

การตอบสนองของราคาหุ้นต่อมาตรการแซชบาลานซ์ของตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทยและปัจจัยที่อธิบายผลกระทบต่อราคาหุ้น



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต  
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล  
พ.ศ. 2557

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

การตอบสนองของราคาหุ้นต่อมาตรการแลกเปลี่ยนของตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทยและปัจจัยที่อธิบายผลกระทบต่อราคาหุ้น

ได้รับพิจารณาให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต สาขาการเงิน

วันที่ 10 มีนาคม 2557

นายอนุสรณ์ เลิศศักดิ์วิมาน  
ผู้วิจัย

รองศาสตราจารย์ชาติ จันทโรลิกา  
Ph.D. (Quantitative Economics)  
อาจารย์ที่ปรึกษา

ปิยภัทร ธาระวานิช  
Ph.D. (Economics)  
ประธานกรรมการสอบ

ศาสตราจารย์อรุณพ ตันละมัย, Ph.D.  
กณบดี  
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

วสันต์ ศิริประภาศิริ  
M.Sc. (Finance)  
กรรมการสอบ

## กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์การศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นต่อมาตรการแคชบาลานซ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและปัจจัยที่อธิบายผลกระทบต่อราคาหุ้นสำเร็จครบถ้วนบริบูรณ์ได้ด้วยการสนับสนุนและช่วยเหลือที่ดีจากบุคคลหลายท่าน ซึ่งผู้วิจัยต้องขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

ขอขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา อาจารย์ที่ปรึกษาในการค้นคว้าอิสระครั้งนี้ในการให้คำแนะนำและให้ความช่วยเหลือในส่วนเนื้อหาของเนื้อหา การเก็บข้อมูล การทดสอบแบบจำลองในการวิเคราะห์ข้อมูล และให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไขเนื้อหาของ การศึกษานี้ นอกจากนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณะอาจารย์ของวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่านที่ได้กรุณาประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ต่างๆให้แก่ผู้วิจัยจนสามารถ ทำการศึกษานี้ได้สำเร็จ

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณบิดามารดา พี่น้อง และเพื่อนๆที่ให้การสนับสนุน ให้ความช่วยเหลือ และให้กำลังใจแก่คณะผู้วิจัยมาโดยตลอด คณะผู้วิจัยหวังว่ารายงานการศึกษาอิสระฉบับนี้ จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่ทำการศึกษารองเดียวกันต่อไป รวมถึงเป็นประโยชน์ต่อบุคคลทั่วไปที่ สนใจไม่มากนักน้อย หากรายงานการศึกษาค้นคว้าอิสระนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยต้องขออภัย มา ณ ที่นี้

อนุสรณ์ เลิศศักดิ์วิมาน

การตอบสนองของราคาหุ้นต่อมาตรการแคชบาลานซ์ของตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทยและปัจจัยที่อธิบายผลกระทบต่อราคาหุ้น

IMPACTS ON THAI STOCK PRICES FROM CASH BALANCE MEASURE: WHAT ARE KEY  
DETERMINANTC OF THE IMPACTS?

นายอนุสรณ์ เลิศศักดิ์วิมาน 5550034

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์ : รองศาสตราจารย์ชาติร์ จันทรโคติกา, Ph.D.,  
ปิยภัทร ชาระวานิช, Ph.D., วสันต์ ศิริประภาศิริ, M.Sc.

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาด  
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อมีการประกาศมาตรการแคชบาลานซ์ทั้งในช่วงเวลา±5วันนับจากวันประกาศ และ±5  
วันนับจากวันหลุดจากมาตรการว่ามีผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่อย่างไร

ผู้วิจัยได้ใช้กระบวนการวิจัยแบบการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) โดยเก็บข้อมูลของบริษัทที่ติดโทษ  
มาตรการแคชบาลานซ์ในช่วงเดือนมกราคม 2554 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2556 จำนวน 146 เหตุการณ์ โดยแบ่งเป็น  
เหตุการณ์ของหลักทรัพย์ที่อยู่ใน SET 100 จำนวน 12 เหตุการณ์ NON SET 100 จำนวน 103 เหตุการณ์ และ MAI  
จำนวน 31 เหตุการณ์ เรื่องความสัมพันธ์ของตัวแปรทางการเงินที่อาจส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมหลัง  
การประกาศมาตรการแคชบาลานซ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ใช้กระบวนการวิจัยแบบ Cross  
Sectional Regression ในช่วงประกาศแคชบาลานซ์พบว่าตัวแปรอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีและ อัตรา  
หมุนเวียนปริมาณการซื้อขายเป็นสองตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญใน m3 หรือคือ ตลาด SET ที่มีค่า  
Abnormal Return เป็นบวกที่ได้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี, อัตราหมุนเวียน  
ปริมาณการซื้อขาย และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเอาไว้ในการคำนวณทางสถิติ แต่มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกซึ่ง  
ขัดกับสมมุติฐานที่ได้ตั้งไว้ ในช่วงหลักทรัพย์หลุดจากแคชบาลานซ์พบว่าตัวแปรอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทาง  
บัญชีเป็นเพียงตัวแปรเดียวที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญใน m3 หรือคือ ตลาด SET ที่มีค่า Abnormal Return เป็น  
บวกที่ได้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย และ  
มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเอาไว้ในการคำนวณทางสถิติ และมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกซึ่งตรงกับสมมุติฐานที่ได้  
ตั้งไว้

คำสำคัญ: แคชบาลานซ์/ ผลตอบแทนเกินปกติ/ Cross Sectional Regression

30 หน้า

## Abstract

Purpose of this paper is to study price movement of listed securities subjected to cash balance measure in The Stock Exchange of Thailand (SET). Price of the stocks during cash balance announcement date  $\pm 5$  days and probation release date  $\pm 5$  days are focused and studied whether abnormal returns are yielded during such intervals. The research is useful not only for existing investors, but also for general people who are interested in equity market investment. In the aspect of experimental period, unlike previous studies, the paper also provides in-depth research during probation release date  $\pm 5$  days. In addition, impacts of cash balance on securities in the Market for Alternative Investment (MAI) are included in the study.

A number of cash balance events during January 2011 to December 2013 are analyzed by Event Study Analysis Method. 146 securities are experimented during 1) cash balance announcement date  $\pm 5$  days, and 2) probation release date  $\pm 5$  days. 12 of which are in SET100 Index, 103 of which are not in SET100 Index, and 31 of which are in MAI.

Given the same set of data in the mentioned study, Cross Sectional Regression Analysis Method proves correlation between financial factors and cumulative abnormal return after cash balance announcement. In the period of cash balance announcement, price-to-book value and turnover ratio are significantly correlated in module 3 (those remarked as the positive abnormal return SET firms included 3 financial factors; P/BV, turnover ratio and market capitalization). However, the study found positive coefficient which is not align with the purpose assumption. In the period of probation release, price-to-book value is the only factor which has significant level in module 3. However, the study found positive coefficient which align with the purpose assumption.

## สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	๗
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ฉ
สารบัญรูปภาพ	ช
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 ทบทวนวรรณกรรม	6
2.1 กลุ่มงานวิจัยเชิงทฤษฎี	6
2.2 กลุ่มงานวิจัยเชิงประจักษ์	6
บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย	8
3.1 ข้อมูลและกลุ่มเหตุการณ์	8
3.2 ขั้นตอนการศึกษาวิจัย	8
3.3 ขั้นตอนการศึกษาวิจัยอย่างละเอียด	11
บทที่ 4 ผลการศึกษา	16
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย	22
บรรณานุกรม	24
ภาคผนวก	25
ประวัติผู้วิจัย	30

## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
1.1 แสดงหลักเกณฑ์พิจารณาหุ้นที่เข้าข่ายติดมาตรการแซชบาลานซ์โดยบริษัท หลักทรัพย์เอเชีย พลัส จำกัด (มหาชน)	2
1.2 แสดงหลักเกณฑ์พิจารณาหุ้นที่เข้าข่ายติดมาตรการ Turnover List โดยสำนัก คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)	5
4.1 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาด ต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย และมูลค่าหลักทรัพย์ตาม ราคาตลาด กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่ประกาศ เข้าสู่ หลักทรัพย์ที่ติดแซชบาลานซ์ โดยรวม SET และ MAI (m1), เฉพาะ SET (m2-7) และเฉพาะ MAI (m8-12)	17
4.2 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อ มูลค่าทางบัญชี อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขายและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคา ตลาดกับอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่ประกาศหลุดจากรายชื่อ หลักทรัพย์ที่ติดแซชบาลานซ์	20

## สารบัญญรูปภาพ

รูปภาพ	หน้า
3.1 แสดงระยะเวลาแต่ละช่วงเวลาการศึกษาของ Estimation Period	9

### 1.1 ความสำคัญของปัญหา

ปัจจุบันประเทศไทยหันมาให้ความสนใจในการลงทุนผ่านการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น โดยสิ่งสำคัญที่สุดในการที่จะสร้างความเชื่อมั่นในการลงทุนในตลาดทุนหรือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) นั่นคือ การสร้างความเชื่อถือต่อระเบียบ กฎเกณฑ์ของระบบการซื้อขาย การชำระราคา และการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทต่อสาธารณชนให้ทราบโดยเท่าเทียมกัน ตลาดหลักทรัพย์จึงได้ออกมาตรการหลายรูปแบบเพื่อดูแลความเรียบร้อย และเป็นการคุ้มครองนักลงทุน

งานวิจัยนี้ทำการศึกษาถึงการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อมีการประกาศมาตรการแคชบาลานซ์ทั้งในช่วงเวลา±5วันนับจากวันประกาศ และ±5วันนับจากวันหลุดจากมาตรการว่ามีผลตอบแทนผิดปกติหรือไม่ โดยข้อมูลการวิจัยจะเก็บมาจากข้อมูลหลักทรัพย์ของบริษัทที่ติดโทษมาตรการแคชบาลานซ์ในช่วงเดือนมกราคม 2554 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2556 จำนวน 146 เหตุการณ์ โดยแบ่งเป็นเหตุการณ์ของหลักทรัพย์ที่อยู่ใน SET 100, NON SET 100 และ MAI



### มาตรการแคชบาลานซ์คืออะไร

มาตรการแคชบาลานซ์เป็นมาตรการที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้นักลงทุนต้องวางเงินสดจำนวน 100% ในบัญชีแคชบาลานซ์ก่อนทำการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีรายชื่ออยู่ในรายชื่อหลักทรัพย์ที่ต้องซื้อขายภายใต้มาตรการแคชบาลานซ์ทางเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยมีกำหนดระยะเวลาที่ 3 สัปดาห์ ในเวลาต่อมาตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ประกาศขยายระยะเวลาให้ซื้อขายด้วยบัญชีแคชบาลานซ์เพิ่มเป็น 6 สัปดาห์ จากเดิมที่กำหนดขั้นต่ำไว้ที่ 3 สัปดาห์ เพื่อให้เหมาะสมกับสถานการณ์ซื้อขายในปัจจุบัน โดยมีผลตั้งแต่วันที่ 1 มีนาคม 2556 เป็นต้นไป และหากหุ้นตัวเดิมมีการติดซ้ำในอาทิตย์ถัดมาทางตลาดหลักทรัพย์ฯ จะทำการขยายช่วงเวลาติดเป็นเวลาทีละ 1 สัปดาห์ จนกว่าหุ้นตัวนั้นจะหลุดพ้นเกณฑ์แคชบาลานซ์และเมื่อหลุดแล้วในเวลาต่อมาหุ้นตัวนั้นๆ ติดโทษใหม่ จะทำให้เวลาการติดโทษกลับมาเป็น 6 สัปดาห์อีกครั้ง

มาตรการแคชบาลานซ์ถูกกำหนดขึ้นโดยคณะทำงานภายใน โดยไม่ได้มีการประกาศหลักเกณฑ์การคัดเลือกรายชื่อหลักทรัพย์ที่ติดโทษมาตรการแคชบาลานซ์ออกมาอย่างเป็นทางการ ทางตลาดหลักทรัพย์ฯ จะนำรายชื่อหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการ Turnover List ในอาทิตย์ก่อนหน้ามาประกอบการพิจารณาการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่จะติดในรายชื่อแคชบาลานซ์ในอาทิตย์ถัดไป จึงกล่าวได้ว่าหลักทรัพย์ทุกตัวที่ติดแคชบาลานซ์นั้น จะต้องผ่านการติด Turnover List มาก่อนเสมอ จากการศึกษาของคณะผู้วิจัยพบว่าบริษัทหลักทรัพย์ต่างๆ จะมีการกำหนดหลักเกณฑ์พิจารณาหุ้นที่เข้าข่ายติดมาตรการแคชบาลานซ์ด้วยตัวเองเพื่อเป็นข้อมูลไว้ใช้ภายในบริษัท กรณีนี้คณะผู้วิจัยขอยกเหตุการณ์หลักเกณฑ์จากบริษัทหลักทรัพย์เอเชีย พลัส จำกัด (มหาชน) Thongyen, Taweetheeratham, Phatrawit, Rattanasomboon, and Keeviriyasakul (2014) ดังนี้

หลักเกณฑ์พิจารณาหุ้นที่เข้าข่ายติดมาตรการแคชบาลานซ์ โดยบริษัทหลักทรัพย์เอเชีย พลัส จำกัด (มหาชน)	
หุ้นสามัญใน SET	<ul style="list-style-type: none"> <li>- อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายต่อสัปดาห์ <math>\geq 40\%</math></li> <li>- มูลค่าซื้อขายต่อวันในรอบสัปดาห์ <math>&gt; 100</math> ล้านบาท</li> <li>- หุ้นที่มี P/E Ratio <math>&gt; 40</math> เท่า หรือขาดทุน</li> </ul>
หุ้นสามัญใน MAI	<ul style="list-style-type: none"> <li>- อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายต่อสัปดาห์ <math>\geq 40\%</math></li> <li>- มูลค่าซื้อขายต่อวันในรอบสัปดาห์ <math>&gt; 80</math> ล้านบาท</li> <li>- หุ้นที่มี P/E Ratio <math>&gt; 40</math> เท่า หรือขาดทุน</li> </ul>

<sup>1</sup> บัญชีแคชบาลานซ์ หมายถึง บัญชีเงินสดที่นักลงทุนเปิดไว้กับบริษัทหลักทรัพย์

**ตารางที่ 1.1: แสดงหลักเกณฑ์พิจารณาหุ้นที่เข้าข่ายคิดมาตรการแฉบบาลานซ์โดยบริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด (มหาชน)**

ในวันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2551 ตลาดหลักทรัพย์ฯมีการประกาศใช้มาตรการแฉบบาลานซ์แทนการใช้มาตรการห้ามเก็งกำไร โดยการซื้อขายในวันเดียว (Net Settlement)<sup>2</sup> และมาตรการซื้อขายโดยใช้สินเชื่อ (Margin Trading)<sup>3</sup> ตลาดหลักทรัพย์ฯ จะประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ต้องซื้อขายภายใต้มาตรการแฉบบาลานซ์ทางเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ฯในเวลาหกโมงเย็นของทุกวันศุกร์ และให้มีผลบังคับใช้ในวันทำการถัดจากวันประกาศเป็นต้นไป

การประกาศมาตรการมาตรการแฉบบาลานซ์นั้นเกิดจากที่ตลาดหลักทรัพย์ฯได้สังเกตเห็นว่าหลักทรัพย์ในตลาดบางตัวมีความร้อนแรงเกินไป โดยมีราคาที่สูงเกินกว่าปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์นั้นๆ จึงได้มีการกำหนดมาตรการแฉบบาลานซ์ออกมา เพื่อกระทำตามเจตนารมณ์ที่จะเข้าไปปกป้องคุ้มครองนักลงทุนโดยการเข้าไปสร้างอุปสรรคให้กับนักปั่นราคาหลักทรัพย์ไม่ให้ทำลายตลาดได้ง่ายนัก และเป็นการส่งสัญญาณเตือนให้นักลงทุนเพิ่มความระมัดระวังในกรณีที่ต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีรายชื่อปรากฏในประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่คิดมาตรการแฉบบาลานซ์ประจำวณั้นๆ

นอกจากมาตรการแฉบบาลานซ์จะมีไว้เพื่อวัตถุประสงค์ในการปกป้องคุ้มครองนักลงทุนแล้วยังมีมาตรการ Turnover List ซึ่งอยู่ในการควบคุมของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เป็นอีกมาตรการหนึ่งจัดทำขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์ในการคุ้มครองนักลงทุนเช่นกัน โดยรายละเอียดของมาตรการ Turnover List มีดังต่อไปนี้

<sup>2</sup> การเก็งกำไร โดยการซื้อขายในวันเดียว (Net Settlement) หมายถึง การซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทหักกลบค่าซื้อและค่าขายหลักทรัพย์ของลูกค้ำที่มีการซื้อและการขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกัน การกระทำดังกล่าวตลาดหลักทรัพย์เปิดให้ทำการซื้อขายได้ตั้งแต่กลางเดือนมกราคม 2540 แต่ในช่วงนั้นความนิยมของนักลงทุนยังไม่ค่อยมี เนื่องจากการลงทุนแบบ Net Settlement นิยมในช่วงตลาดกำลังขึ้น มีความคึกคักในการซื้อขาย เพราะเป็นช่วงที่นักลงทุนโดยเฉพาะรายย่อยที่เข้ามาตักดวงกำไรทำได้อย่างต่อเนื่อง จึงทำการซื้อขายในวันเดียวหลายๆ รอบ แล้วรับส่วนต่างกำไรกลับไป

<sup>3</sup> มาตรการการซื้อขายโดยใช้สินเชื่อ (Margin Trading) หมายถึง มาตรการที่ตลาดหลักทรัพย์ฯกำหนดให้ลูกค้ำต้องวางเงินสดหรือทรัพย์สินเพื่อเป็นหลักประกันการซื้อขายหุ้นโดยใช้สินเชื่อของบริษัท และได้กำหนดอัตราขั้นต่ำที่ลูกค้ำต้องวางหลักประกัน (Initial Margin) เกณฑ์การเรียกหลักประกัน เพิ่ม (Margin Call) และเกณฑ์การบังคับขาย (forced sale) ในอัตราร้อยละ 50 35 25 ของมูลค่าการซื้อขาย ตามลำดับ

### มาตรการ Turnover List คืออะไร

มาตรการ Turnover List นั้นจัดทำขึ้นโดยมีที่มาและวัตถุประสงค์เดียวกันกับมาตรการ แคมเปญเพียงแต่ผู้ออกกฎนั้นเป็นคนละหน่วยงานกัน มาตรการ Turnover List นั้นมีก.ล.ต.เป็นผู้ทำการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ติดโทษในทุกวันศุกร์เวลาห้าโมงเย็นทางเว็บไซต์ [www.sec.or.th](http://www.sec.or.th) โดยจะประกาศก่อนที่ตลาดหลักทรัพย์จะประกาศมาตรการแคมเปญ 1 ชั่วโมง ซึ่งเมื่อหลักทรัพย์ตัวใดติดมาตรการ Turnover List แล้วก็ไม่จำเป็นที่จะต้องติดมาตรการแคมเปญเสมอไป ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของตลาดหลักทรัพย์ฯ อย่างไรก็ตามจากการศึกษาของทางกลุ่มโดยใช้ข้อมูลในปี 2555 พบว่าการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ติดแคมเปญของตลาดหลักทรัพย์ฯนั้นมีความสอดคล้องรายชื่อหลักทรัพย์ที่ติด Turnover List ของก.ล.ต.คิดเป็น 9.78%<sup>4</sup>

ก.ล.ต.จะใช้ทำการเก็บข้อมูลหลักทรัพย์ตั้งแต่วันศุกร์จนถึงวันพฤหัสบดีของแต่ละสัปดาห์ มาเป็นข้อมูลในการคำนวณ โดยมีหลักเกณฑ์การพิจารณาดังนี้

หลักเกณฑ์พิจารณาหุ้นที่เข้าข่ายติดมาตรการ Turnover List โดยสำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)	
หุ้นสามัญใน SET	- อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายต่อสัปดาห์ $\geq 30\%$ - มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันในรอบสัปดาห์ $\geq 100$ ล้านบาท - จำนวนหุ้นที่ติดไม่เกิน 50 อันดับแรก <sup>5</sup>
หุ้นสามัญใน MAI	- อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายต่อสัปดาห์ $\geq 30\%$ - มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันในรอบสัปดาห์ $\geq 20$ ล้านบาท - จำนวนหุ้นที่ติดไม่เกิน 5 อันดับแรก <sup>6</sup>
วอแรนท์ใน SET และ MAI	- อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายต่อสัปดาห์ $\geq 100\%$ - ส่วนเกินมูลค่า (Premium) $\geq 20\%$

<sup>4</sup> จากการศึกษาการประกาศ Turnover List ในปี 2555 มีจำนวน 695 หลักทรัพย์ที่มีรายชื่อในการประกาศติด Turnover List ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในจำนวนนี้มีหลักทรัพย์ที่ติดแคมเปญจำนวน 68 หลักทรัพย์ ซึ่งคิดเป็น 9.78% ของหลักทรัพย์ที่ติด Turnover List

<sup>5</sup> จำนวนหุ้นที่ติดไม่เกิน 50 อันดับแรก ได้มาจากการนำหุ้นที่เข้าข่ายว่ามีอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายต่อสัปดาห์  $\geq 30\%$  และ มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันในรอบสัปดาห์  $\geq 100$  ล้านบาท มาเรียงลำดับจากมากไปน้อยเป็นจำนวนไม่เกินลำดับที่ 50

<sup>6</sup> จำนวนหุ้นที่ติดไม่เกิน 5 อันดับแรก ได้มาจากการนำหุ้นที่เข้าข่ายว่ามีอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายต่อสัปดาห์  $\geq 30\%$  และ มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันในรอบสัปดาห์  $\geq 20$  ล้านบาท มาเรียงลำดับจากมากไปน้อยเป็นจำนวนไม่เกินลำดับที่ 5

**ตารางที่ 1.2: แสดงหลักเกณฑ์พิจารณาหุ้นที่เข้าข่ายติคมาตรการ Turnover List โดยสำนัก  
คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)**

ระยะเวลาของการติคมาตรการ Turnover List คือ 1 สัปดาห์ และหุ้นตัวเดิมก็มีโอกาส  
ติคซ้ำในอาทิตย์ถัดมาได้ มาตรการ Turnover List ไม่มีข้อบังคับให้นักลงทุนต้องวางเงินสดเต็ม  
จำนวนในบัญชีเงินสดก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์ การประกาศจะกระทำเพื่อเป็นการส่งสัญญาณให้  
นักลงทุนได้เพิ่มความระมัดระวังในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีรายชื่ออยู่ใน Turnover List เท่านั้น

อย่างไรก็ตามหลังจากที่มีการประกาศใช้มาตรการแชนบาลานซ์ นั้นก็มีนักลงทุนบาง  
กลุ่มตั้งข้อสงสัยว่ามาตรการแชนบาลานซ์นั้น จะสามารถขจัดขว้นักปั่นราคาได้จริงหรือไม่ และ  
เครื่องมือนี้มีประสิทธิภาพมากน้อยเพียงไร รายงานการศึกษาอิสระฉบับนี้จึงทำการทดสอบทางสถิติ  
เพื่อหาคำตอบในประเด็นดังกล่าว



## บทที่ 2

### ทบทวนวรรณกรรม

#### 2.1 กลุ่มงานวิจัยเชิงทฤษฎี

##### 2.1.1 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ

ทฤษฎีการส่งสัญญาณเป็นทฤษฎีที่ศึกษาถึงพฤติกรรมที่บริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งสัญญาณให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งอาจจะนำไปสู่การเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหุ้น พฤติกรรมเหตุการณ์ของกรณีนี้ เช่น การประกาศซื้อหุ้นคืนจากตลาดหลักทรัพย์ เมื่อผู้บริหารเห็นว่าราคาหุ้นของบริษัทตนเองต่ำเกินไป จึงได้ใช้เงินสดที่ตนเองถืออยู่ซื้อหุ้นของตนเองคืน โดยทำการซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นรายย่อยทั่วไป วิธีนี้จะทำให้จำนวนหุ้นลดลงเท่ากับจำนวนที่ซื้อคืนส่งผลให้กำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้น เมื่อก้าวถึงกรณีการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นที่ติดแคชบาลานซ์แล้วนั้น การส่งสัญญาณในกรณีนี้จะเกิดจากการที่ตลาดหลักทรัพย์ประกาศรายซื้อหุ้นที่มีการซื้อขายเปลี่ยนมือกันมาก และมีระดับราคาพุ่งขึ้นสูงเกินกว่า มูลค่าพื้นฐานของหุ้นตัวนั้นที่มารองรับ ดังนั้นจากทฤษฎีการส่งสัญญาณนี้ราคาหุ้นหลังการประกาศควรมีราคาลดลง เพื่อให้สอดคล้องกับการประกาศของตลาดหลักทรัพย์

#### 2.2 กลุ่มงานวิจัยเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

2.2.1 งานวิจัยของ Jantarakolica et al. (2013) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรทางการเงินที่อาจส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมหลังการประกาศ Turnover List ของ ก.ล.ต. โดยสร้างสมการความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามในรูปแบบสมการถดถอยแบบพหุคูณ โดยตัวแปรที่นำมาศึกษามี 3 ตัวแปร ได้แก่ มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization), อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี (P/BV) และ อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย (Turnover Ratio) และทำการศึกษาในรูปแบบ Cross Sectional Regression โดยผลการศึกษาพบว่ามูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) เป็นตัวแปรเดียวที่ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญที่ 5%

2.2.2 **ชาญยุทธ ศรีสวัสดิ์สกุล (2552)** ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์ที่มีอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายกับอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ กรณีศึกษา หลักทรัพย์ที่อยู่ในประกาศ Turnover List ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ตั้งแต่ พ.ศ. 2547 – พ.ศ. 2551 โดยกำหนดให้อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับของหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาเป็นอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาการลงทุนสั้น ซึ่งแบ่งออกเป็น 3 ระดับ คือ 1 3 และ 5 วัน และคำนวณอัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา ผลการศึกษาที่ได้พบว่าอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายกับอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับของทุกๆระยะเวลาการลงทุนมีความสัมพันธ์กันอย่างไม่มีนัยสำคัญ ในปี 2548 2549 และ 2551 ยกเว้นในปี 2547 และ 2550 ที่พบว่ามีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ โดยในปี 2547 พบความสัมพันธ์ดังกล่าวเฉพาะระยะการลงทุน 5 วัน และมีสัมประสิทธิ์เป็นเครื่องหมายบวก แต่สำหรับในปี 2550 พบความสัมพันธ์ดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญในทุกๆระยะเวลาการลงทุน และมีสัมประสิทธิ์เป็นเครื่องหมายลบ<sup>7</sup>

<sup>7</sup> สัมประสิทธิ์มีเครื่องหมายลบแสดงให้เห็นว่าเมื่อหลักทรัพย์ใดๆมีอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายเพิ่มขึ้น อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนมีโอกาสที่จะเป็นลบหรือขาดทุน ในทางกลับกันค่าสัมประสิทธิ์ที่เป็นบวกจะให้ความหมายในทางตรงกันข้ามกัน

### บทที่ 3

#### ระเบียบวิธีวิจัย

#### 3.1 ข้อมูลและกลุ่มเหตุการณ์

ในการศึกษาจะใช้การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ช่วงเดือนมกราคม 2554 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2556 โดยทำการหาข้อมูลดังนี้

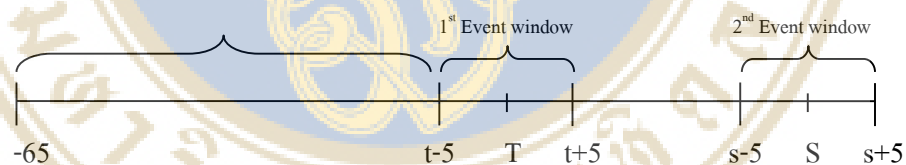
1. ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่ติดเคชบาลานซ์ ตามประกาศของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้จาก [www.set.or.th](http://www.set.or.th) และ [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)
2. ราคา มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี และอัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย ของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการเคชบาลานซ์หาได้จาก [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)
3. รายชื่อหลักทรัพย์ที่อยู่ใน SET 100 เพื่อนำมาแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ประเภท SET 100 ตั้งแต่ มกราคม 2554 ถึง ธันวาคม 2556 ซึ่งหาได้จาก [www.set.or.th](http://www.set.or.th)

#### 3.2 ขั้นตอนการศึกษาวิจัย

1. รวบรวมข้อมูลของรายชื่อและระยะเวลาที่ติดโทษมาตรการ เคชบาลานซ์ ตามที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกาศ จาก [www.set.or.th](http://www.set.or.th) และฐานข้อมูล SETSMART
2. ทางผู้วิจัยเลือกวิธีการวิเคราะห์ข้อมูล โดยใช้แนวทางของการศึกษาเหตุการณ์ เครื่องมือหลักที่นำมาวิเคราะห์ข้อมูลคือโปรแกรม STATA เพื่อศึกษาผลกระทบของเหตุการณ์ ประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ติดโทษเคชบาลานซ์ ว่าส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์แต่ละวันอย่างไรบ้างและเหตุการณ์ที่หลักทรัพย์หลุดจากรายชื่อการติดโทษ เคชบาลานซ์ ซึ่งนำมาหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละตัวว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ อย่างมีนัยสำคัญที่ 5% หรือไม่ส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญที่ 5% โดยแบ่งการศึกษาเป็น 2 เหตุการณ์ดังนี้
  - 2.1 ช่วงก่อนและหลังเหตุการณ์ประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ติดโทษ เคชบาลานซ์ 5 วัน ( $\pm 5$ ) กำหนดให้เป็นเหตุการณ์ที่ 1 (1<sup>st</sup> event)

2.2 ช่วงก่อนและหลังเหตุการณ์ที่หลักทรัพย์นั้นๆ หลุดจากรายชื่อที่ติด โทษ แคลชบาลานซ์ 5 วัน ( $\pm 5$ ) กำหนดให้เป็นเหตุการณ์ที่ 2 (2<sup>nd</sup> event)

การศึกษาครั้งนี้ได้ทำการเก็บข้อมูลของการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ติด โทษ แคลชบาลานซ์ ของตลาดหลักทรัพย์ได้ประกาศไว้ในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2554 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2556 โดยนำราคาของหลักทรัพย์ดังกล่าว ในแต่ละวันที่มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม โดยได้กำหนดช่วงเวลาศึกษาถึงผลกระทบเป็นช่วงก่อน และหลังเหตุการณ์ประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ติด โทษ แคลชบาลานซ์ 5 วัน ( $\pm 5$ ) เพราะมีข้อจำกัดในการศึกษาช่วงเหตุการณ์ที่หลักทรัพย์หลุดจากรายชื่อหลักทรัพย์ที่ติด โทษ แคลชบาลานซ์ ซึ่งระยะห่างระหว่าง 2 เหตุการณ์ระหว่างประกาศและการหลุดจากรายชื่อการติด โทษ แคลชบาลานซ์ หากทางผู้วิจัยกำหนดช่วงเวลาศึกษาผลกระทบของทั้งสองให้ขยายออกไป อาจทำให้เกิดการ Overlap ของช่วงเวลาทั้ง 2 เหตุการณ์ได้ ดังนั้นเวลา 5 วัน ( $\pm 5$ ) จึงมีความเหมาะสมมากที่สุด ส่วนช่วงประมาณการ Estimation period จะใช้เวลา 60 วัน คือวันที่ -65 ถึงวันที่ -6 ก่อนมีการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ติด โทษ แคลชบาลานซ์ (หรือ วันที่ T ในเหตุการณ์ที่ 1) โดยทางผู้วิจัยกำหนดให้ทั้งเหตุการณ์ที่ 1 และเหตุการณ์ที่ 2 มีช่วงประมาณการเดียวกัน เนื่องจากเป็นช่วงที่มีผลตอบแทนเป็นปกติ ซึ่งถือเป็นช่วงเวลาที่เหมาะสม จากงานวิจัยของ Jantarakolica et al. (2013) ซึ่งได้แสดงไว้ตามภาพที่ 1 แต่ถ้าใช้ช่วงการประมาณการที่ยาวกว่านี้จะทำให้จำนวนเหตุการณ์การศึกษาลดลง ซึ่งอาจทำให้เกิดความคลาดเคลื่อนเพิ่มขึ้นได้



ภาพที่ 3.1: แสดงระยะเวลาแต่ละช่วงเวลาศึกษาของ Estimation Period และ Event Window

จากแผนภาพกำหนดให้ช่วง Estimate Period อยู่วันที่ -65 ถึงวันที่ -6 ช่วงก่อนและหลังวันประกาศรายชื่อ ( $T = 1^{\text{st}}$  Event date) ที่ติด โทษ แคลชบาลานซ์ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 5 วัน ( $\pm 5$ ) โดย Event ที่ 1 แบ่งเป็น 2 ช่วงดังนี้

-Pre-event ของ Event T คือ ช่วง t-5 ถึง T

-Post-event ของ Event T คือ ช่วง T ถึง t+5



ช่วงก่อนและหลังการหลุดจากรายชื่อ ( $S = 2^{\text{nd}}$  Event date) ที่ติด แคมบาลานซ์ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 5 วัน ( $\pm 5$ ) โดย Event ที่ 2 แบ่งเป็น 2 ช่วงดังนี้

-Pre-event ของ Event S คือ ช่วง  $s-5$  ถึง S

-Post-event ของ Event S คือ ช่วง S ถึง  $s+5$

### สมมติฐานในการทดสอบและผลที่คาด

**สมมติฐานที่ 1:** เมื่อมีการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ติด โทษแคมบาลานซ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยตัวแปรทั้ง 3 ตัวแปรได้แก่

1. มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่ติด โทษแคมบาลานซ์อย่างมีนัยสำคัญ

เหตุผล: เมื่อหลักทรัพย์นั้นประกาศรายชื่อแคมบาลานซ์จะทำให้หลักทรัพย์นั้นๆ มีผลตอบแทนต่ำกว่าปกติ (Negative Abnormal Return) เนื่องจากตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดจะมีค่าลดลงเมื่อหลักทรัพย์มีราคาตกลง เพราะอยู่ในช่วงที่มีการควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยบัญชีเงินสดเท่านั้น

2. อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่ติด โทษแคมบาลานซ์ อย่างมีนัยสำคัญ

เหตุผล: เมื่อหลักทรัพย์นั้นประกาศรายชื่อแคมบาลานซ์จะทำให้หลักทรัพย์นั้นๆ มีผลตอบแทนต่ำกว่าปกติ (Negative Abnormal Return) เนื่องจากตัวแปรอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชีจะมีค่าลดลงเมื่อหลักทรัพย์มีราคาตกลง เพราะอยู่ในช่วงที่มีการควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยบัญชีเงินสดเท่านั้น

3. อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขายมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่ติด โทษแคมบาลานซ์อย่างมีนัยสำคัญ

เหตุผล: เมื่อหลักทรัพย์นั้นประกาศรายชื่อแคมบาลานซ์จะทำให้หลักทรัพย์นั้นๆ มีผลตอบแทนต่ำกว่าปกติ (Negative Abnormal Return) เนื่องจากตัวแปรอัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขายจะมีค่าลดลงเมื่อหลักทรัพย์มีราคาต่ำลง เนื่องจากมีปริมาณการซื้อขายน้อยกว่าปกติ

**สมมติฐานที่ 2:** เมื่อหลักทรัพย์หลุดจากรายชื่อหลักทรัพย์ที่ติด โทษแคมบาลานซ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ตัวแปรทั้ง 3 ตัวแปรได้แก่

1.) มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่ติดโทษแคชบาลานซ์อย่างมีนัยสำคัญ

เหตุผล: เมื่อหลักทรัพย์นั้นหลุดจากรายชื่อแคชบาลานซ์จะทำให้หลักทรัพย์นั้นๆมีผลตอบแทนสูงกว่าปกติ (Positive Abnormal Return) เนื่องจากตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดจะมีค่าเพิ่มขึ้นเมื่อหลักทรัพย์มีราคาสูงขึ้น เพราะไม่จำเป็นต้องทำการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยบัญชีเงินสดเท่านั้น

2.) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่ติดโทษแคชบาลานซ์อย่างมีนัยสำคัญ

เหตุผล: เมื่อหลักทรัพย์นั้นหลุดจากรายชื่อแคชบาลานซ์จะทำให้หลักทรัพย์นั้นๆมีผลตอบแทนสูงกว่าปกติ (Positive Abnormal Return) เนื่องจากตัวแปรอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชีจะมีค่าเพิ่มขึ้นเมื่อหลักทรัพย์มีราคาเพิ่มขึ้น เพราะไม่จำเป็นต้องทำการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยบัญชีเงินสดเท่านั้น

3.) อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขายมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่ติดโทษแคชบาลานซ์อย่างมีนัยสำคัญ

เหตุผล: เมื่อหลักทรัพย์นั้นหลุดจากรายชื่อแคชบาลานซ์จะทำให้หลักทรัพย์นั้นๆมีผลตอบแทนสูงกว่าปกติ (Positive Abnormal Return) เนื่องจากตัวแปรอัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขายจะมีค่าเพิ่มขึ้นเมื่อหลักทรัพย์มีราคาเพิ่มขึ้น เพราะไม่จำเป็นต้องทำการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยบัญชีเงินสดเท่านั้น

### 3.3 ขั้นตอนการศึกษาและวิจัยอย่างละเอียด

เพื่อศึกษาผลกระทบของมาตรการแคชบาลานซ์ต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ที่ติดรายชื่อให้การซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้บัญชีเงินสด ว่ามีผลกระทบอย่างไร และมีนัยสำคัญหรือไม่ ทั้งช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ต.ล.ท.) ประกาศรายชื่อหลักทรัพย์และช่วงที่หลักทรัพย์พ้นจากการติดแคชบาลานซ์ ใน 4 กลุ่มหลักทรัพย์คือ SET, MAI, SET100 และ Non SET100 โดยใช้วิธีการศึกษาแบบ Event Study ด้วยโปรแกรม STATA มีขั้นตอนดังนี้

1. รวบรวมบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ติดโทษ แคชบาลานซ์ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2554 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2556 โดยกำหนดให้

-วันที่ประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ติดโทษ แคมบาลานซ์ เป็นวันที่เกิดเหตุการณ์ที่ 1  
(1<sup>st</sup>Event Date)

-วันที่หลักทรัพย์หลุดจากรายชื่อที่ติดโทษ แคมบาลานซ์ เป็นวันที่เกิดเหตุการณ์ที่ 2  
(2<sup>st</sup>Event Date)

2. คำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) ในการศึกษาค้างนี้ใช้ Market Model ในการคำนวณเนื่องจาก Market Model เป็นวิธีที่ใช้คำนวณอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เป็นที่ยอมรับและใช้กันอย่างกว้างขวางเหตุการณ์จากงานวิจัยของ Brown and Warner (1985) พบว่า Market Model มีประสิทธิภาพในด้านการคำนวณอัตราผลตอบแทนผิดปกติมากกว่าวิธี Mean-Adjusted Return และ Market-Adjusted Return นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ Kahaboonsirihansa (2009) และ Jantarakolica et al (2013) ใช้วิธี Market Model ในการศึกษาผลกระทบของนโยบาย Turnover List และ แคมบาลานซ์ต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาหลักทรัพย์

การหาค่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ที่ติดโทษแคมบาลานซ์ ด้วยวิธี Market Model โดยการนำผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ ( $R_{it}$ ) โดยใช้วิธีการคำนวณผลตอบแทนแบบ Discrete และผลตอบแทนของ SET หรือ MAI ( $R_{mt}$ ) ในช่วงการประมาณการ (Estimation Period) มาคำนวณในสมการถดถอย (Regression) เพื่อหาค่า Parameter คือค่า  $\alpha$  และ  $\beta_i$  ของหลักทรัพย์นั้นใด ๆ ซึ่งจะได้สมการที่แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์หนึ่งๆกับผลตอบแทนของ SET หรือ MAI

โดยสมการที่ใช้แสดงความสัมพันธ์คือ

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

โดยกำหนดให้

$t$  คือ วันแต่ละวันในช่วงประมาณการ (Estimation period);  $R_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลาที่  $t$ ;  $R_{mt}$  คือ อัตราผลตอบแทนของ SET ในกรณีที่วิเคราะห์หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SET หรือ MAI ในกรณีที่วิเคราะห์หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม MAI ณ เวลาที่  $t$ ;  $\alpha_i$  คือ Intercept ของหลักทรัพย์  $i$  ใดๆ;  $\beta_i$  คือ Slope ของหลักทรัพย์  $i$  ใดๆ;  $e_{it}$  คือ ความคลาดเคลื่อน ณ เวลาที่  $t$

โดยนำผลตอบแทนของ SET หรือ MAI โดยใช้สัญลักษณ์  $R_{mt}$  ในช่วง Event Window (ช่วงที่ศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ) แทนค่าลงในสมการถดถอย (Regression) ที่ได้จากช่วงประมาณการ (Estimation Period) เพื่อคำนวณหา Expected Return ( $E(R_{it})$ )

สมการดังนี้

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

โดยกำหนดให้

$E(R_{it})$  คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์ของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลาที่  $t$  ซึ่งผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ มีหลายประเภท ทั้งผลตอบแทนที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าหลักทรัพย์ที่ลงทุน (Capital gain/loss) สิทธิในการจองซื้อหุ้น (Rights) ซึ่งเป็นสิทธิที่ให้แก่อุถือหุ้นเดิมในการซื้อหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งมักจะให้สิทธิซื้อในราคาต่ำกว่าราคาตลาด ณ ขณะนั้น และเงินปันผล (Dividends) ซึ่งเป็นส่วนแบ่งของกำไรที่จ่ายให้กับผู้ถือหุ้น (ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556 [http://www.set.or.th/th/products/index/tri\\_p1.html](http://www.set.or.th/th/products/index/tri_p1.html)) แต่ในการศึกษานี้เราศึกษาผลจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Price index) มาคำนวณผลตอบแทนรายวัน ( $R_{it}$ ) นำการเปลี่ยนแปลงของ SET หรือ MAI มาคำนวณผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือผลตอบแทนของตลาด MAI ( $R_{mt}$ )

3. คำนวณหาค่าอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return:  $AR_{it}$ ) จากส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์ (Expected Return:  $E(R_{it})$ ) และ อัตราผลตอบแทนจริง (Actual Return:  $R_{it}$ ) ของหลักทรัพย์

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

4. การคำนวณหาค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Average Abnormal Return :AAR) ของหลักทรัพย์ทุกเหตุการณ์ (Sample) โดยการหาค่าเฉลี่ยของ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return:  $AR_{it}$ )

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N}$$

$N$  คือ จำนวนเหตุการณ์ (Event)

5. เนื่องจากบางครั้งผลกระทบที่เกิดขึ้นจากแต่ละเหตุการณ์อาจจะมีค่าไม่มากพอในแต่ละวันแต่เมื่อนำผลกระทบมารวมกันอาจมีค่าอย่างมีนัยสำคัญได้โดยทำการคำนวณหาค่าอัตรา

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return :  $CAR_i^{t_1}$ ) โดยการรวมอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return: AR) ของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์สำหรับช่วง Event Window ที่กำหนดโดยที่  $t_0$  คือขอบล่างและ  $t_1$  คือขอบบนของแต่ละ Event Period

$$CAR_{it_0}^{t_1} = \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

แล้วมาคำนวณหาค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Average Abnormal Return:  $CAAR_i^{t_1}$ ) แต่ละ Event period โดยนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return :  $CAR_i^{t_1}$ ) ของทุกหลักทรัพย์ ในช่วง Event period มาคำนวณหาค่าเฉลี่ย

$$CAAR_{it_0}^{t_1} = \frac{\sum_{i=1}^N CAR_{it_0}^{t_1}}{N}$$

6. ทำการทดสอบสมมติฐานโดย T-statistics ด้วยการใช้ค่าเฉลี่ย (Average) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) ซึ่งถ้าผลการทดสอบพบว่าต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญถือว่ามีความผิดปกติ (Abnormal Return:  $AR_t$ ) เกิดขึ้นจริง

1. สำหรับ  $AAR_t$  ทำการทดสอบโดย  $\frac{AAR_t}{(SD / \sqrt{N})}$

$$\text{โดยที่ } SD = \frac{\sum_{i=1}^N (AR_{it} - AAR_t)}{N-1}$$

2. สำหรับ  $CAAR_{t_0}^{t_1}$  ทำการทดสอบโดย  $\frac{CAAR_{t_0}^{t_1}}{SD / \sqrt{N}}$

$$\text{โดยที่ } SD = \frac{\sum_{i=1}^N (CAR_{it_0}^{t_1} - CAAR_{t_0}^{t_1})}{N-1}$$

การศึกษาถึงตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเหตุการณ์การประกาศรายชื่อและหลุดจากรายชื่อหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายต้องซื้อขายในบัญชีเฉพาะ

ลานซ์ตามประกาศของตลาดหลักทรัพย์ฯ ใช้โปรแกรม STATA ในการวิเคราะห์ข้อมูล ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้ผู้ศึกษาได้เลือกตัวแปรที่จะมาทำการทดสอบอยู่ จำนวน 3 ตัวแปรดังนี้

1. อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV): เนื่องจากเป็น 1 ในอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการวิเคราะห์ถึงปัจจัยพื้นฐานของราคาหลักทรัพย์

2. อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย (Turnover Ratio): โดยตัวแปรอัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขายมีงานวิจัยของชาญยุทธ ศรีสวัสดิ์สกุล (2009) พบว่าข้อมูลในปีพ.ศ. 2547 และปีพ.ศ. 2550 มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ

3. มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) : โดยตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด นี้ได้มีงานวิจัยที่ได้ศึกษาและยอมรับว่าเป็นตัวแปรสำคัญต่อการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ Jantarakolica et al (2013) ดังนั้นผู้ศึกษาจึงสนใจตัวแปรทั้ง 3 ตัวแปรเข้ามาทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม

การศึกษาในส่วนนี้ประกอบด้วยการศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม  $CAR_i^{t_0, t_1}$  จากเหตุการณ์ประกาศหลักทรัพย์ที่เข้าขายต้องซื้อขายในบัญชีเคชบาลานซ์ตามประกาศของตลาดหลักทรัพย์ฯ ในแต่ละช่วงเวลาระหว่างเกิดเหตุการณ์กับตัวแปรต่างๆ โดยสร้างสมการความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามในรูปแบบสมการถดถอยแบบพหุคูณและทำการศึกษาในรูปแบบ Cross-sectional Regression ดังนี้

$$CAR_{i,t_0}^{t_1} = \beta_0 + \beta_1 \frac{P}{BV_i} + \beta_2 TurnoverRatio_i + \beta_3 MarketCap_i$$

ค่าสัมประสิทธิ์ที่คาดหวัง

กรณีเมื่อประกาศเคชบาลานซ์: ลบ    ลบ    ลบ    ลบ  
 กรณีเมื่อหลุดจากเคชบาลานซ์: บวก    บวก    บวก    บวก

$CAR_i^{t_0, t_1}$  คือ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) ของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลาระหว่างเกิดเหตุการณ์ โดย i คือหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ t คือช่วงเวลาวัน

$P/BV_1$  คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์ i

$TurnoverRatio_i$  คือ อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ i

$MarketCap_i$  คือ มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ i

## บทที่ 4

### ผลการศึกษา

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรทางการเงินที่อาจส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม ทั้งก่อนและหลังการประกาศมาตรการแคชบาลานซ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ

ตัวแปรทั้งสามตัว ได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV), อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย (Turnover Ratio) และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่ติดมาตรการแคชบาลานซ์ทั้งตอนประกาศและหลุดจากแคชบาลานซ์ว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ สามารถแสดงผลการทดสอบทางสถิติได้ตามตารางที่ 4.1

ตาราง 4.1: แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่ประกาศเข้าสู่หลักทรัพย์ที่ติดเคชบาลานซ์ โดยรวม SET และ MAI (m1), เฉพาะ SET (m2-7) และเฉพาะ MAI (m8-12)

ผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return)

Variable	m1	m2	m3	m4	m5	m6	m7	m8	m9	m10	m11	m12
P/BV	-0.04	-0.05	0.43 ***	0.43 ***	0.42 ***	-0.04	-0.05	1.37	1.37	1.26	-6.45	-3.11
Turnover Ratio	1.06	1.27	2.40 ***	2.39 ***	2.36 ***	0.62	0.00	-0.03	-2.68	-2.65 *	2.72	2.76
Marketcap	0.75	0.13	-0.99			1.71		0.48	-0.76		13.14	
dum_set	1.64											
set100	-3.28	-1.65	10.07	7.38		7.17						
_cons	-15.02	-0.89	29.76	9.12 ***	9.56 ***	-52.17	-12.64 **	-12.59	28.32	13.34 **	-266.44	-9.39
N	143.00	113.00	64.00	64.00	64.00	49.00	49.00	30.00	19.00	19.00	11.00	11.00
rss	78768.07	63776.23	7457.22	7506.17	7661.44	23787.83	24785.15	14060.29	3540.95	3546.61	4239.80	5150.75
F	0.31	0.38	11.17	14.91	21.66	0.62	0.32	0.54	1.63	2.59	0.80	0.42
r2	0.01	0.01	0.43	0.43	0.42	0.05	0.01	0.06	0.25	0.24	0.26	0.10
r2_a	-0.02	-0.02	0.39	0.40	0.40	-0.03	-0.03	-0.05	0.09	0.15	-0.06	-0.13

\*มีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 10%; \*\*มีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 5%; \*\*\*มีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 1%





m12 คือ การทดสอบเฉพาะตลาด MAI ที่มีค่า Abnormal Return ที่เป็นลบ โดยการตัดตัวแปรมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด

จากการทดสอบพบว่าตัวแปรอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีและ อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขายเป็นสองตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญใน m3 หรือคือ ตลาด SET ที่มีค่า Abnormal Return เป็นบวกที่ได้รวมตัวแปรทั้งสามตัวคือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี, อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเอาไว้ในการคำนวณทางสถิติ และมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกซึ่งขัดกับสมมุติฐานที่ได้ตั้งไว้

อย่างไรก็ตามไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญใน m2 หรือคือการทดสอบเฉพาะตลาด SET ที่มีค่า Abnormal Return ที่เป็นบวกและลบ รวมถึงตัวแปรทั้งสามตัวคือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี, อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด m8 หรือคือ การทดสอบเฉพาะตลาด MAI ที่มีค่า Abnormal Return ที่เป็นบวกและลบ รวมถึงตัวแปรทั้งสามตัวคือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี, อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด และ m9 หรือคือ การทดสอบเฉพาะตลาด MAI ที่มีค่า Abnormal Return ที่เป็นบวก รวมถึงตัวแปรทั้งสามตัวคือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี, อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด

ตาราง 4.2: แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี, อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขายและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดกับอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่ประกาศหลุดจากรายชื่อหลักทรัพย์ที่ติดเคชบาลานซ์

ผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return)

Variable	m1	m2	m3	m4	m5	m6	m7	m8	m9	m10	m11	m12
P/BV	-0.02	-0.02	0.29 ***	0.29 ***	0.29 ***	0.00	0.00	0.59	0.04	0.19	0.26	-1.20
Turnover Ratio	-0.79	-1.04	1.15	0.98	0.95	-1.18	-1.33	-0.17	-1.26	-1.31	-3.54	-2.59
Marketcap	0.39	0.40	1.23			1.29		-1.39	1.22		-4.38	
dum_set	-1.61											
set100	6.35	6.16	-1.62	1.12		2.39						
_cons	-4.84	-6.01	-17.78	8.31 ***	8.56 ***	-35.74	-8.01 **	27.37	-14.59	9.64 **	85.81	0.58
N	143.00	113.00	58.00	58.00	58.00	55.00	55.00	30.00	17.00	17.00	12.00	12.00
rss	39322.3 3	36139.3 3	6649.66	6727.60	6737.00	13724.2 7	13928.0 4	2974.10	808.37	820.47	620.43	740.28
F	0.83	0.97	2.97	3.78	5.73	0.63	0.91	0.28	1.02	1.52	0.94	0.60
r2	0.03	0.03	0.18	0.17	0.17	0.05	0.03	0.03	0.19	0.18	0.26	0.12
r2_a	-0.01	0.00	0.12	0.13	0.14	-0.03	0.00	-0.08	0.00	0.06	-0.02	-0.08

\*มีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 10%; \*\*มีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 5%; \*\*\*มีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 1%

จากการทดสอบพบว่าตัวแปรอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีเป็นเพียงตัวแปรเดียวที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญใน m3 หรือคือ ตลาด SET ที่มีค่า Abnormal Return เป็นบวกที่ได้รวมตัวแปรทั้งสามตัวคือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี, อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเอาไว้ในการคำนวณทางสถิติ และมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกซึ่งตรงกับสมมุติฐานที่ได้ตั้งไว้

อย่างไรก็ตามไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญใน m2 หรือคือ การทดสอบเฉพาะตลาด SET ที่มีค่า Abnormal Return ที่เป็นบวกและลบ รวมถึงตัวแปรทั้งสามตัวคือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี, อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด m8 หรือคือ การทดสอบเฉพาะตลาด MAI ที่มีค่า Abnormal Return ที่เป็นบวกและลบ รวมถึงตัวแปรทั้งสามตัวคือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี, อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด และ m9 หรือคือ การทดสอบเฉพาะตลาด MAI ที่มีค่า Abnormal Return ที่เป็นบวก รวมถึงตัวแปรทั้งสามตัวคือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี, อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาหลักทรัพย์ที่มีการประกาศรายชื่อติดเคชบาลานซ์ ของตลาดหลักทรัพย์ฯ จนกระทั่งหลุดจากเคชบาลานซ์ ตั้งแต่ในช่วงเดือนมกราคม 2554 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2556 โดยวิเคราะห์ข้อมูลตามแนวทางของการศึกษาเหตุการณ์ ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาเกณฑ์เคชบาลานซ์ ว่าส่งผลอย่างไรต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของมาตรการหรือไม่ เมื่อมีการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ติดเคชบาลานซ์จนกระทั่งหลุด ซึ่งในการศึกษาได้แบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 4 กลุ่มคือ 1.กลุ่มหลักทรัพย์ใน SET 2.กลุ่มหลักทรัพย์ใน MAI 3.กลุ่มหลักทรัพย์ใน SET 100 4.กลุ่มหลักทรัพย์ NON SET 100 เพื่อศึกษาว่าจะส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ มีความแตกต่างกันหรือไม่ และศึกษาว่าตัวแปรใดที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) ของหลักทรัพย์ที่ติดเคชบาลานซ์ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีจำนวนทั้งหมดเหตุการณ์ทั้งหมด 146 เหตุการณ์ โดยแบ่งออกเป็น

1. กลุ่มหลักทรัพย์ใน SET จำนวน 115 เหตุการณ์ แบ่งเป็น 2 กลุ่มคือ
  - SET 100 จำนวน 12 เหตุการณ์
  - NON SET100 จำนวน 103 เหตุการณ์
2. กลุ่มหลักทรัพย์ใน MAI จำนวน 31 เหตุการณ์

ผลการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ของตัวแปรพบว่าในช่วงประกาศเคชบาลานซ์พบว่าตัวแปรอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีและ อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขายเป็นสองตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญใน  $m_3$  หรือคือ ตลาด SET ที่มีค่า Abnormal Return เป็นบวกที่ได้รวมตัวแปรทั้งสามตัวคือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี, อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเอาไว้ในการคำนวณทางสถิติ และมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกซึ่งขัดกับสมมุติฐานที่ได้ตั้งไว้

ในช่วงหลักทรัพย์หลุดจากเคชบาลานซ์พบว่าตัวแปรอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีเป็นเพียงตัวแปรเดียวที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญใน  $m_3$  หรือคือ ตลาด SET ที่มีค่า Abnormal

Return เป็นบวกที่ได้รวมตัวแปรทั้งสามตัวคือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี, อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเอาไว้ในการคำนวณทางสถิติ และมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกซึ่งตรงกับสมมุติฐานที่ได้ตั้งไว้



## บรรณานุกรม

- ชาญยุทธ ศรีสวัสดิ์กุล. (2552). ความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์ที่มีอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายสูงกับอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ กรณีศึกษา: หลักทรัพย์ที่อยู่ในประกาศ *Turnover List* ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET), ปริญญาธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- นพพร ฉายแก้ว. (2553). การศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์การประกาศรายชื่อติดเกณฑ์เทิร์น โอเวอร์ลิสต์และแคชบาลานซ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ปริญญาธุรกิจมหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- Jantarakolica, T., Pakgarn, W., Wongkantarakorn, J., & Watakit, S. (2013). *Abnormal Return Determination of Turnover List Announcement in Stock Exchange of Thailand: a traditional Event Study Analysis VS. Event Based Panel Data Analysis*. Paper presented at the Conference on Interdisciplinary Business and Economics Research.
- Kahaboonsirihansa, W. (2009). *Effects of Turnover List and Cash Balance Regulations on Stock Returns and Turnovers in Thailand*. (The Degree of Master of Science in Finance ), Chulalongkorn University.
- Lertamphainont, A. (2012). *Impact of Turnover List and Cash Balance Announcement in Thailand*. (The Degree of Master of Science in Finance), Chulalongkorn University.
- Sachdev, S. (2010). *Stock Characteristic and the Turnover List* (The Degree of Master of Science in Finance), Chulalongkorn University.
- Thongyen, P., Taweetheeratham, T., Phatrawit, P., Rattanasomboon, K., & Keeviriyasakul, M. (2014). *Market Talk* (R. Department, Trans.): Asia Plus Securities.





รายละเอียดของหุ้น 105 ตัว (ไม่นับกรณีเหตุการณ์ซ้ำ) ที่ใช้ในการศึกษาวิจัย ได้แก่

- 1) บริษัท อาดามัส อินคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)(ADAM)
- 2) บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (AH)
- 3) บริษัท เอเชียช อินซูเลเตอร์จำกัด (มหาชน) (AI)
- 4) บริษัท จำกัดบริษัท แอปโซลูท อิมแพค จำกัด (มหาชน) (AIM)
- 5) บริษัท เอ.เจ.พลาสติก จำกัด (มหาชน) (AJ)
- 6) บริษัท เอกรัฐวิศวกรรม จำกัด (มหาชน) (AKR)
- 7) บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (ANAN)
- 8) บริษัท เอเชียช ไฟฟ์โตซูติกคอลส์ จำกัด (มหาชน) (APCO)
- 9) บริษัท อกริเพียว โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) (APURE)
- 10) บริษัท อควา คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (AQUA)
- 11) บริษัทเงินทุน กรุงเทพมหานคร จำกัด (มหาชน) (BFIT)
- 12) บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน) (BLAND)
- 13) บริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน) (BMCL)
- 14) บริษัท บรูกเคอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (BROOK)
- 15) บริษัท บิวเคอสมาร์ท จำกัด (มหาชน) (BSM)
- 16) บริษัท บางปะกง เทอร์มินอล จำกัด (มหาชน) (BTC)
- 17) บริษัท คอมพาสส์ อีสต์ อินดัสตรี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)(CEI)
- 18) บริษัท แคปปิตอล เอ็นจิเนียริง เน็ตเวิร์ค จำกัด (มหาชน) (CEN)
- 19) บริษัท คันทรี กรุ๊ป ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (CGD)
- 20) บริษัท ซี.ไอ.กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (CIG)
- 21) บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน) (CK)
- 22) บริษัท ไซเบอร์แพลนเน็ต อินเตอร์แอคทีฟ จำกัด (มหาชน) (CYBER)
- 23) บริษัท เต็มโก้ จำกัด (มหาชน) (DEMCO-W4)
- 24) บริษัท ไดมัท (สยาม) จำกัด (มหาชน) (DIMET)
- 25) บริษัท เอฟโวลูชั่น แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (E)
- 26) บริษัท อีเทอเนล เอนเนอจี จำกัด (มหาชน) (EE)
- 27) บริษัท อี ฟอร์ แอล เอ็ม จำกัด (มหาชน) (EFORL)
- 28) บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน) (EMC)
- 29) บริษัท ดี เอราวิ้น กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (ERW)
- 30) บริษัท อีสเทอร์น สตาร์ เรียด เอสเตท จำกัด (มหาชน) (ESTAR)
- 31) บริษัท เอเวอร์แลนด์ จำกัด (มหาชน) (EVER)
- 32) บริษัท แฟนชีวีดี อินดัสตรีส จำกัด (มหาชน) (FANCY)

- 33) บริษัท ฟินันซ่า จำกัด (มหาชน) (FNS)
- 34) บริษัท โฟกัส ดีเวลลอปเมนท์ แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) (FOCUS-W1)
- 35) บริษัท ฟอर्थ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (FORTH)
- 36) บริษัท โกลเบิ้ล โฮลดิ้ง แมนเนจเมนท์ จำกัด (มหาชน) (GBX)
- 37) บริษัท จำกัดเงินเนอรัล เอ็นจิเนียริง (มหาชน) (GEN)
- 38) บริษัทบริหารและพัฒนาเพื่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม จำกัด(มหาชน) (GENCO)
- 39) บริษัท จี เจ สตีล จำกัด (มหาชน) (GJS)
- 40) บริษัท แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (GOLD)
- 41) บริษัท แกรนด์ แอสเสท โฮเทลส์ แอนด์ พรอพเพอร์ตี้ จำกัด(มหาชน) (GRAND)
- 42) บริษัท จี สตีล จำกัด (มหาชน) (GSTEL)
- 43) บริษัท หาดทิพย์ จำกัด (มหาชน) (HTC)
- 44) บริษัท อินเตอร์เนชั่นเนลเอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน) (IEC)
- 45) บริษัท อินเทอร์เน็ตประเทศไทย จำกัด (มหาชน) (INET)
- 46) บริษัท โพลโค-ไทยน็อกซ์ จำกัด (มหาชน) (INOX)
- 47) บริษัท อีโนเว รับเบอร์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (IRC)
- 48) บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวล็อปเม้นต์ จำกัด (มหาชน) (ITD)
- 49) บริษัท จัสมิน เทเลคอม ซิสเต็มส์ จำกัด (มหาชน) (JTS)
- 50) บริษัท คาร์มาร์ท จำกัด (มหาชน) (KAMART)
- 51) บริษัท ไทยสา จำกัด (มหาชน) (KASET)
- 52) บริษัทกฤษดามหานคร จำกัด (มหาชน) (KMC)
- 53) บริษัท บัตรกรุงไทย จำกัด (มหาชน) (KTC)
- 54) บริษัท วิค แอนด์ สุกสันด์ จำกัด (มหาชน) (KWH)
- 55) บริษัทไลฟ์ อินคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (LIVE)
- 56) บริษัท ลิฟวิ่งแลนด์ แคลปิตอล จำกัด (มหาชน) (LL)
- 57) บริษัท ล็อกซ์เลย์ จำกัด (มหาชน) (LOXLEY)
- 58) บริษัท แอล.วี.เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) (LVT)
- 59) บริษัท แมกซ์ เมทัล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (MAX)
- 60) บริษัท เมโทรสตาร์ พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน) (METRO)
- 61) บริษัท ไมต้า แอสเซ็ท จำกัด (มหาชน) (MIDA)
- 62) บริษัท เอ็ม ลิงค์ เอเชีย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (MLINK)
- 63) บริษัท ไมต้า-เมดคาลิสท์ เอ็นเทอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) (MME)
- 64) บริษัท เอ็นอีพี อสังหาริมทรัพย์ และอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน) (NEP)
- 65) บริษัท นิปปอน แพ็ค(ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (NIPPON)

- 66) บริษัท เนชั่น มัลติมีเดีย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (NMG)
- 67) บริษัท อนุชาติรี จำกัด (มหาชน) (NUSA)
- 68) บริษัทเนาวรัตน์พัฒนาการ จำกัด (มหาชน) (NWR)
- 69) บริษัท โอเชียนกลาส จำกัด (มหาชน) (OGC)
- 70) บริษัท พีเออี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (PAE)
- 71) บริษัท แพนเอเชียฟู๊ดแวร์ จำกัด (มหาชน) (PAF)
- 72) บริษัทอั่งเปา แอทแอสท จำกัด (มหาชน) (PAO)
- 73) บริษัท พรีเมียร์เอ็นเตอร์ไพรซ์ จำกัด (มหาชน) (PE)
- 74) บริษัท เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน) (PLE)
- 75) บริษัท ปรีชากรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (PRECHA)
- 76) บริษัท ไรมอน แลนด์ จำกัด (มหาชน) (RAIMON)
- 77) บริษัท โรแยล ซีรามิก อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน) (RCI)
- 78) บริษัท ไรมอน แลนด์ จำกัด (มหาชน) (RML)
- 79) บริษัท อาร์พีซีจี จำกัด (มหาชน) (RPC)
- 80) บริษัท ซีฟโก้ จำกัด (มหาชน) (SEAFCO)
- 81) บริษัท สามารถ ไอ-โมบาย จำกัด (มหาชน) (SIM)
- 82) บริษัท โซลูชั่น คอนเนอรั (1998) จำกัด (มหาชน) (SLC)
- 83) บริษัท โซลาร์ตรอน จำกัด (มหาชน) (SOLAR)
- 84) บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน) (SPCG)
- 85) บริษัท สหวิยาสตีลอินดัสตรี จำกัด (มหาชน) (SSI)
- 86) บริษัท ทรัพย์ศรีไทย จำกัด (มหาชน) (SST)
- 87) บริษัท สตาร์ ซานิทารีแวร์ จำกัด (มหาชน) (STAR)
- 88) บริษัท ซุปเปอร์บล็อก จำกัด (มหาชน) (SUPER)
- 89) บริษัท ซินเท็ค คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) (SYNTEC)
- 90) บริษัท อุตสาหกรรมพรมไทย จำกัด (มหาชน) (TCMC)
- 91) บริษัท ไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน) (TFD)
- 92) บริษัท ไทยฟิล์มอินดัสตรี จำกัด (มหาชน) (TFI)
- 93) บริษัท ไทย-เยอรมัน โปรดัคส์ จำกัด (มหาชน) (TGPRO)
- 94) บริษัท ตงฮั่ว คอมมูนีเคชั่นส์ จำกัด (มหาชน) (TH)
- 95) บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน) (THCOM)
- 96) บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน) (TPOLY)
- 97) บริษัท ไทยบรรจุภัณฑ์และการพิมพ์ จำกัด (มหาชน) (TPP)
- 98) บริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (TRUE)

- 99) บริษัท ตรีซิกดีไฟฟ์ จำกัด (มหาชน) (TSF)
- 100) บริษัท ทีวี ไดเร็ก จำกัด (มหาชน) (TVD)
- 101) บริษัท ทีดับบลิวแซด คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (TWZ)
- 102) บริษัท ยูนิ เวนเจอร์ จำกัด (มหาชน) (UV)
- 103) บริษัท ศรีวิชัยเวชวิวัฒน์ จำกัด (มหาชน) (VIH)
- 104) บริษัท วินเทจ วิศวกรรม จำกัด (มหาชน) (VTE)
- 105) บริษัท เวฟ เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) (WAVE)

