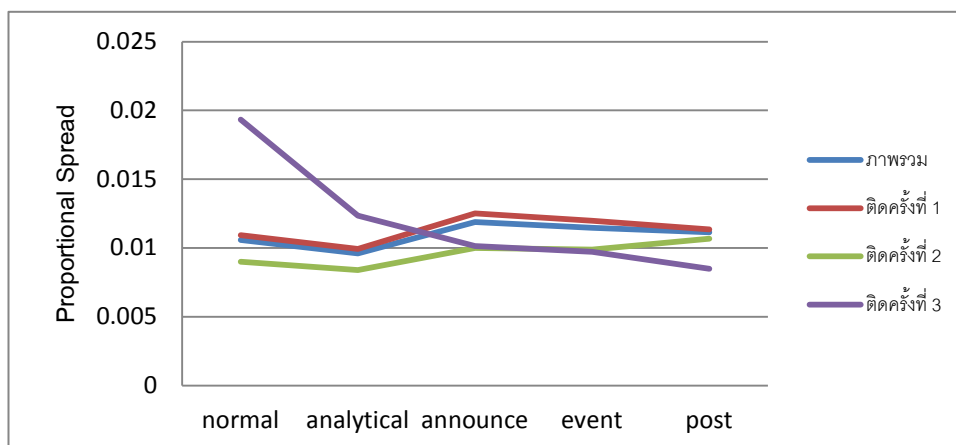
ภาพที่ 15 ค่าเฉลี่ยอัตราการซื้อขายหมุนเวียน (%) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์
ที่ติดตามการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



ภาพที่ 16 ค่าเฉลี่ย อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (%) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์
ที่ติดตามการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



ภาพที่ 17 ค่าเฉลี่ย Proportional Spread ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์
ที่ติดตามการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



- อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่อง

จากตารางที่ 24-26 และภาพที่ 16-17 ค่าของมาตรวัดด้านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ และด้านสภาพคล่องยังคงให้ผลสอดคล้องกับกลุ่มหลักทรัพย์ในกลุ่มนโยบายเดิม อย่างไรก็ตาม จากค่าที่คำนวณได้พบว่าทั้งกรณีของมาตรวัดด้านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและด้านสภาพคล่องของนโยบายใหม่ในที่นี่ให้ค่าสัดส่วนค่าเฉลี่ยน้อยกว่าแบบนโยบายเดิมทั้งหมด (ยกเว้นในกลุ่มตัวอย่างที่ติดตามมาตรการครั้งที่ 3) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า แม้ว่ามาตรการนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ จะใช้ได้ผลในการลดความผันผวนด้านราคาและด้านอัตราการซื้อขายหมุนเวียน แต่เมื่อพิจารณาผลในด้านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ และด้านสภาพคล่อง พบว่าการขยายนโยบายจากเพิ่ม 3 รอบสัปดาห์ให้เป็น 6 รอบสัปดาห์ ทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติและสภาพคล่องที่ควรจะมีค่าสูงของหลักทรัพย์กลุ่มนี้มีค่าต่ำลง และต่ำกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับนโยบายเดิม 3 สัปดาห์

ตารางที่ 24 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 1
นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	50.98%	43.14%	54.90%	54.90%	62.00%	47.06%
analytical-post	92.16%	92.16%	86.27%	98.04%	60.00%	33.33%
announce-post	52.94%	49.02%	0.00%	80.39%	42.00%	39.22%
analytical-announce	80.39%	82.35%	100.00%	90.20%	62.00%	45.10%
analytical-event	82.35%	88.24%	72.55%	100.00%	76.00%	15.69%
event-post	60.78%	54.90%	72.55%	21.57%	30.00%	72.55%

ตารางที่ 25 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 2
นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	37.50%	56.25%	56.25%	68.75%	56.25%	37.50%
analytical-post	81.25%	87.50%	93.75%	100.00%	75.00%	31.25%
announce-post	50.00%	62.50%	0.00%	93.75%	37.50%	18.75%
analytical-announce	75.00%	75.00%	100.00%	87.50%	68.75%	31.25%
analytical-event	56.25%	81.25%	81.25%	100.00%	62.50%	25.00%
event-post	56.25%	56.25%	75.00%	43.75%	68.75%	43.75%

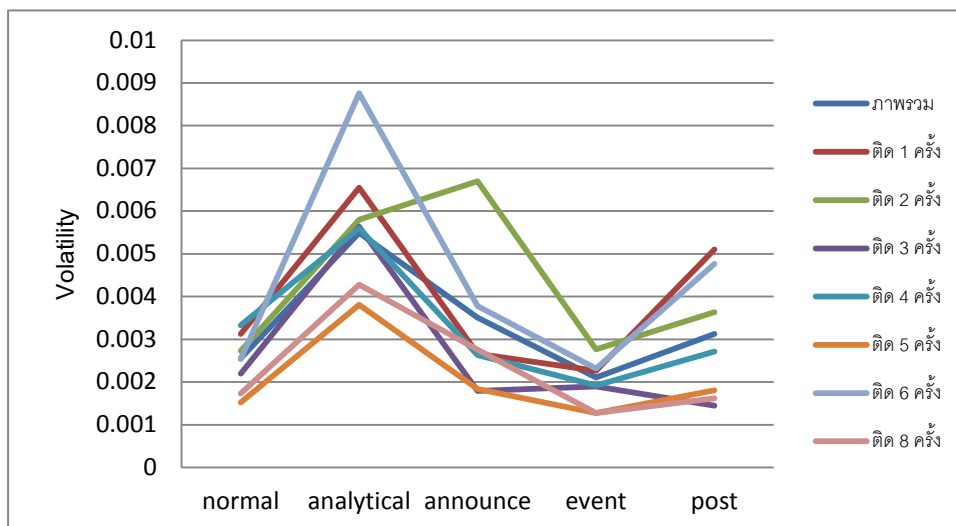
ตารางที่ 26 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 3 นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

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

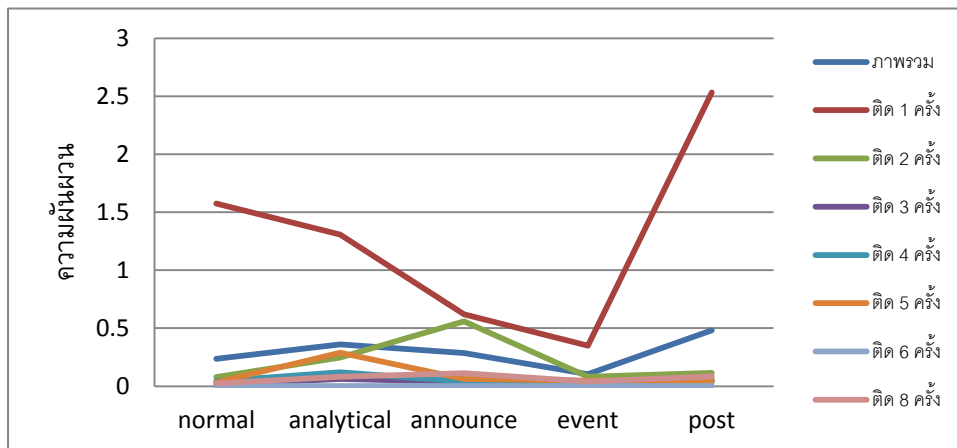
4.5 ผลการวิจัยตามเกณฑ์จำนวนครั้งที่ติดตามมาตรการ

ผลจากการวิจัยตั้งแต่ส่วนนี้เป็นต้นไป จะพิจารณากลุ่มหลักทรัพย์ตามจำนวนครั้งในการติดตามมาตรการ ได้แก่ หลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการเพียง 1 ครั้ง, ติดตาม 2 ครั้ง เรื่อยไปจนถึงติดตามมาตรการ 8 ครั้งในกรอบนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ และเรื่อยไปจนถึงติดตามมาตรการ 3 ครั้งในนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ โดยการวิเคราะห์ในแง่นี้จะรวมผลของหลักทรัพย์เดียวกันที่ติดตามจำนวนหลายๆ ครั้งเอาไว้ในกลุ่มเดียวกัน

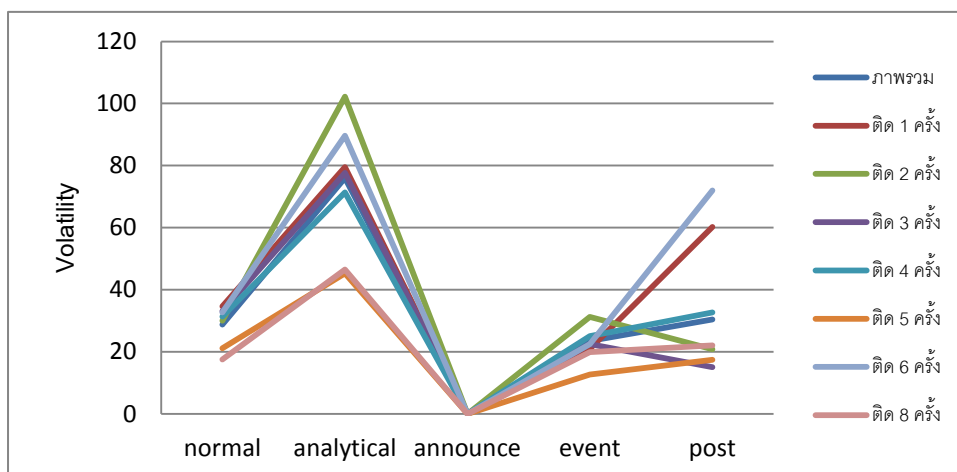
ภาพที่ 18 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Parkinson (1980) ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการจำนวนครั้งต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์



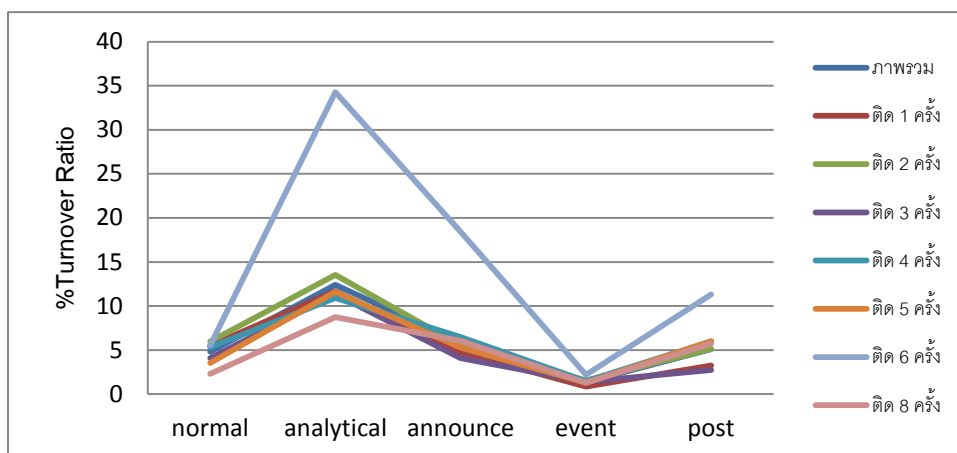
ภาพที่ 19 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Garman and Klass (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์
ที่ติดตามการจำนวนครั้งต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์



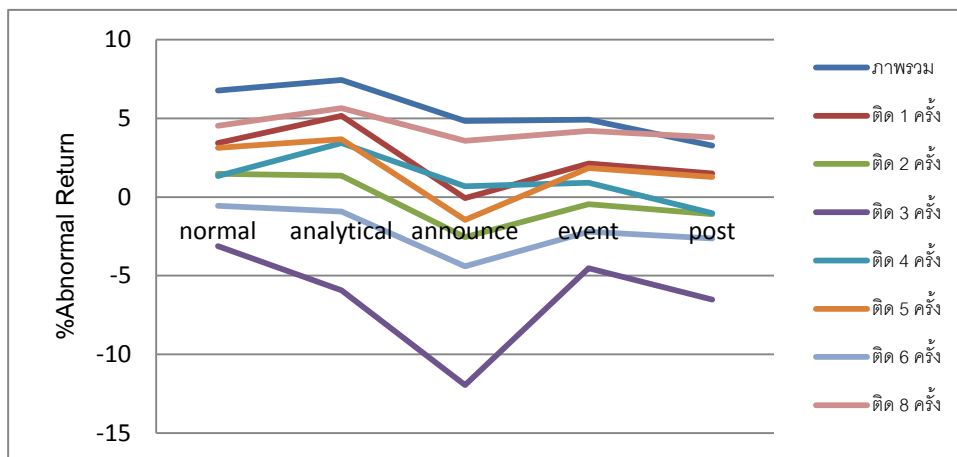
ภาพที่ 20 ค่าเฉลี่ยความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์
ที่ติดตามการจำนวนครั้งต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์



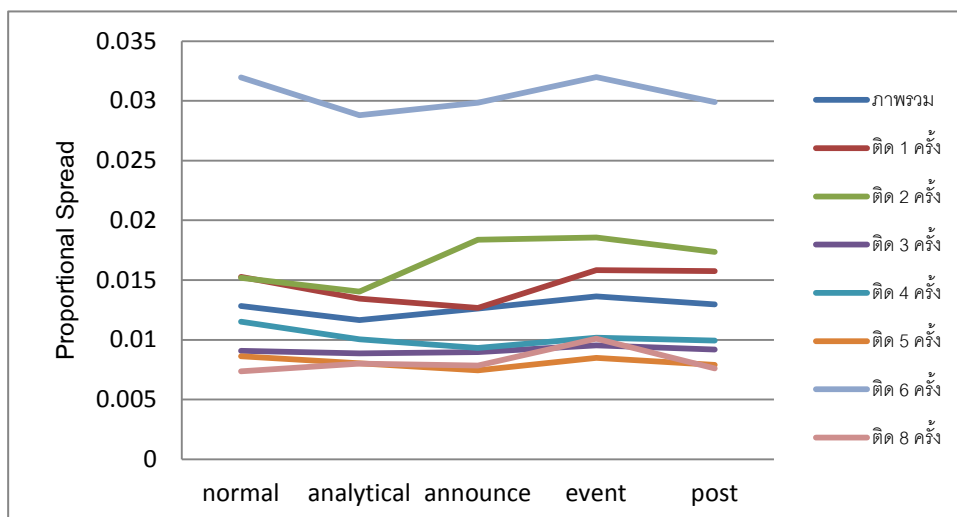
ภาพที่ 21 ค่าเฉลี่ยอัตราการซื้อขายหมุนเวียน (%) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์
ที่ติดตามการจำนวนครั้งต่างๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์



ภาพที่ 22 ค่าเฉลี่ย อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (%) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์
ที่ติดตามการจำนวนครั้งต่าง ๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์



ภาพที่ 23 ค่าเฉลี่ย Proportional Spread ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์
ที่ติดตามการจำนวนครั้งต่าง ๆ นโยบายเดิม 3 สัปดาห์



1. กรณีนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ และหลักทรัพย์ติดตามการเพียง 1 ครั้ง
 - มาตรการวัดความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียน

เมื่อพิจารณามาตรวัด Parkinson (1980) ดังแสดงในตารางที่ 27 และภาพที่ 18 พบว่าช่วงวิเคราะห์ (analytical period) มีค่าเฉลี่ยของความผันผวนด้านราคาโดยเฉลี่ยมากกว่าช่วงเหตุการณ์ (event period) อยู่ 90.00% หมายความว่ามาตรการแคชบาลานซ์สามารถควบคุมความผันผวนในช่วงที่หลักทรัพย์ยังดำรงอยู่ในมาตรการให้มีความผันผวนต่ำกว่า (หรือไม่เกิน) ความผันผวนในช่วงพิจารณา

ก่อนติดมาตรการได้ถึง 90.00% ซึ่งแสดงว่ามาตรการได้ผลในแง่ของการลดความผันผวนด้านราคา เมื่อพิจารณาในช่วงวิเคราะห์ – หลังเหตุการณ์ (analytical period – post period) พบว่าค่าเฉลี่ยของความผันผวนด้านราคาในช่วงวิเคราะห์ (analytical period) มีค่ามากกว่าค่าเฉลี่ยของความผันผวนด้านราคาในช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) อยู่ 70.00% ซึ่งหมายความว่ามาตรการนี้สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาเปรียบเทียบระหว่างช่วงที่พิจารณาก่อนเข้ามาตรการกับช่วงหลังจากออกมาตรการแล้ว มีประสิทธิภาพควบคุมได้ 70.00% ในขณะเดียวกันสัดส่วนของช่วงปกติ (normal period) ที่มีค่าเฉลี่ยของความผันผวนด้านราคามากกว่าช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) มีค่า 43.33% ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าช่วงปกติ (normal period) และช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) มีความผันผวนทางด้านราคาพอกัน และผลจากมาตรวัด Garman and Klass (1980) ดังแสดงในตารางที่ 27 และภาพที่ 19 และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายวันในภาพที่ 20 ให้ผลไปในทางเดียวกัน

ตารางที่ 27 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการ 1 ครั้ง
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	43.33%	36.67%	43.33%	63.33%	72.41%	50.00%
analytical-post	70.00%	66.67%	73.33%	96.67%	86.21%	36.67%
announce-post	50.00%	46.67%	0.00%	66.67%	41.38%	33.33%
analytical-announce	96.67%	90.00%	100.00%	93.33%	86.21%	60.00%
analytical-event	90.00%	96.67%	90.00%	100.00%	86.21%	33.33%
event-post	40.00%	36.67%	50.00%	13.33%	68.97%	43.33%

อีกด้านหนึ่ง อัตราการหมุนเวียนของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการเพียงครั้งเดียว เรียงลำดับค่าเฉลี่ยจากน้อยไปมากตามภาพที่ 20 ได้ดังนี้

$$\%TO: \text{ event} < \text{ post} < \text{ announce} < \text{ normal} < \text{ analytical}$$

ซึ่งแสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วช่วงเหตุการณ์ (event period) และช่วงวิเคราะห์ (analytical - period) มีค่าเฉลี่ยของอัตราการหมุนเวียนต่ำสุดและสูงสุดตามลำดับ ในขณะที่เมื่อพิจารณารางที่ 27 จะพบว่าการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยในช่วงวิเคราะห์ – ช่วงเหตุการณ์ (analytical period – event period)

มีสัดส่วนสูงถึง 100.00% หมายความว่ามาตรการแคชบาลานซ์นี้จะสามารถลดปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ (ปริมาณการหมุนเวียนหรือเปลี่ยนมือของหลักทรัพย์) ได้ทั้งหมดในตัวอย่างที่นำมาพิจารณา และลดลงในช่วงวิเคราะห์ – หลังเหตุการณ์ (analytical period – post period) (96.67%) และช่วงปกติ – ช่วงหลังเหตุการณ์ (normal period – post period) (63.33%)

- อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่อง

ด้วยการพิจารณาค่าเฉลี่ยในภาพที่ 22-23 และพิจารณาจากการเปรียบเทียบรายเหตุการณ์ เช่นเดียวกัน จากตารางที่ 27 พบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเหตุการณ์ (event period) เปรียบเทียบกับช่วงวิเคราะห์ (analytical period) ลดลงเป็นสัดส่วนถึง 86.21% ของจำนวนตัวอย่างทั้งหมด ในขณะที่ถ้าเปรียบเทียบระหว่างช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) กับช่วงวิเคราะห์ (analytical period) และช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) กับช่วงปกติ (normal period) จะมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติลดลงเป็นสัดส่วน 86.21% และ 72.41% ตามลำดับ

ในส่วนของสภาพคล่อง จากตารางที่ 27 จะพบว่าทุกช่วงที่พิจารณามีสภาพคล่องที่ลดลงเป็นสัดส่วนอย่างมาก กล่าวคือช่วงเหตุการณ์ (event period) มีสภาพคล่องโดยเฉลี่ยน้อยกว่าช่วงวิเคราะห์ (analytical period) เป็นสัดส่วนถึง 66.67% (100.00%-33.33%) และเมื่อเปรียบเทียบช่วงหลังเหตุการณ์ – ช่วงวิเคราะห์ (post period - analytical period) และช่วงหลังเหตุการณ์ – ช่วงปกติ (post period - normal period) พบว่าสัดส่วนค่าเฉลี่ยของสภาพคล่องนั้นลดต่ำลงเป็นสัดส่วน 63.33% (100.00%-36.67%) และ 50% (100%-50.00%) ตามลำดับ

2. กรณีนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ และหลักทรัพย์ติดมาตรการมากกว่า 1 ครั้งขึ้นไป

- มาตรการวัดความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียน

เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบเป็นรายกรณี พบว่าค่าเฉลี่ยต่าง ๆ ยังคงให้ผลสอดคล้องไปในทิศทางเดียวกัน โดยมาตรการยังสามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาและด้านอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ดี (เกิน 80.00%)

- อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่อง

จะพบว่าผลทางด้านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและด้านสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในกลุ่มนี้ให้ค่าที่คำนวณได้ใกล้เคียงกัน ไม่เหมือนค่าที่ได้จากการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตามลำดับครั้งที่ติดมาตรการ ซึ่งมีช่วงแบ่งที่เห็นว่าแตกต่างกันได้ชัดเจนกว่า อย่างไรก็ตามข้อสรุปยังคงไปในทิศทางเดิมคือ

ช่วงวิเคราะห์ – ช่วงเหตุการณ์ (analytical period – event period) มีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่องลดลง เช่นเดียวกับช่วงวิเคราะห์ – หลังเหตุการณ์ (analytical period – post period) แต่ค่าดังกล่าวจะลดลงอย่างเห็นได้ชัดในช่วงปกติ – ช่วงหลังเหตุการณ์ (normal period – post period) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าแม้ว่ามาตรการจะสามารถควบคุมความอัตรผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่องในช่วงที่หลักทรัพย์ติดมาตรการได้ แต่เมื่อนำมาเปรียบเทียบกับช่วงปกติก่อนที่หลักทรัพย์จะติดมาตรการ ค่าดังกล่าวกลับยังคงมีลดลงกว่าช่วงปกตินั้น

ตารางที่ 28 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการ 1 ครั้ง และหลักทรัพย์ที่ติดห่างกันเกิน 1 ปี นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	45.61%	35.09%	47.37%	59.65%	80.70%	56.14%
analytical-post	77.19%	75.44%	73.68%	94.74%	82.46%	43.86%
announce-post	49.12%	42.11%	3.51%	68.42%	45.61%	40.35%
analytical-announce	91.23%	87.72%	100.00%	89.47%	78.95%	61.40%
analytical-event	82.46%	87.72%	84.21%	100.00%	77.19%	40.35%
event-post	42.11%	33.33%	52.63%	12.28%	70.18%	49.12%

ตารางที่ 29 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการ 2 ครั้ง นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	54.17%	35.42%	54.17%	43.75%	77.08%	64.58%
analytical-post	81.25%	72.92%	81.25%	83.33%	77.08%	50.00%
announce-post	47.92%	41.67%	4.17%	52.08%	39.58%	52.08%
analytical-announce	81.25%	79.17%	100.00%	87.50%	64.58%	54.17%
analytical-event	85.42%	81.25%	70.83%	100.00%	66.67%	35.42%
event-post	33.33%	31.25%	56.25%	8.33%	60.42%	64.58%

ตารางที่ 30 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการ 3 ครั้ง
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	47.37%	36.84%	52.63%	57.89%	73.68%	52.63%
analytical-post	94.74%	94.74%	94.74%	100.00%	52.63%	42.11%
announce-post	47.37%	36.84%	0.00%	73.68%	36.84%	47.37%
analytical-announce	94.74%	94.74%	100.00%	94.74%	68.42%	42.11%
analytical-event	78.95%	78.95%	84.21%	100.00%	57.89%	36.84%
event-post	68.42%	36.84%	57.89%	10.53%	52.63%	52.63%

ตารางที่ 31 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการ 4 ครั้ง
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	48.48%	36.36%	48.48%	45.45%	75.00%	63.64%
analytical-post	75.76%	69.70%	69.70%	90.91%	84.38%	57.58%
announce-post	48.48%	45.45%	0.00%	63.64%	59.38%	51.52%
analytical-announce	84.85%	84.85%	100.00%	81.82%	68.75%	69.70%
analytical-event	84.85%	81.82%	75.76%	100.00%	81.25%	51.52%
event-post	45.45%	36.36%	69.70%	9.09%	62.50%	54.55%

ตารางที่ 32 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการ 5 ครั้ง
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	22.73%	22.73%	40.91%	27.27%	68.18%	59.09%
analytical-post	68.18%	63.64%	54.55%	90.91%	72.73%	45.45%
announce-post	31.82%	27.27%	0.00%	40.91%	27.27%	45.45%
analytical-announce	72.73%	77.27%	100.00%	90.91%	95.45%	50.00%
analytical-event	86.36%	81.82%	68.18%	100.00%	72.73%	31.82%
event-post	22.73%	13.64%	40.91%	4.55%	59.09%	54.55%

ตารางที่ 33 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการ 6 ครั้ง
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	33.33%	33.33%	16.67%	33.33%	50.00%	50.00%
analytical-post	66.67%	66.67%	66.67%	83.33%	50.00%	33.33%
announce-post	16.67%	16.67%	0.00%	66.67%	16.67%	33.33%
analytical-announce	83.33%	83.33%	100.00%	83.33%	66.67%	33.33%
analytical-event	100.00%	100.00%	83.33%	100.00%	66.67%	16.67%
event-post	33.33%	33.33%	33.33%	0.00%	50.00%	83.33%

ตารางที่ 34 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการ 8 ครั้ง
นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	31.82%	13.64%	45.45%	18.18%	63.64%	63.64%
analytical-post	81.82%	63.64%	72.73%	77.27%	68.18%	59.09%
announce-post	36.36%	45.45%	0.00%	50.00%	54.55%	59.09%
analytical-announce	90.91%	81.82%	100.00%	86.36%	59.09%	59.09%
analytical-event	90.91%	81.82%	68.18%	100.00%	59.09%	40.91%
event-post	45.45%	27.27%	40.91%	4.55%	63.64%	63.64%

3. กรณีนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ และหลักทรัพย์ติดมาตรการตั้งแต่ 1 ครั้งขึ้นไป

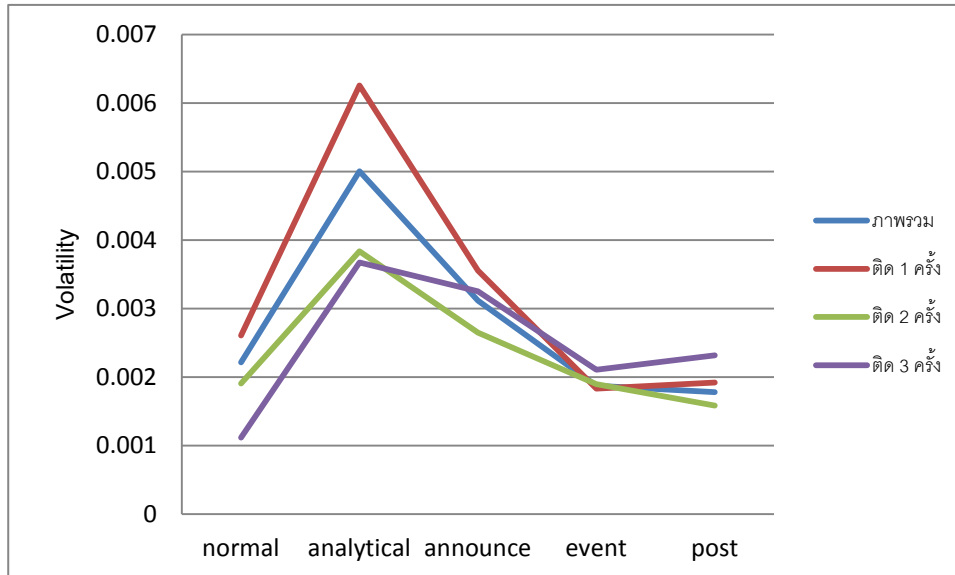
- มาตรวัดความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียน

การพิจารณาในข้อนี้ มีหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการตั้งแต่ 1 ครั้งจนถึง 3 ครั้ง โดยผลในด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียนยังคงให้ผลเหมือนกันกับทุกช่วงที่ผ่านมาดังแสดงในตารางที่ 35-37 แต่การลดลงของอัตราการซื้อขายหมุนเวียนสำหรับหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการเพียง 1 ครั้งกับหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ 2 ครั้ง มีค่าลดลงอย่างชัดเจนในช่วงเปรียบเทียบระหว่างช่วงปกติ – ช่วงหลังเหตุการณ์ (normal period –post period) (จาก 66.67% เป็น 50.00%)

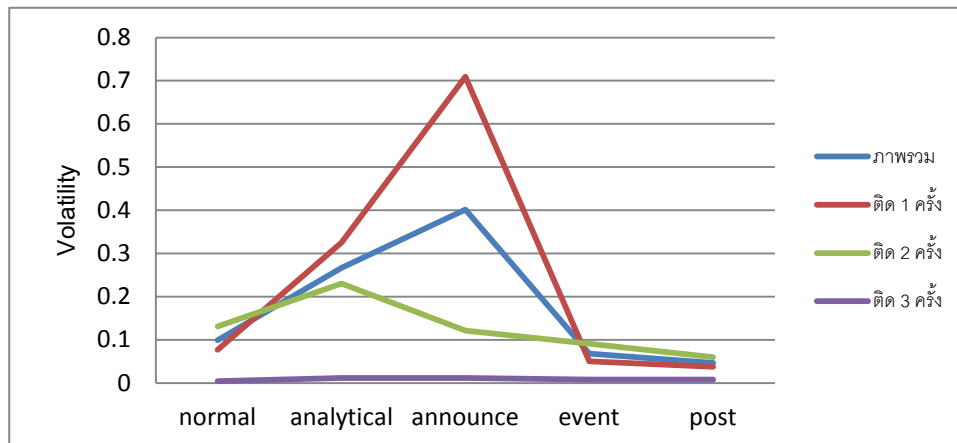
- อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติและสภาพคล่อง

ผลจากอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติที่แสดงในตารางที่ 35-37 ยังคงให้ผลสอดคล้องกับการพิจารณาแบบอื่นๆ ในด้านสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่ติดตามการนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ เพียง 1 ครั้ง ดังแสดงในตารางที่ 35 มีสัดส่วนค่าเฉลี่ยในช่วงวิเคราะห์ (analytical period) มากกว่าช่วงเหตุการณ์ (event period) เพียง 6.06% หรือกล่าวอีกอย่างว่า ช่วงเหตุการณ์ (event period) มีสภาพคล่องต่ำกว่าช่วงวิเคราะห์ (analytical period) เป็นสัดส่วนถึง 93.94% ซึ่งค่านี้เป็นค่าที่สูงมากเมื่อเทียบกับการพิจารณาแบบอื่นๆ และค่านี้สะท้อนว่านักลงทุนแทบจะไม่ได้ให้ความสนใจในการลงทุนหลักทรัพย์ในกลุ่มนี้เลย (ซึ่งเป็นหลักทรัพย์กลุ่มใหญ่ที่สุดในบรรดาหลักทรัพย์ที่ติดตามการแคชบาลานซ์แบบนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์) เพราะช่วงเวลาในการติดตามการมีระยะเวลายาวถึง 6 รอบระยะเวลา จนกระทั่งเมื่อหลักทรัพย์หลุดออกจากมาตรการแล้วสภาพคล่องจึงเริ่มมีมากขึ้น แต่ก็ยังคงน้อยกว่าช่วงปกติก่อนที่จะติดตามการ

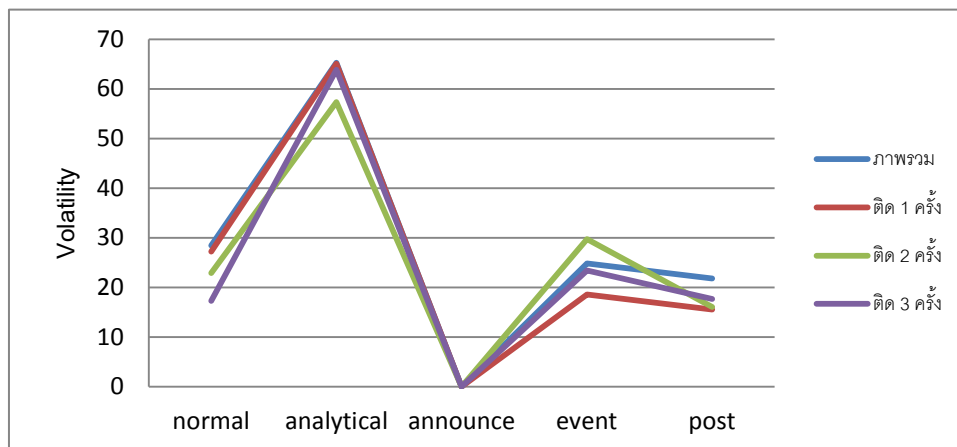
ภาพที่ 24 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Parkinson (1980) ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์
ที่ติดตามการจำนวนครั้งต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



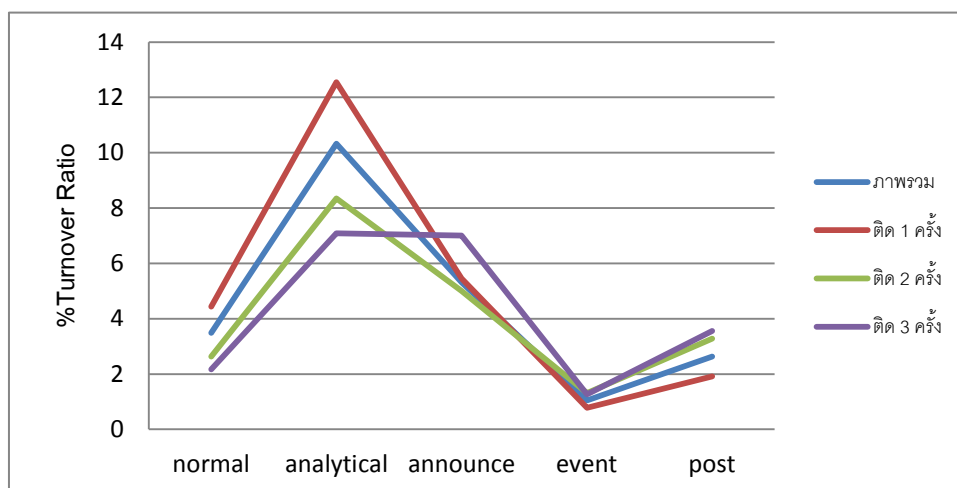
ภาพที่ 25 ค่าเฉลี่ยมาตรวัด Garman and Klass (1980) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์
ที่ติดตามการจำนวนครั้งต่าง ๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



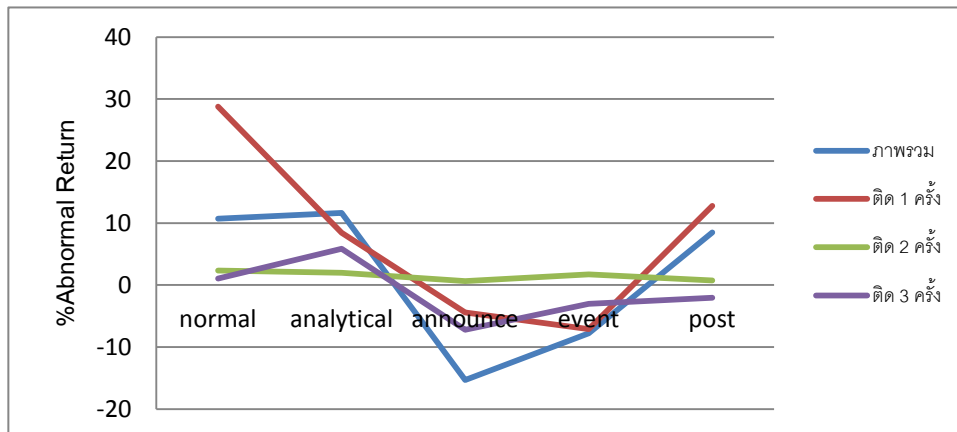
ภาพที่ 26 ค่าเฉลี่ยความผันผวนของอัตราผลตอบแทนรายวัน ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์
ที่ติดตามการจำนวนครั้งต่าง ๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



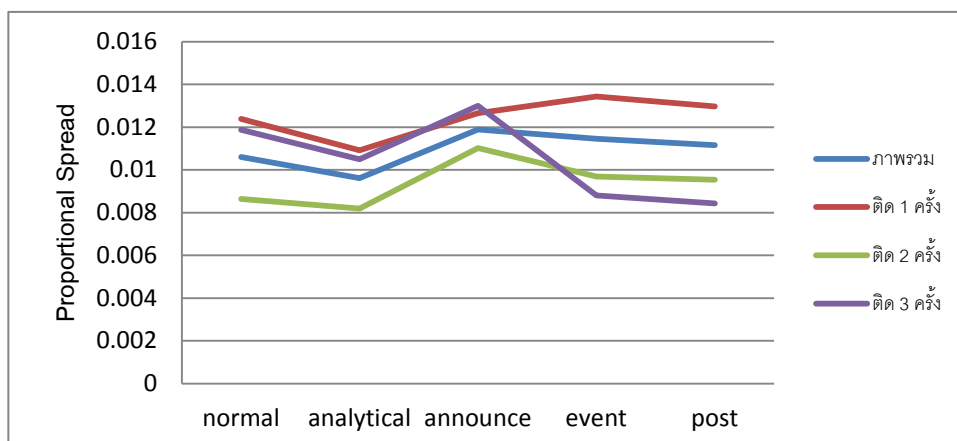
ภาพที่ 27 ค่าเฉลี่ยอัตราการซื้อขายหมุนเวียน (%) ในช่วงต่างๆของหลักทรัพย์
ที่ติดตามการจำนวนครั้งต่าง ๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



ภาพที่ 28 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติ (%) ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์
ที่ติดตามการจำนวนครั้งต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



ภาพที่ 29 ค่าเฉลี่ย Proportional Spread ในช่วงต่างๆ ของหลักทรัพย์
ที่ติดตามการลำดับต่างๆ นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์



ตารางที่ 35 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดตามการ 1 ครั้ง
นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	51.52%	42.42%	54.55%	66.67%	62.50%	42.42%
analytical-post	96.97%	96.97%	87.88%	100.00%	50.00%	15.15%
announce-post	54.55%	54.55%	0.00%	87.88%	43.75%	33.33%
analytical-announce	81.82%	75.76%	100.00%	87.88%	46.88%	36.36%
analytical-event	90.91%	90.91%	84.85%	100.00%	65.63%	6.06%
event-post	57.58%	54.55%	66.67%	18.18%	25.00%	69.70%

ตารางที่ 36 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการ 2 ครั้ง
นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

Period	Parkinson (1980)	Garman and Klass (1980)	Daily Volatility	Turnover Ratio	Abnormal Return	Proportional Spread
normal-post	46.88%	53.13%	53.13%	50.00%	75.00%	46.88%
analytical-post	84.38%	87.50%	90.63%	96.88%	68.75%	46.88%
announce-post	53.13%	50.00%	0.00%	81.25%	46.88%	34.38%
analytical-announce	78.13%	87.50%	100.00%	90.63%	56.25%	46.88%
analytical-event	65.63%	81.25%	65.63%	100.00%	65.63%	25.00%
event-post	62.50%	56.25%	78.13%	21.88%	65.63%	62.50%

ตารางที่ 37 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของมาตรวัดในแต่ละช่วงเวลา กรณีหลักทรัพย์ติดมาตรการ 3 ครั้ง
นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

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

บทที่ 5 บทสรุปและข้อเสนอแนะ

5.1 บทสรุป

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

จากข้อมูลทางสถิติพบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมทุกกลุ่มต่างมีหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ โดยหลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property and Construction) มีสัดส่วนของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์มากที่สุดทั้งในช่วงก่อนที่เป็นนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ และในช่วงปัจจุบันที่อยู่ภายใต้กรอบการดำเนินการของนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีสัดส่วนของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์น้อยที่สุดในมาตรการนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ คือกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro and Food Industry) และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products) ในส่วนของนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีสัดส่วนของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์น้อยที่สุดคือกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และถ้าพิจารณาจำนวนบริษัทจดทะเบียนที่เข้ามาติดมาตรการแคชบาลานซ์เปรียบเทียบระหว่างนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ และนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ พบว่าอัตราที่หลักทรัพย์เข้ามาติดมาตรการเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิมที่มีใช้เป็นระยะเวลา 5 ปีนั้น มีหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการเพียง 79 บริษัท ในขณะที่นโยบายใหม่ที่เพิ่งมีการประกาศใช้ได้เพียง 8 เดือน (นับจนถึงวันที่ทำการศึกษา) มีหลักทรัพย์ที่เข้ามาติดมาตรการแล้วถึง 51 บริษัท

กรณีมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์

เมื่อพิจารณาตัวนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ โดยแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 2 กลุ่ม คือ แบบเรียงตามลำดับครั้งที่ติดมาตรการ และแบบเรียงตามจำนวนครั้งที่ติดมาตรการ ผลการศึกษาค่อนข้าง

ออกมาใกล้เคียงกัน โดยสามารถสรุปได้ว่ามาตรการแคชบาลานซ์สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคา และอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ดีในช่วงที่หลักทรัพย์ติดอยู่ในมาตรการ และถึงแม้ว่าจะออกจากมาตรการมาแล้ว โดยเฉลี่ยก็ยังคงระดับความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียนเอาไว้ได้ แต่เมื่อเปรียบเทียบระหว่างช่วงหลังออกจากมาตรการกับช่วงปกติก่อนเข้ามาตรการ จะพบว่าช่วงหลังจากออกมาตรการมา หลักทรัพย์ก็ยังคงมีความผันผวนด้านราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียนทั้ง 2 ด้าน ค่อนข้างสูงเช่นเดิม หรือพูดได้ว่าความผันผวนของราคาและอัตราการซื้อขายหมุนเวียนไม่ได้กลับเข้าสู่ภาวะปกติทั้งหมด

ในด้านอัตราผลตอบแทนและในด้านสภาพคล่อง พบว่าหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์จะมีอัตราผลตอบแทนและสภาพคล่องลดต่ำลง และมีค่าเฉลี่ยเท่าๆกันทั้งหมดไม่ว่าจะติดมาตรการกี่ครั้ง อย่างไรก็ตาม ยังคงมีประเด็นที่น่าสนใจดังนี้

ในกรณีที่หลักทรัพย์ติดมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์ แต่มีการติดจำนวนครั้งตั้งแต่ 5 ครั้งเป็นต้นไป มาตรการวัดความผันผวนด้านราคาบ่งบอกว่าการเปรียบเทียบระหว่างช่วงปกติ (normal period) กับช่วงหลังเหตุการณ์ (post period) สัดส่วนของความผันผวนด้านราคาโดยเฉลี่ยในช่วงปกติที่มากกว่าในช่วงหลังเหตุการณ์มีค่าเพียง 22.73% (สำหรับกรณีติดมาตรการ 5 ครั้ง) ซึ่งเป็นตัวเลขที่ต่ำเมื่อเทียบกับหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการตั้งแต่ 1 ครั้งถึง 4 ครั้ง นอกจากนั้นมาตรการด้านอัตราการซื้อขายหมุนเวียนยังบ่งชี้ไปในทางเดียวกัน โดยมีสัดส่วนค่าเฉลี่ยเปรียบเทียบช่วงดังกล่าวเพียง 27.27% (สำหรับกรณีติดมาตรการ 5 ครั้ง) ซึ่งหมายความว่าหลักทรัพย์เหล่านี้ถูกซื้อขายในช่วงหลังจากออกมาตรการแล้วด้วยราคาที่กว้างและอัตราการหมุนเวียนที่สูงมากกว่าช่วงปกติถึงประมาณ 70%

เมื่อพิจารณาหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์ตามลำดับครั้งที่ติดมาตรการ พบว่าหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งที่ 4 เป็นต้นไป (ติดมาตรการครั้งที่ 4 ถึงครั้งที่ 8) มาตรการวัดความผันผวนด้านราคาบ่งชี้ว่าช่วงพิจารณาระหว่างช่วงวิเคราะห์ (analytical period) กับช่วงเหตุการณ์ (event period) มีสัดส่วนค่าเฉลี่ยที่ช่วงวิเคราะห์มีความผันผวนด้านราคาสูงกว่าช่วงเหตุการณ์เพียงประมาณ 70% ซึ่งแตกต่างจากในกรณีที่หลักทรัพย์ติดมาตรการเพียง 1 ครั้งถึง 3 ครั้ง ที่ค่าสัดส่วนดังกล่าวจะมีค่าตั้งแต่ 85% ขึ้นไป และในช่วงการพิจารณาระหว่างช่วงปกติกับช่วงหลังเหตุการณ์ (normal period – post period) เบอร์เซนต์ดังกล่าวลดลงเหลืออยู่ในช่วง 20% ซึ่งต่ำกว่าหลักทรัพย์ที่ติดเพียง 1 ครั้งถึง 3 ครั้งเป็นอย่างมาก ในขณะที่เดียวกันเมื่อพิจารณาอัตราการซื้อขาย

หมุนเวียนในช่วงพิจารณาระหว่างช่วงวิเคราะห์กับช่วงหลังเหตุการณ์ พบว่าเปอร์เซ็นต์สัดส่วนดังกล่าวลดลงเหลือในช่วง 60% จากปกติในกรณีที่หลักทรัพย์ติดตามมาตรการครั้งที่ 1 ถึงครั้งที่ 3 มีค่าเกินกว่า 85%

เพราะฉะนั้น จากผลการศึกษาข้างต้น แสดงให้เห็นว่ามาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์ สามารถใช้ได้ผลกับหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการตั้งแต่ครั้งที่ 1 ถึงครั้งที่ 3 หรือหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการจำนวน 1 ครั้งถึง 3 ครั้ง ถ้าลำดับครั้งหรือจำนวนครั้งมีค่าตั้งแต่ 4 ขึ้นไป มาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์จะไม่สามารถควบคุมความผันผวนได้อย่างมีประสิทธิภาพดังเช่นกรณีติดตามมาตรการลำดับหรือจำนวนครั้งน้อยกว่านั้น

กรณีมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์

จากผลการศึกษาพบว่า การเพิ่มระยะเวลาการติดตามมาตรการแคชบาลานซ์จาก 3 สัปดาห์เป็น 6 สัปดาห์ ทำให้โดยเฉลี่ยแล้วสามารถควบคุมความผันผวนทางด้านราคาและด้านอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ดีมากขึ้น แต่มีรายละเอียดบางประการที่น่าสนใจดังนี้

เนื่องจากหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์นี้ มีจำนวนครั้งที่ติดตามมาตรการมากที่สุดเพียงแค่ 3 ครั้ง และหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ จำนวน 3 ครั้ง มีเพียงหลักทรัพย์เดียว เพราะฉะนั้นบทสรุปจะเน้นไปในการพิจารณาหลักทรัพย์ที่ติดนโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ 1 ครั้งและ 2 ครั้ง

ในกรณีที่ติดตามมาตรการครั้งที่ 2 มาตรการวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ระหว่างวันตาม Parkinson (1980) ในช่วงพิจารณาระหว่างช่วงวิเคราะห์กับช่วงเหตุการณ์ (analytical period – event period) มีสัดส่วนเปอร์เซ็นต์ค่าเฉลี่ยที่ความผันผวนด้านราคาในช่วงวิเคราะห์มากกว่าช่วงเหตุการณ์เพียง 56.25% ลดลงจาก 82.35% ในกรณีหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการครั้งที่ 1 (และในกรณีที่ติดตามมาตรการจำนวน 2 ครั้ง มีเปอร์เซ็นต์สัดส่วนดังกล่าวเพียง 65.63% ลดลงจากในกรณีที่หลักทรัพย์ติดตามมาตรการจำนวน 1 ครั้งที่มีค่า 90.91%) ซึ่งแสดงว่าหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการตั้งแต่ 2 ครั้งขึ้นไปนั้น ความผันผวนไม่ได้ถูกควบคุมได้อย่างมีประสิทธิภาพนัก ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบค่าสัดส่วนดังกล่าวกับมาตรการนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ พบว่าค่าดังกล่าวตกลงในช่วงกรณีหลักทรัพย์ที่ติดตามมาตรการครั้งที่ 4 โดยประมาณ

ในด้านอัตราการซื้อขายหมุนเวียนและด้านผลตอบแทน พบว่านโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ ให้ผลเหมือนกับนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ นั่นคือสามารถควบคุมอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ แต่จะควบคุมในช่วงหลังเหตุการณ์ได้ไม่ค่อยดีนักเมื่อเทียบกับช่วงปกติ และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการมีค่าลดลง

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาด้านสภาพคล่อง พบว่าสภาพคล่องในช่วงพิจารณาระหว่างช่วงวิเคราะห์กับช่วงเหตุการณ์ ในกรณีหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการครั้งแรก และกรณีที่ติดมาตรการ 1 ครั้ง มีสัดส่วนที่ลดลงถึง 84.31% และ 93.94% และเมื่อพิจารณาในช่วงพิจารณาระหว่างช่วงวิเคราะห์กับช่วงหลังเหตุการณ์ พบว่ามีสัดส่วนที่ลดลงถึง 60% ในขณะที่นโยบายเดิม 3 สัปดาห์ ในกรณีที่มาตรการใช้ได้ผลจะมีสภาพคล่องลดต่ำลงเพียง 40-50%

ดังนั้น ถึงแม้ว่ามาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ จะสามารถใช้ควบคุมความผันผวนด้านราคาในกรณีที่หลักทรัพย์ติดครั้งแรก หรือติดเพียงครั้งเดียว ได้อย่างมีประสิทธิภาพ แต่เมื่อหลักทรัพย์ติดมาตรการในจำนวนครั้งที่มากขึ้น (ในที่นี้คือ 2 ครั้ง) ปรากฏว่าประสิทธิภาพดังกล่าวกลับลดลง ทั้งในด้านความผันผวนด้านราคาที่สูงขึ้น แม้ว่าอัตราการซื้อขายหมุนเวียนจะควบคุมได้ และสภาพคล่องที่ลดลงอย่างเห็นได้ชัด

ด้วยเหตุผลข้างต้นทั้งหมด สามารถสรุปได้ว่ามาตรการแคชบาลานซ์นโยบายเดิม 3 สัปดาห์ นั้น ยังคงสามารถใช้ได้กับหลักทรัพย์บางกลุ่ม โดยเฉพาะหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ตั้งแต่ 1 ครั้งถึง 3 ครั้ง ซึ่งไม่จำเป็นต้องเพิ่มระยะเวลาในการซื้อหลักทรัพย์ด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ เพราะผลตอบแทนและสภาพคล่องของหลักทรัพย์เหล่านั้นจะลดต่ำลงโดยไม่จำเป็น และมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์นั้น สามารถควบคุมความผันผวนด้านราคาของหลักทรัพย์และอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ดี โดยเฉพาะด้านอัตราการซื้อขายหมุนเวียนที่ควบคุมได้ดีกว่านโยบาย 3 สัปดาห์ เดิม อย่างไรก็ตามสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์นโยบายใหม่ จะลดลงอย่างมาก และลดลงมากกว่าช่วงปกติ แม้ว่าจะออกจากมาตรการมาแล้วก็ตาม

5.2 ข้อเสนอแนะที่ได้รับจากการศึกษาครั้งนี้

จากผลการศึกษาที่พบในงานวิจัยชิ้นนี้ สามารถนำไปสู่ข้อเสนอแนะสำหรับผู้เกี่ยวข้องฝ่ายต่างๆได้ดังนี้

1. ตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผู้กำหนดมาตรการในการกำกับการซื้อขายสามารถนำผลการศึกษาจากงานวิจัยชิ้นนี้เป็นแนวทางในการพิจารณาผลจากมาตรการดังกล่าวในแง่มุมต่างๆ ซึ่งถึงแม้ประสิทธิภาพของมาตรการดังกล่าวจะมีความชัดเจนในการควบคุมความผันผวนและลดอัตราการซื้อขายหมุนเวียนได้ แต่กลับส่งผลในทางลบกับสภาพคล่องและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ลดลงอย่างมาก ซึ่งเปรียบเทียบเสมือนต้นทุนของการใช้มาตรการดังกล่าว ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์จึงควรพิจารณาเปรียบเทียบผลประโยชน์ที่ได้รับจากการดำเนินการมาตรการดังกล่าวควบคู่ไปกับผลกระทบในด้านอื่นๆ

2. แม้ว่าการดำเนินมาตรการตามนโยบายเดิม 3 สัปดาห์ อาจไม่เกิดประสิทธิผลในบางกรณี ซึ่งนำไปสู่การใช้นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์ของตลาดหลักทรัพย์เมื่อเดือนมีนาคม พ.ศ. 2556 นั้น ผลการศึกษาจากงานวิจัยชิ้นนี้ได้แสดงให้เห็นว่า นโยบายใหม่ 6 สัปดาห์อาจเป็นมาตรการที่เข้มข้นเกินความจำเป็นสำหรับหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ครั้งแรก หรือเคยติดเพียงไม่กี่ครั้ง ซึ่งอาจกล่าวได้ว่ากรอบของระยะเวลา 6 สัปดาห์นั้น อาจเหมาะสมในการดำเนินการกับหลักทรัพย์บางกรณี แต่อาจเกินความจำเป็นและทำให้หลักทรัพย์บางส่วนได้รับผลกระทบ เนื่องจากในการดำเนินการมาตรการดังกล่าวนั้น ควรคำนึงถึงและเปรียบเทียบต้นทุนและผลประโยชน์ที่ได้รับจากมาตรการ จึงควรพิจารณาถึงความจำเป็นในการใช้มาตรการแคชบาลานซ์ในเรื่องของกรอบระยะเวลาที่กล่าวมา

3. นักลงทุนสามารถนำผลการศึกษาที่วิเคราะห์ผลของมาตรการในแง่มุมต่างๆ ในการปรับกลยุทธ์การลงทุนได้ เช่น เมื่อตลาดหลักทรัพย์ประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายมาตรการแคชบาลานซ์ซึ่งจะมีผลให้นักลงทุนต้องซื้อหลักทรัพย์นั้นด้วยบัญชีแคชบาลานซ์ในวันทำการถัดไปนั้น นักลงทุนพึงคำนึงถึงการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ภายในช่วงมาตรการว่าหลักทรัพย์เหล่านั้นจะมีความผันผวน ปริมาณการซื้อขาย อัตราผลตอบแทน และสภาพคล่องที่ลดลง รวมถึงผลที่อาจเกิดขึ้นหลังจากช่วงมาตรการ เพื่อปรับกลยุทธ์การลงทุนและพอร์ตการลงทุนของตนได้อย่างเหมาะสมต่อไป

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป

งานวิจัยครั้งนี้ยังคงมีขอบเขตจำกัดที่ยังไม่ครอบคลุมหลักทรัพย์ประเภทอื่น ๆ นอกเหนือจากหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ เช่น หุ้นสามัญในตลาด MAI หรือใบสำคัญแสดงสิทธิต่างๆ ซึ่งมาตรการแคชบาลานซ์มีผลบังคับใช้กับหลักทรัพย์เหล่านี้เช่นเดียวกัน และยังมีหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญบางตัวที่มีลักษณะแปลกแยกและยังไม่ได้ถูกวิเคราะห์ กล่าวคือเป็นหุ้นสามัญที่มีการติดตามมาตรการแคชบาลานซ์ต่อเนื่อง 4 รอบสัปดาห์ ในมาตรการนโยบายเดิม 3 สัปดาห์

นอกจากนั้น ดังที่ได้อธิบายไว้ในบทที่ 3 ว่าในการวิเคราะห์วันประกาศ (announce date) มีความจำเป็นจะต้องศึกษามาตรวัดต่างๆ เป็นรายชั่วโมง หรือรายนาที จึงจะมีความสมบูรณ์มากขึ้น และขยายการศึกษาแบบเป็นรายชั่วโมง หรือรายนาทีไปยังช่วงพิจารณาช่วงอื่นด้วยเพื่อให้สอดคล้องกัน รวมทั้งยังมีความเป็นไปได้ที่จะประยุกต์ใช้สมการแบบจำลองอื่นเพื่อนำมาอธิบายความผันผวนด้านราคา อัตราการซื้อขายหมุนเวียน อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ และสภาพคล่อง เช่น การพิจารณาสภาพคล่องในแง่ปริมาณการซื้อขาย หรือการประยุกต์ใช้โมเดลที่ซับซ้อนขึ้นในการคำนวณความผันผวนของราคา เช่น ใช้ Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (GARCH) เป็นต้น

ข้อเสนอแนะต่างๆ เหล่านี้จะถูกนำไปใช้กับการศึกษาในขั้นต่อไป

บรรณานุกรม

- Bacha, O., Rashid, M., and Ramlee R., (2008), "The Efficiency of Trading Halts: Emerging Market Evidence," *International Journal of Banking and Finance*, 5(2), Article 7 .
- Bhargava, V., and Konku, D., (2010), "Impact of Elimination of Uptick Rule on Stock Market Volatility," *Journal of Finance and Accountancy*, 3, 1-12.
- Engelen, P., and Kabir R., (2002), "Empirical Evidence of the Role of Trading Suspensions in Dissemination New Information to the Capital Market," Unpublished Manuscript. University of Antwerp, Belgium.
- Forjan, J. M., and McCorry, M. S., (1995), "Evidence on the Behavior of Bid-Ask Spreads Surrounding Stock Split Announcements," *Journal of Applied Business Research*, 11(4), 97-103.
- 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.
- Parkinson, M., (1980), "The Extreme Value Method for Estimating the Variance of the Rate of Return," *Journal of Business*, 53(1), 61-65.
- Sukcharoensin, S., Srisopitsawat P., and Chuenjit, S., (2004), "Market Liquidity and the Impacts of the Computerized Trading System: Evidence from the Stock Exchange of Thailand," *Investment Management and Financial Innovation*, 4, 36-46.