“กฎ Uptick Rule 2567” มาตรการจำกัดการขายชอร์ตของไทยมีประสิทธิภาพหรือไม่?

“Uptick Rule 2024” Is Thailand’s Short-Selling Restriction Effective?

[a]กันต์กวี เรืองฤทธิ์, [a]ประสบโชค ตรียกูล, [a]ภูวิศ ณ พิบูลย์, [b]ผศ. ดร.ธนากร ลิขิตาภิวัฒน์

ภาคการธนาคารและการเงิน, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, กรุงเทพมหานครฯ, ประเทศไทย

[a] คณะผู้วิจัย [b] อาจารย์ที่ปรึกษา

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาประสิทธิผลของมาตรการ Uptick Rule ที่ประกาศใช้โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เมื่อวันที่ 1 กรกฎาคม 2567 ในฐานะกลไกชั่วคราวเพื่อรักษาเสถียรภาพของตลาดหุ้นไทย โดยใช้วิธีการเชิงประจักษ์แบบ Difference-in-Differences (DiD) เพื่อเปรียบเทียบคุณภาพของตลาดระหว่างกลุ่มหุ้นที่อยู่ภายใต้กฎเกณฑ์ดังกล่าวกับกลุ่มควบคุม โดยผลการวิเคราะห์พบว่า มาตรการ Uptick Rule ช่วยเพิ่มสภาพคล่องของตลาดอย่างมีนัยสำคัญ โดยค่าดัชนี Amihud illiquidity ลดลง และส่วนต่างราคาระหว่างการเสนอซื้อและเสนอขาย ทั้งเชิงสัมพัทธ์และเชิงสัมบูรณ์แคบลง สะท้อนถึงการปรับตัวของประสิทธิภาพการซื้อขาย อย่างไรก็ตาม การวัดความผันผวนด้วย Parkinson volatility กลับพบว่ามีระดับสูงขึ้นในช่วงที่บังคับใช้มาตรการ ซึ่งบ่งชี้ว่ามาตรการดังกล่าวยังไม่สามารถบรรลุเป้าหมายในการลดความผันผวนของตลาดได้อย่างมีประสิทธิผล โดยสรุปแล้วผลการศึกษานี้มีความสำคัญเชิงนโยบาย เนื่องจากให้หลักฐานเชิงประจักษ์แก่หน่วยงานกำกับดูแลและผู้กำหนดนโยบายสำหรับการประเมินประสิทธิผลของมาตรการกำกับการขายชอร์ตในอนาคต ตลอดจนเป็นแนวทางในการออกแบบเครื่องมือกำกับดูแลที่สร้างสมดุลระหว่างการส่งเสริมสภาพคล่องและการรักษาเสถียรภาพของตลาดทุนไทย

ABSTRACT

This paper examines the effectiveness of the Uptick Rule, introduced by the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC) on July 1, 2024, as a temporary mechanism to maintain stability in the Thai stock market. Using a Difference-in-Differences (DiD) approach, we compare market quality between stocks subject to the rule and a control group. Our empirical findings indicate that the Uptick Rule significantly improves market liquidity, as evidenced by a decline in the Amihud illiquidity measure and narrower bid-ask spreads in both relative and absolute terms, reflecting more efficient trading. However, volatility measured by Parkinson volatility increases during the implementation period, suggesting that the rule falls short of its objective to effectively reduce market volatility. These findings have important policy implications by providing empirical evidence for regulators and policymakers to evaluate the effectiveness of short-selling restrictions in the future, as well as guidance for designing regulatory tools that balance liquidity provision with market stability in the Thai capital market.

---

1. บทนำ

ตลอดทศวรรษที่ผ่านมา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ได้ให้ความสำคัญกับการออกแบบกฎเกณฑ์และมาตรการกำกับดูแลเพื่อรักษาเสถียรภาพของตลาดทุน โดยเฉพาะมาตรการควบคุมการขายชอร์ต (short selling) ที่มุ่งลดความผันผวนและป้องกันพฤติกรรมที่อาจนำไปสู่การบิดเบือนราคาหลักทรัพย์ ทั้งนี้ การขายชอร์ตคือการขายหลักทรัพย์ที่ผู้ขายยังไม่ได้ถือครอง โดยคาดหวังว่าจะซื้อคืนในราคาที่ต่ำกว่าในอนาคต กลไกนี้เปิดโอกาสให้นักลงทุนแสดงมุมมองเชิงลบ และมีบทบาทสำคัญต่อกระบวนการค้นพบราคาและการเพิ่มสภาพคล่องในตลาดทุน (Diamond & Verrecchia, 1987; Boehmer, Huszar & Jordan, 2013) อย่างไรก็ตาม กลไกดังกล่าวก็เป็นที่ถกเถียงมายาวนาน โดยบางฝ่ายมองว่าการขายชอร์ตอาจถูกใช้บ่อนทำลายราคาอย่างไม่เป็นธรรมและเพิ่มความผันผวน โดยเฉพาะในช่วงวิกฤต (Culp & Heaton, 2008; ESMA, 2024) โดยล่าสุดได้มีการบังคับใช้กฎ Uptick Rule ในวันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2567 ซึ่งกำหนดให้การขายชอร์ตสามารถทำได้เฉพาะเมื่อราคาขายสูงกว่าราคาซื้อขายครั้งล่าสุดเท่านั้น ซึ่งเป็น Uptick Rule ที่คล้ายกับ Rule 10a-1 ของสหรัฐฯ ก่อนปี 2550 ซึ่งการประยุกต์ใช้กฎนี้มีความแตกต่างกันไป โดยแบ่งตามประเภทของหลักทรัพย์ หุ้นในดัชนี และ SET100 โดยที่หุ้นเหล่านี้ยังคงมีคุณสมบัติในการขายชอร์ตภายใต้ Uptick Rule ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาก่อนหน้าว่า 97% ของมูลค่าการขายชอร์ตกระจุกตัวอยู่ในหุ้น SET100 (SET,2025) ส่วนหุ้นนอก SET100 จะสามารถขายชอร์ตได้ก็ต่อเมื่อเป็นไปตามเกณฑ์สามข้อที่กำหนดอย่างเคร่งครัดดังนี้ 1.มูลค่าตลาดเฉลี่ย ⩾ 7,500 ล้านบาท (คำนวณจากค่าเฉลี่ย 3 เดือนก่อนนโยบาย) 2. อัตราหมุนเวียนซื้อขาย (Turnover) เฉลี่ย ⩾ 2% 3. Free float เฉลี่ย ⩾ 20% ในขณะที่หุ้นนอก SET100 ที่ไม่เป็นไปตามเกณฑ์อย่างน้อยหนึ่งข้อจากสามข้อข้างต้น จะถูกห้ามการขายชอร์ตโดยสมบูรณ์ ซึ่งสร้างความแตกต่างที่ชัดเจนสำหรับหุ้นกลุ่มควบคุม ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อหุ้นที่มีความเปราะบางเหล่านี้ แม้มาตรการดังกล่าวมุ่งสร้างเสถียรภาพในระยะสั้น แต่อาจก่อให้เกิดผลกระทบต่อประสิทธิภาพของตลาดในระยะยาว โดยเฉพาะกระบวนการค้นพบราคา (price discovery) และคุณภาพตลาด (market quality) ซึ่งถือเป็นหัวใจสำคัญของตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ งานวิจัยในตลาดเกิดใหม่ยังมีไม่มากนัก

งานวิจัยในตลาดพัฒนาแล้วหลายชิ้นพบว่ามาตรการควบคุมการขายชอร์ตส่งผลกระทบด้านลบต่อคุณภาพตลาด เช่น Boehmer, Jones และ Zhang (2013) วิเคราะห์การแบน short ในหุ้นกลุ่มการเงินของสหรัฐฯ ช่วงปี 2008 และพบว่าส่วนต่างราคากว้างขึ้น สภาพคล่องลดลง และไม่พบหลักฐานว่าราคาฟื้นตัว ขณะที่ ESMA (2024) ศึกษาการแบน short ในยุโรปช่วง COVID-19 และพบว่าสภาพคล่องลดลงอย่างชัดเจน แม้ความผันผวนจะลดลงเพียงเล็กน้อย ในอีกด้านหนึ่ง Diether, Lee และ Werner (2009) พบว่าการยกเลิก Uptick Rule ทำให้นักลงทุนทำธุรกรรมได้เร็วขึ้น แต่ไม่ได้เปลี่ยนแปลงเสถียรภาพของตลาดอย่างมีนัยสำคัญ และ Ma, Muravyev และ Zhao (2023) ยังพบว่าการยกเลิก Uptick Rule ช่วยลดการกำหนดราคาที่ผิดพลาด (mispricing) และทำให้ตลาดตอบสนองต่อข้อมูลเร็วขึ้น ในบริบทของตลาดเกิดใหม่ เช่น จีน Chang, Cheng และ Yu (2007) พบว่าข้อจำกัดการขายชอร์ตทำให้ราคาหุ้นถูกประเมินค่าสูงเกินจริง โดยเฉพาะในหุ้นที่มีความไม่แน่นอนสูง ขณะที่ Li, Liu และ Zhang (2022) แสดงให้เห็นว่าการเปิดเสรี short selling ช่วยลดอำนาจการควบคุมของผู้ถือหุ้นใหญ่ และเพิ่มวินัยทางการเงินในองค์กร สำหรับกรณีประเทศไทย Tanakorn Likitapiwat และ Sirimon Treepongkaruna (2022) ศึกษาการบังคับใช้ Uptick Rule ในช่วง COVID-19 และพบว่าคุณภาพตลาดแย่ลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยปริมาณการซื้อขายลดลง ส่วนต่างราคาเสนอซื้อขาย (bid–ask spread) กว้างขึ้น และไม่สามารถลดความผันผวนของราคาหุ้นได้ตามเป้าหมาย แม้การขายชอร์ตจะมีบทบาทสำคัญในการเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดทุน แต่การควบคุมหรือจำกัดกลไกนี้อาจส่งผลกระทบเชิงลบที่ไม่ตั้งใจ โดยเฉพาะในด้านสภาพคล่องและกระบวนการค้นพบราคา (Bris, Goetzmann & Zhu, 2007) ซึ่งถือเป็นกลไกหลักในการส่งผ่านข้อมูลเข้าสู่ราคาหลักทรัพย์ ตลาดที่มีข้อจำกัดในการขายชอร์ตมักมีการกำหนดราคาผิดพลาดและตอบสนองต่อข่าวช้ากว่าตลาดเสรี ขณะที่ Saffi และ Sigurdsson (2011) วิเคราะห์ข้อมูลหลายประเทศและพบว่าตลาดที่เปิดเสรีด้าน short selling มีสภาพคล่องสูงกว่าและมี bid-ask spread แคบกว่าตลาดที่มีข้อจำกัดอย่างชัดเจน

ในกรณีของประเทศไทย การบังคับใช้ Uptick Rule เมื่อเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2567 ถือเป็นมาตรการควบคุมบางส่วน (partial ban) ไม่ใช่การห้ามขายชอร์ตโดยสมบูรณ์ ซึ่งแตกต่างจากมาตรการในประเทศอื่น เช่น การแบน short selling ชั่วคราวในยุโรปช่วง COVID-19 ESMA,(2024) หรือการแบนหุ้นกลุ่มการเงินในสหรัฐฯ ปี 2008 Boehmer et al., (2013) ทั้งนี้ Diether et al. (2009) ชี้ว่ามาตรการแบบนี้สามารถจำกัดพฤติกรรมของนักลงทุนได้จริง โดยเฉพาะในหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำ และอาจลดบทบาทของ short sellers ในการสะท้อนข้อมูลเชิงลบผ่านราคาหุ้น ยิ่งไปกว่านั้น ตลาดหุ้นไทยยังมีลักษณะเฉพาะที่สำคัญ ได้แก่ โครงสร้างการซื้อขายแบบ pure limit order book Likitapiwat, (2016) การไม่มี market maker ที่ทำหน้าที่ดูแลสภาพคล่องและมีสัดส่วนนักลงทุนรายย่อยสูงกว่าตลาดพัฒนาแล้วอย่างมาก โดยมีสัดส่วนถึง 97% (SET, 2025) ซึ่งทำให้ความเสี่ยงจากมาตรการดังกล่าวอาจมีผลกระทบรุนแรงกว่าที่เคยพบในประเทศพัฒนาแล้ว โดยเฉพาะในหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำหรือมีความผันผวนสูง

โดยถึงแม้ว่างานวิจัยจำนวนมากได้ตรวจสอบผลกระทบของข้อจำกัดการขายชอร์ตต่อคุณภาพตลาด แต่ยังขาดการศึกษาเชิงลึกที่วิเคราะห์ผลกระทบเชิงสาเหตุของกฎ Uptick Rule ต่อ Amihud illiquidity, Parkinson volatility และ relative/absolute bid–ask spread โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่อย่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) งานวิจัยส่วนใหญ่ที่ผ่านมาใช้ตัวชี้วัดทั่วไป เช่น ส่วนต่างราคาเสนอซื้อ–ขาย (quoted spreads, effective spreads), ปริมาณการซื้อขาย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทน ขณะที่มาตรการวัดเชิงจุลภาคที่เป็นมาตรฐานในวรรณกรรมโครงสร้างตลาด (market microstructure) อย่าง Amihud illiquidity และ Parkinson volatility กลับยังไม่ถูกนำมาใช้วิเคราะห์อย่างแพร่หลายในบริบทของการเปลี่ยนแปลงกฎ Uptick Rule ที่เคยบังคับใช้ในอดีต ในทำนองเดียวกัน งานวิจัยของ Likitapiwat และ Treepongkaruna (2022) ได้ศึกษาประสิทธิผลของมาตรการ Uptick Rule ที่ประกาศใช้ในช่วงปี 2019–2020 ระหว่างการแพร่ระบาดของโควิด-19 และพบว่าการบังคับใช้กฎดังกล่าวส่งผลให้คุณภาพตลาดลดลง ไม่ว่าจะเป็นปริมาณการซื้อขายที่หดตัว ส่วนต่างราคาเสนอซื้อ–ขายที่กว้างขึ้น และความผันผวนที่ไม่สามารถลดลงได้ตามเป้าหมาย ซึ่งสะท้อนว่ามาตรการที่ออกแบบมาเพื่อสร้างเสถียรภายระยะสั้นอาจก่อให้เกิดผลข้างเคียงเชิงลบต่อประสิทธิภาพตลาดในระยะยาว อย่างไรก็ตาม ยังไม่มีงานใดที่ขยายการวิเคราะห์ไปสู่ตัวชี้วัดอย่าง Amihud illiquidity, Parkinson volatility และ relative/absolute bid–ask spread ภายใต้การบังคับใช้กฎ Uptick Rule ล่าสุดในปี 2567 ซึ่งมีความสำคัญอย่างยิ่งในการทำความเข้าใจผลกระทบเชิงนโยบายในตลาดเกิดใหม่ที่มีสัดส่วนนักลงทุนรายย่อยสูงเช่นประเทศไทยอย่างรอบด้าน

2. เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การขายชอร์ตมีบทบาทสำคัญหลายประการต่อประสิทธิภาพของตลาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการนำข้อมูลเชิงลบเข้าสู่ราคาหุ้น (Boehmer and Wu, 2008; Beber and Pagano, 2013; Diamond and Verrecchia, 1987;Spolaore and Le Moign, 2024) ผู้ขายชอร์ตมักเป็นนักลงทุนที่มีข้อมูลและสามารถระบุบริษัทที่ประเมินค่าสูงเกินไปได้ (Boehmer, Jones, and Zhang, 2013) ดังนั้นการจำกัดการขายชอร์ตอาจทำให้ข้อมูลเชิงลบเข้าสู่ราคาช้าลง ซึ่งส่งผลต่อประสิทธิภาพด้านข้อมูลของตลาดโดยตรง (Boehmer, Jones, and Zhang, 2009/2013) นอกจากนี้การห้ามขายชอร์ตอาจลดสภาพคล่องโดยรวม และเพิ่มความเสี่ยงของการประเมินค่าหุ้นที่สูงเกินไปได้ เนื่องจากนักลงทุนที่มองโลกในแง่ลบไม่สามารถแสดงความคิดเห็นผ่านการขายชอร์ตได้ (Miller, 1977;Spolaore and Le Moign, 2024) ตามวัตถุประสงค์ของ ก.ล.ต. ไทย กฎ Uptick Rule ปี 2567 มีเป้าหมายเพื่อ ป้องกันการปั่นราคาหุ้นและลดความผันผวนของตลาด รวมถึงสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนและสร้างเสถียรภาพโดยรวมของตลาด อย่างไรก็ตาม งานวิจัยจำนวนมากชี้ว่าการขายชอร์ตมีบทบาทสำคัญในการ เพิ่มประสิทธิภาพของตลาด โดยการช่วย "ค้นพบราคา" และ "เพิ่มสภาพคล่อง" (Boehmer and Wu, 2008; Beber and Pagano, 2013; Diamond and Verrecchia, 1987; Spolaore and Le Moign, 2024) ซึ่งสะท้อนถึง trade-off ระหว่าง "เสถียรภาพ" และ "ความเชื่อมั่น" ก่อนหน้าการใช้กฎ Uptick Rule ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการใช้กฎ "Zero-Plus Tick Rule" สำหรับการขายชอร์ต ซึ่งอนุญาตให้ขายชอร์ตได้ที่ราคาซื้อขายสุดท้าย หรือสูงกว่า กลไกนี้ทำให้การขายชอร์ตทำได้ยากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงตลาดขาลงที่แรงขายมักมีมากกว่าแรงซื้อ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเคยนำกฎ Uptick Rule มาใช้เป็นการชั่วคราวตั้งแต่วันที่ 13 มีนาคม 2563 และต่ออายุถึง 30 กันยายน 2563 ในช่วงที่ตลาดหุ้นไทยประสบความผันผวนสูงจากสถานการณ์ COVID-19 โดยตลาดหลักทรัพย์ระบุว่าการใช้มาตรการดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อ สร้างเสถียรภาพ ลดความผันผวน และเสริมสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุน การตัดสินใจนำกฎ Uptick Rule กลับมาใช้ในปี 2567 ในทั้งตลาดสืบเนื่องจากประสบการณ์ในอดีตที่พบว่ามูลค่าการขายชอร์ตปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยที่กฎ Uptick Rule จะมีความเข้มงวดกว่า Zero-plus tick ในส่วนที่ Uptick Rule อนุญาติให้ชอร์ตเมื่อราคาหุ้นลดลงเกินเกณฑ์ที่กำหนด คือลดลงเท่ากับหรือมากกว่า X% จากราคาปิดของวันก่อนหน้า

ในบริบทการศึกษาการแบนการขายชอร์ตในต่างประเทศ (Boehmer, Jones, and Zhang 2009) พบว่ากิจกรรมการขายชอร์ตลดลงอย่างมีนัยสำคัญประมาณ 77% ในหุ้นที่ถูกห้าม มากไปกว่านั้นตลาดยังประสบปัญหาคุณภาพที่ลดลงอย่างรุนแรง โดยวัดจาก Bid-Ask Spreads ที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และ Price Impacts ที่สูงขึ้น ผู้ขายชอร์ตที่ยังคงดำเนินการได้ ส่วนใหญ่เป็น Market-makers ที่คาดค่าได้รับการยกเว้น นอกจากนี้ ความผันผวนของราคายังเพิ่มขึ้นอีกด้วย ในมิติด้านราคาหุ้น การแยกผลกระทบจากการห้ามขายชอร์ตออกจากข่าวที่เกิดขึ้นพร้อมกันเป็นเรื่องยาก แต่สำหรับหุ้นที่ถูกเพิ่มเข้าในรายการห้ามในภายหลัง ซึ่งมีผลกระทบจากข่าวอื่นๆ น้อยกว่ากลับไม่แสดงการเพิ่มขึ้นของราคา และมีผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ถูกห้าม ในช่วงวิกฤตตลาดที่เกี่ยวข้องกับ COVID-19 ในเดือนมีนาคม 2563 หลายประเทศในยุโรปได้นำมาตรการห้ามขายชอร์ตแบบครอบคลุมตลาดมาใช้ งานวิจัยของ (Spolaore and Le Moign 2024) ได้วิเคราะห์ผลกระทบของการห้ามขายชอร์ตเหล่านี้ ผลการศึกษาพบว่าสภาพคล่องของตลาดลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดย Bid-Ask Spreads เพิ่มขึ้น 8% และ Amihud illiquidity indicator เพิ่มขึ้น 5.8% นอกจากนี้ ปริมาณการซื้อขายยังลดลง 14.9% ที่น่าสังเกตคือ ผลกระทบเชิงลบต่อสภาพคล่องยังคงอยู่แม้หลังจากยกเลิกการห้ามแล้ว ในด้านความผันผวน การห้ามขายชอร์ตนำไปสู่การลดลงของความผันผวน 8.4% ซึ่งบ่งชี้ว่ามาตรการนี้บรรลุวัตถุประสงค์ของนโยบายในการสร้างเสถียรภาพการเคลื่อนไหวของราคา อย่างไรก็ตาม การศึกษาไม่พบหลักฐานว่ามาตรการนี้สนับสนุนหรือทำลายราคาหุ้นที่ถูกห้ามในช่วงเวลาที่บังคับใช้ ผลกระทบเชิงลบต่อสภาพคล่องยังเด่นชัดขึ้นสำหรับหุ้นขนาดใหญ่ หุ้นที่มีการกระจายตัวสูง และหุ้นที่มีอนุพันธ์ที่จดทะเบียน

อย่างไรก็ตามงานวิจัยของ Likitapiwat and Treepongkaruna (2022) ที่ศึกษาการใช้กฎ Uptick Rule ชั่วคราวของไทยในปี 2563 กลับพบผลลัพธ์ในทิศทางที่ไม่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ การศึกษาพบว่ากฎ Uptick ทำให้คุณภาพตลาดแย่ลง โดยมี Bid-Ask Spreads ที่สูงขึ้น ความลึกของตลาดลดลง และความไม่สมดุลของคำสั่ง นอกจากนี้ ยังพบว่าความผันผวนที่เพิ่มขึ้น ในช่วงที่มีการจำกัด และมีผลตอบแทนเชิงลบในช่วงวันประกาศ การศึกษานี้สรุปว่าการบังคับใช้กฎดังกล่าวเพิ่มต้นทุนการซื้อขายและผลกระทบต่อราคา ซึ่งบ่งชี้ว่าประสิทธิผลของมาตรการยังไม่ชัดเจนในการบรรลุวัตถุประสงค์ที่ระบุไว้

ความแตกต่างระหว่างเหตุผลในการนำมาตรการกลับมาใช้กับหลักฐานเชิงประจักษ์ดังกล่าวก่อให้เกิดคำถามว่าเหตุใดตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงตัดสินใจนำกฎ Uptick Rule กลับมาใช้ในปี 2567 ทำให้การประเมินประสิทธิภาพของกฎ Uptick Rule ของ ก.ล.ต. ในปี 2567 ต้องพิจารณาในบริบทของการเปลี่ยนแปลงกฎ Uptick Rule ในตลาดอย่างครอบคลุม การศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งเติมเต็มช่องว่างดังกล่าว โดยตรวจสอบผลกระทบเชิงสาเหตุของการนำกฎ Uptick Rule ปี 2567 ที่กลับมาใช้อีกครั้ง และประเมินผลต่อประสิทธิภาพของตลาดทุนไทยอย่างรอบด้าน

3. ข้อมูลและแนวทางการทำวิจัย

3.1. ข้อมูลและกลุ่มตัวอย่าง

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ได้มาจากฐานข้อมูล Datastream ซึ่งให้บริการโดย London Stock Exchange Group (LSEG) โดยเป็นฐานข้อมูลที่ให้บริการข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ในระดับรายวัน และครอบคลุมหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ตัวแปรที่นำมาใช้ประกอบการวิเคราะห์ได้แก่ ข้อมูลรายวันดังต่อไปนี้ (1) มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) วัดขนาดของบริษัท โดยใช้ราคาหุ้นคูณกับจำนวนหุ้นที่จดทะเบียน และทำการแปลงค่าให้อยู่ในรูปของลอการิทึมธรรมชาติในการวิเคราะห์เชิงเศรษฐมิติ (2) อัตราการหมุนเวียนการซื้อขาย (Turnover Ratio) วัดโดยปริมาณการซื้อขายหารด้วยจำนวนหุ้นที่จดทะเบียน เพื่อใช้เป็นตัวแทนของสภาพคล่องเชิงปริมาณ (3) สัดส่วนการถือครองโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) ใช้เป็นตัวแทนของโครงสร้างการถือหุ้นและระดับการกระจุกตัวของผู้ลงทุน (4) ราคาสูงสุดและราคาต่ำสุดในแต่ละวัน (Daily High–Low Price) ใช้ในการคำนวณมาตรวัดความผันผวนของราคา เช่น Parkinson volatility (5) ปริมาณการซื้อขาย (Trading Volume) ใช้เป็นอีกหนึ่งตัวแทนของสภาพคล่องและความเคลื่อนไหวของตลาด (6) ราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย (Bid–Ask Prices) ใช้ในการคำนวณตัวชี้วัด Bid-Ask Spread ทั้งในรูปแบบสัมบูรณ์ (Absolute Spread) และสัมพัทธ์ (Relative Spread) (7) ปริมาณการซื้อขายรายวัน (Daily Volume) ใช้เป็นข้อมูลสนับสนุนในการประเมินกิจกรรมการซื้อขายและสภาพคล่องของหลักทรัพย์

การศึกษานี้ครอบคลุมข้อมูลตั้งแต่วันที่ 30 มิถุนายน 2566 ถึงวันที่ 2 กรกฎาคม 2568 โดยช่วงเวลาดังกล่าวถูกกำหนดขึ้นเพื่อเปรียบเทียบลักษณะของตลาดทุนไทยทั้งก่อนและหลังการเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ที่สำคัญเกี่ยวกับการขายชอร์ต (กฎ Uptick Rule) ณ วันที่ 1 กรกฎาคม 2567 เป็นต้นไป และเพื่อให้การวิเคราะห์มีความน่าเชื่อถือและสามารถตรวจสอบความสอดคล้องของผลลัพธ์ได้ การศึกษาได้กำหนดช่วงเวลาเปรียบเทียบ (event windows) ออกเป็นสองกรอบเวลา ดังนี้ (1) ช่วงเวลาเปรียบเทียบ 1 ปีก่อนและหลังเหตุการณ์ (1.1) ช่วงก่อนเหตุการณ์ (Pre-event period): 30 มิถุนายน 2566 – 30 มิถุนายน 2567 (1.2) ช่วงหลังเหตุการณ์ (Post-event period): 1 กรกฎาคม 2567 – 2 กรกฎาคม 2568*** และ (2) ช่วงเวลาเปรียบเทียบ 3 เดือนก่อนและหลังเหตุการณ์ (2.1) ช่วงก่อนเหตุการณ์ (Pre-event period): 1 เมษายน 2567 – 30 มิถุนายน 2567 (2.2) ช่วงหลังเหตุการณ์ (Post-event period): 1 กรกฎาคม 2567 – 30 กันยายน 2567

การศึกษานี้พิจารณาเฉพาะ หุ้นสามัญ (Common Stocks) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยได้ทำการคัดกรองและตัดหลักทรัพย์ประเภทอื่นที่ไม่เกี่ยวข้องออกจากกลุ่มตัวอย่าง เช่น กองทุนรวม (ETFs), กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REITs), ใบแสดงสิทธิการฝากหลักทรัพย์ (Depositary Receipts; DRs) และใบสำคัญแสดงสิทธิ (Warrants) เนื่องจากหลักทรัพย์ดังกล่าวมีลักษณะเฉพาะที่แตกต่างจากหุ้นสามัญ และอาจก่อให้เกิดความบิดเบือนในการวัดสภาพคล่องและความผันผวนของตลาด

*** หมายเหตุ: ตั้งแต่วันที่ 16 เมษายน 2568 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ปรับนโยบายการขายชอร์ต โดยจำกัดให้สามารถขายชอร์ตได้เฉพาะหุ้นในกลุ่ม SET100 เพื่อควบคุมความผันผวนและเพิ่มเสถียรภาพของตลาด (SET, 2568)

นอกจากนี้ การศึกษาได้ตัดหุ้นในกลุ่ม SET100 ซึ่งเป็นหุ้นขนาดใหญ่ที่มีสภาพคล่องสูงและหุ้นในกลุ่ม Penny Stocks ซึ่งเป็นหุ้นขนาดเล็กที่มีราคาตลาดต่ำออกจากกลุ่มตัวอย่าง เพื่อป้องกันไม่ให้ผลลัพธ์ถูกครอบงำโดยลักษณะเฉพาะของหุ้นกลุ่มดังกล่าว ส่งผลให้กลุ่มตัวอย่างหลังตัดหุ้นตัวใหญ่และเล็กมีขนาดสุทธิ 412 หุ้นจากทั้งหมด 690 หุ้น แบ่งเป็นกลุ่มทดลอง 81 หุ้น ตัวและกลุ่มควบคุม 331 หุ้น ซึ่งเกณฑ์ที่ใช้ในการคัดหุ้นเข้ากลุ่มทดลองนั้นประกอบไปด้วย มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมากกว่าหรือเท่ากับ 7,500 ล้านบาท, อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายมากกว่าหรือเท่ากับ 2 เปอร์เซ็นท์, และสัดส่วนการถือครองโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยมากกว่าหรือเท่ากับ 20 เปอร์เซ็นท์

ท้ายที่สุด คณะผู้วิจัยได้มีการทำการทดสอบการจับคู่ระหว่างหุ้นกลุ่มทดลองและควบคุม โดยยึดจากค่าเฉลี่ย Daily Turnover ก่อน-หลังประกาศใช้นโยบาย 1 ปี ที่มีขนาดใกล้กันของหุ้นทั้งสองกลุ่ม เพื่อวัดเทียบหุ้นที่มีลักษณะใกล้เคียงกัน โดยผลการจับคู่มีขนาดกลุ่มตัวอย่างสุทธิที่ 157 หุ้น (เมื่อจับคู่โดยใช้ค่าเฉลี่ย daily turnover 1 ปี) แบ่งเป็นกลุ่มทดลอง 81 ตัว และกลุ่มควบคุม 76 ตัว

3.2. การวัดคุณภาพตลาด, ความผันผวน, และสภาพคล่อง

ในการวัดคุณภาพตลาด คณะผู้วิจัยได้ใช้ Absolute Bid–Ask Spread เป็นมาตรวัดความแตกต่างระหว่างราคาขาย (Ask) และราคาซื้อ (Bid) ของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง โดยสะท้อนถึงต้นทุนการทำธุรกรรมเชิงมูลค่าที่ผู้ลงทุนต้องเผชิญจากส่วนต่างของราคาเสนอซื้อและเสนอขาย คำนวณได้จากสมการ

$$ABS_{i,t} = Ask_{i,t} - Bid_{i,t} \quad (1)$$

โดยที่ $Ask_{i,t}$ และ $Bid_{i,t}$ คือ ราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายของหุ้น i ณ ช่วงเวลา t ตามลำดับ

และในขณะเดียวกัน เพื่อให้สามารถเปรียบเทียบระดับสภาพคล่องระหว่างหุ้นที่มีระดับราคาต่างกันได้อย่างเหมาะสม คณะผู้วิจัยได้ใช้ Relative Bid–Ask Spread ซึ่งเป็นการปรับขนาดของ Absolute Spread ให้สัมพันธ์กับระดับราคาของหลักทรัพย์ โดยมีสูตรคำนวณดังนี้ (Huang & Stoll, 1996; Stoll, 2000; Lesmond, 2005)

$$RBS_{i,t} = (Ask_{i,t} - Bid_{i,t}) \; / \left(\frac{Ask_{i,t} + Bid_{i,t}}{2} \right) \quad (2)$$

โดยที่ $Ask_{,t}$ และ $Bid_{i,t}$ คือ ราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายของหุ้น i ณ ช่วงเวลา t ตามลำดับ

นอกจากนี้ ทางคณะผู้วิจัยได้เล็งเห็นว่าการวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์เป็นสิ่งสำคัญ โดยใช้มาตรวัด Parkinson (1980) วัดความผันผวนรายวันซึ่งใช้ข้อมูลราคาสูงสุดและราคาต่ำสุดของวัน (high–low price) เพื่อให้สามารถประเมินความผันผวนของราคาได้อย่างแม่นยำ สามารถคำนวนได้จากสูตร

$$Vol_{i,t} = \frac{1}{\sqrt{4\ln(2)}} \bullet \ln\left(\frac{High_{i,t}}{Low_{i,t}} \right) \quad (3)$$

โดยที่ $High_{i,t}$ และ $Low_{i,t}$ คือ ราคาสูงสุดและต่ำสุดของหุ้น i ณ ช่วงเวลา t ตามลำดับ

ท้ายที่สุด การศึกษานี้ยังได้มีการวัดสภาพคล่องโดยใช้ Amihud Illiquidity Measure (Amihud, 2002) ซึ่งสะท้อนถึงผลกระทบของปริมาณการซื้อขายต่อการเปลี่ยนแปลงของราคา คำนวณได้จากสูตร

$$Amihud_{i,t} = \frac{|R_{i,t}|}{Volume_{i,t}} \quad (4)$$

โดยที่ $R_{i,t}$ คือผลตอบแทนของหุ้น i ณ ช่วงเวลา t และ $Volume_{i,t}$ คือปริมาณการซื้อขายของหุ้น i ณ ช่วงเวลา t ในช้วงเวลาเดียวกัน

3.3. วิธีการดำเนินการวิจัย

กฎการห้ามขายชอร์ตแบบ Uptick Rule ส่งผลกระทบเฉพาะกับกลุ่มหุ้นบางกลุ่มในตลาดเท่านั้น เนื่องมาจากหุ้นกลุ่มที่ได้รับผลกระทบยังได้รับอนุญาตให้ขายชอร์ตได้ภายใต้ข้อจำกัดของกฎดังกล่าว ขณะที่หุ้นกลุ่มอื่นไม่ได้รับอนุญาตให้ขายชอร์ตเลย ดังนั้น ข้อจำกัดชั่วคราวนี้จึงเป็นแรงกระตุ้นจากภายนอก (exogenous shock) ที่เหมาะสมสำหรับการทดลองเชิง เพื่อทดสอบสมมติฐานว่า กฎ Uptick Rule ส่งผลกระทบต่อคุณภาพของตลาดหรือไม่ โดยใช้วิธีการเปรียบเทียบความแตกต่างสองระดับ (difference-in-difference method) ดังนี้:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Post_{i,t} + \beta_2 Treat_{i,t} + \beta_3 Post_{i,t} * Treat_{i,t} + \beta_4 MarketCap_{i,t} + \beta_5 Turnover_{i,t} + \beta_6 IndustryDummy_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

โดยที่

$Y_{i,t}$ คือ ตัวแทน (proxy) ของ Amihud, Relative Bid Ask Spread, Absolute Bid Ask Spread, และ Parkinson volatility สำหรับหุ้นตัวที่ i ในวันที่ t

$Post_{i,t}$ คือ ตัวแปรจำลอง (dummy variable) ที่มีค่าเท่ากับ 1 สำหรับข้อมูลตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม 2567

$Treated_{i,t}$ คือ ตัวแปรจำลองที่มีค่าเท่ากับ 1 สำหรับหุ้นในกลุ่มทดลอง (treatment group) และ 0 สำหรับหุ้นในกลุ่มควบคุม (Control)

และเพื่อป้องกันความลำเอียงจากตัวแปรที่อาจตกหล่น (omitted variable bias) ทางคณะวิจัยจึงใส่ตัวแปรขนาดบริษัท (Marketcap), อัตราการหมุนเวียนหุ้น (turnover) และตัวแปรจำลองอุตสาหกรรม (industry dummy) ดังนี้

Market $cap_{i,t}$ คือ ขนาดบริษัท วัดโดยการนำค่าลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์

$Turnover_{i,t}$ คือ จำนวนหุ้นซื้อขายในแต่ละวันหารด้วยจำนวนหุ้นจดทะเบียน (outstanding shares)

Industry $Dummy_{i,t}$ คือ ตัวแปร dummy สำหรับอุตสาหกรรมซึ่งเพิ่มเข้ามาเพื่อควบคุมผลกระทบของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ (firm fixed effect)

โดยค่าสัมประสิทธิ์ β_3 คือ ตัวแปรที่คณะผู้วิจัยให้ความสนใจเป็นหลัก เนื่องจากเป็นตัวประมาณค่าของผลกระทบสุทธิ (treatment effect) ตามกรอบวิธีการวิเคราะห์แบบ Difference-in-Differences (DiD) กล่าวคือ β_3 สะท้อนถึงความแตกต่างของการเปลี่ยนแปลงในค่าตัวแปรตาม $Y_{i,t}$ (เช่น Amihud illiquidity, Relative Bid-Ask Spread, Absolute Bid-Ask Spread, และ Parkinson volatility) ของหุ้นในกลุ่มทดลอง (treatment group) ก่อนและหลังวันที่ 1 กรกฎาคม 2567 เมื่อเปรียบเทียบกับหุ้นในกลุ่มควบคุม (control group) ในช่วงเวลาเดียวกัน

3.4. สถิติเชิงพรรณนา

Table 1 Descriptive Statistic

Panel A. Treatment Group

	Pre				Post			
	Mean	Max	Min	SD	Mean	Max	Min	SD
Price (THB)	16.793	500.000	0.970	42.637	15.129	410.000	0.710	39.180
Turnover (%)	0.080	32.847	0.000	0.357	0.065	26.030	0.000	0.327
Market Cap (Million THB)	4903.026	250095.800	156.000	13079.969	4139.937	211478.100	124.800	11068.770
Freefloat (%)	32.782	96.556	0.000	18.837	27.963	100.000	0.000	16.924
Market Quality								
Absolute Bid Ask Spread	0.536	76.500	0.000	2.948	0.572	79.000	0.000	3.127
Relative Bid Ask Spread	0.017	0.595	0.000	0.035	0.021	0.595	0.000	0.036
Bid (THB)	16.553	496.000	0.960	41.901	14.850	386.000	0.710	38.274
Ask (THB)	17.089	500.000	0.980	43.652	15.417	416.000	0.720	40.168
Daily Volatility								
Parkinson Volatility	0.016	0.532	0.000	0.018	0.018	0.416	0.000	0.022
Price (High)	14.978	500.000	0.040	36.587	13.159	410.000	0.030	33.962
Price (Low)	14.725	496.000	0.030	36.232	12.907	410.000	0.020	33.525
Liquidity								
Amihud	0.000692	0.710179	0.000000	0.008009	0.001483	1.585431	0.000000	0.016711
Absolute return	0.011	0.688	0.000	0.018	0.012	0.958	0.000	0.022

Panel B. Control Group

	Pre				Post			
	Mean	Max	Min	SD	Mean	Max	Min	SD
Price (THB)	17.354	233.000	1.240	27.865	15.406	225.000	0.960	29.083
Turnover (%)	0.204	24.637	0.000	0.475	0.174	33.739	0.000	0.476
Market Cap (Million THB)	19136.357	143278.600	4816.000	16085.370	17707.228	111814.900	2528.000	16313.156
Freefloat (%)	42.396	99.431	0.000	16.122	39.387	87.186	16.962	15.944
Market Quality								
Absolute Bid Ask Spread	0.158	4.940	0.010	0.398	0.141	13.200	0.010	0.365
Relative Bid Ask Spread	0.007	0.065	0.002	0.003	0.008	0.058	0.003	0.003
Bid (THB)	17.480	231.000	1.240	27.930	15.544	224.000	0.960	29.191
Ask (THB)	17.420	233.000	1.250	27.946	15.491	225.000	0.970	29.203
Daily Volatility								
Parkinson Volatility	0.016	0.268	0.000	0.011	0.017	0.213	0.000	0.013
Price (High)	17.704	233.000	0.220	30.934	16.443	227.000	0.140	33.348
Price (Low)	17.307	227.000	0.210	30.415	16.087	222.000	0.120	32.936
Liquidity								
Amihud	0.000002	0.000911	0.000000	0.000010	0.000003	0.000713	0.000000	0.000015
Absolute return	0.012	0.302	0.000	0.016	0.014	0.306	0.000	0.017

ตารางนี้นำเสนอข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (descriptive statistics) สำหรับหุ้น 412 ตัวจากหุ้นทั้งตลาดหลักทรัพย์ 690 ตัว ตลอดช่วงการศึกษา ตั้งแต่วันที่ 30 มิถุนายน 2566 ถึง 32 กรกฎาคม 2568

ตารางที่ A และ B แสดงสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มทดลอง (treatment group) และกลุ่มควบคุม (control group) โดยเปรียบเทียบระหว่างช่วงก่อนและหลังเหตุการณ์ พบว่า ราคาหุ้นเฉลี่ยของกลุ่มทดลอง (ควบคุม) อยู่ที่ 16.8 (17.4) บาทต่อหุ้นก่อนเหตุการณ์ และปรับลดลงเหลือ 15.1 (15.4) บาทภายหลังเหตุการณ์ การปรับตัวลงนี้สะท้อนผลกระทบจากมาตรการกำกับดูแลซึ่งมีส่วนเร่งให้มูลค่าหลักทรัพย์ในตลาดลดลง โดยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) ก็หดตัวลงเช่นกัน จาก 4,903 (19,306) ล้านบาทในกลุ่มทดลอง (ควบคุม) เหลือ 4,140 (17,077) ล้านบาทหลังเหตุการณ์ แสดงถึงการสูญเสียมูลค่าของบริษัทจดทะเบียนโดยรวม

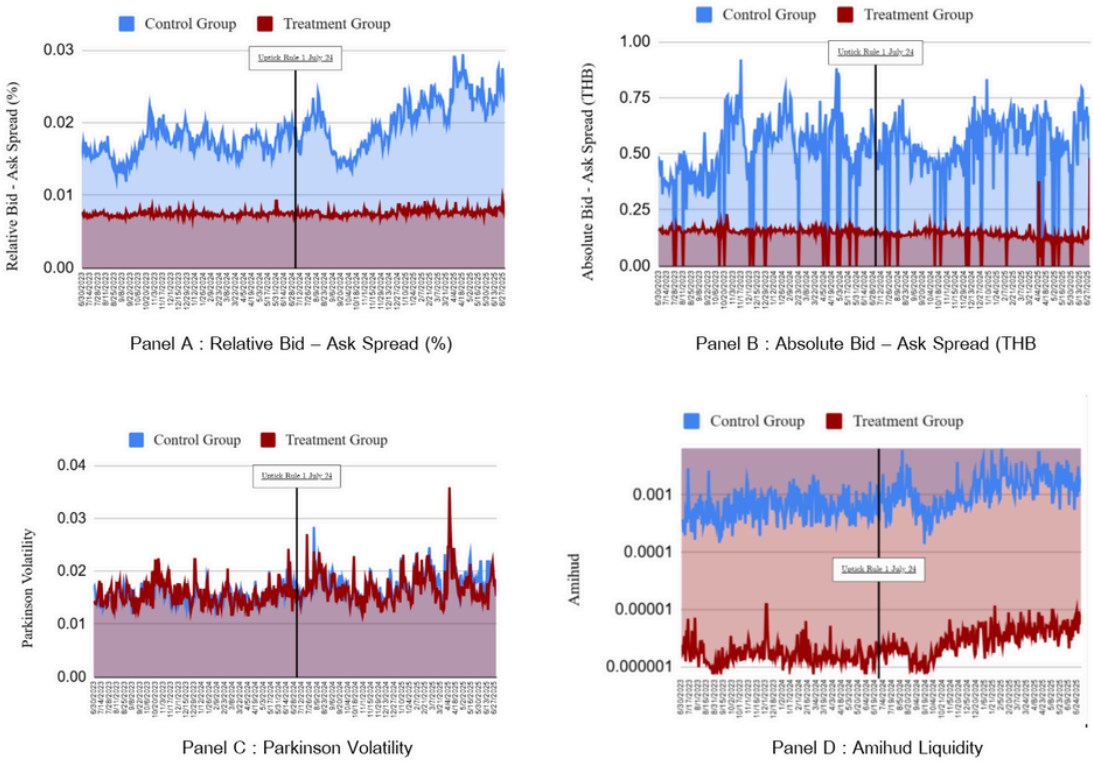
ในมิติของการซื้อขาย อัตราหมุนเวียนการซื้อขาย (turnover) ลดลงอย่างชัดเจน โดยกลุ่มทดลอง (ควบคุม) มีค่าเฉลี่ย 80.5% (204.0%) ก่อนเหตุการณ์ และลดลงเหลือ 65.2% (174.1%) ภายหลังเหตุการณ์ สะท้อนถึงการชะลอตัวของกิจกรรมการซื้อขาย ขณะเดียวกัน สัดส่วนหุ้นหมุนเวียน (free float) ก็ปรับตัวลดลงจาก 33.0% (42.6%) เหลือ 28.0% (39.9%) บ่งชี้ถึงฐานการซื้อขายที่แคบลงและการหดตัวของสภาพคล่องเชิงโครงสร้างในตลาด ในด้านคุณภาพตลาด พบความแตกต่างชัดเจนระหว่างสองกลุ่ม โดยส่วนต่างราคาเสนอซื้อ–ขาย (quoted spread และ relative spread) ของกลุ่มทดลองปรับเพิ่มขึ้นจาก 0.494 บาท (1.7%) เป็น 0.522 บาท (2.1%) ภายหลังเหตุการณ์ ในขณะที่กลุ่มควบคุมกลับมีการลดลงเล็กน้อยจาก 0.147 บาท (0.7%) เป็น 0.132 บาท (0.8%) การเปลี่ยนแปลงนี้สะท้อนว่าสภาพคล่องของกลุ่มทดลองถดถอยลงมากกว่ากลุ่มควบคุมอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับผลของกฎ *uptick rule* ที่จำกัดการขายชอร์ตโดยตรง อีกทั้งระดับ bid และ ask ก็ปรับตัวลดลงตามทิศทางราคาหุ้นโดยรวม

สำหรับความผันผวนของราคา มาตรวัดแบบ Parkinson แสดงให้เห็นว่าความผันผวนเพิ่มขึ้นในทั้งสองกลุ่ม โดยกลุ่มทดลอง (ควบคุม) เพิ่มจาก 1.6% (1.6%) เป็น 1.8% (1.7%)หลังเหตุการณ์ ขณะเดียวกันช่วงราคาสูงสุด–ต่ำสุดรายวันก็แคบลง สะท้อนถึงสภาวะการซื้อขายที่ตึงตัวและความไม่แน่นอนที่มากขึ้น

ในด้านสภาพคล่อง พบความแตกต่างที่เด่นชัดระหว่างสองกลุ่ม โดยดัชนี Amihud ของกลุ่มทดลองเพิ่มขึ้นจาก 0.000692 เป็น 0.001483 หลังเหตุการณ์ แสดงถึงการลดลงของสภาพคล่องอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากราคาหุ้นตอบสนองต่อปริมาณการซื้อขายมากขึ้น ในทางตรงกันข้าม กลุ่มควบคุมแทบไม่เปลี่ยนแปลง (เพิ่มจาก 0.000002 เป็น 0.000003) สะท้อนว่าสภาพคล่องของหุ้นที่ไม่ได้อยู่ภายใต้มาตรการได้รับผลกระทบน้อยกว่า สำหรับผลตอบแทน อัตราผลตอบแทนสัมบูรณ์ (absolute return) เพิ่มขึ้นเล็กน้อยในทั้งสองกลุ่ม โดยเพิ่มจาก 1.1% เป็น 1.2% ในกลุ่มทดลอง เพิ่มจาก 1.2% เป็น 1.4% ในกลุ่มควบคุม สอดคล้องกับความผันผวนของผลตอบแทนที่มากขึ้น ขณะที่ดัชนีผลตอบแทนโดยรวมปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญในทั้งสองกลุ่มตามภาวะตลาดโดยรวมที่อ่อนตัวลง

ทั้งนี้ความสอดคล้องของผลกระทบจากการบังคับใช้กฎ uptick rule ในการจำกัดการขายชอร์ตยังสามารถเห็นได้จากกราฟค่าเฉลี่ยคุณภาพของตลาด (Amihud illiquidity, Parkinson volatility และ relative/absolute bid–ask spread) โดยเทียบระหว่างกลุ่ม Treatment กับกลุ่ม Control ดังนี้

FIGURE 1 กราฟค่าเฉลี่ยคุณภาพของตลาด กลุ่มตัวอย่าง 412 หุ้น (กลุ่ม Treatment 81 หุ้น / กลุ่ม Control 331 หุ้น)

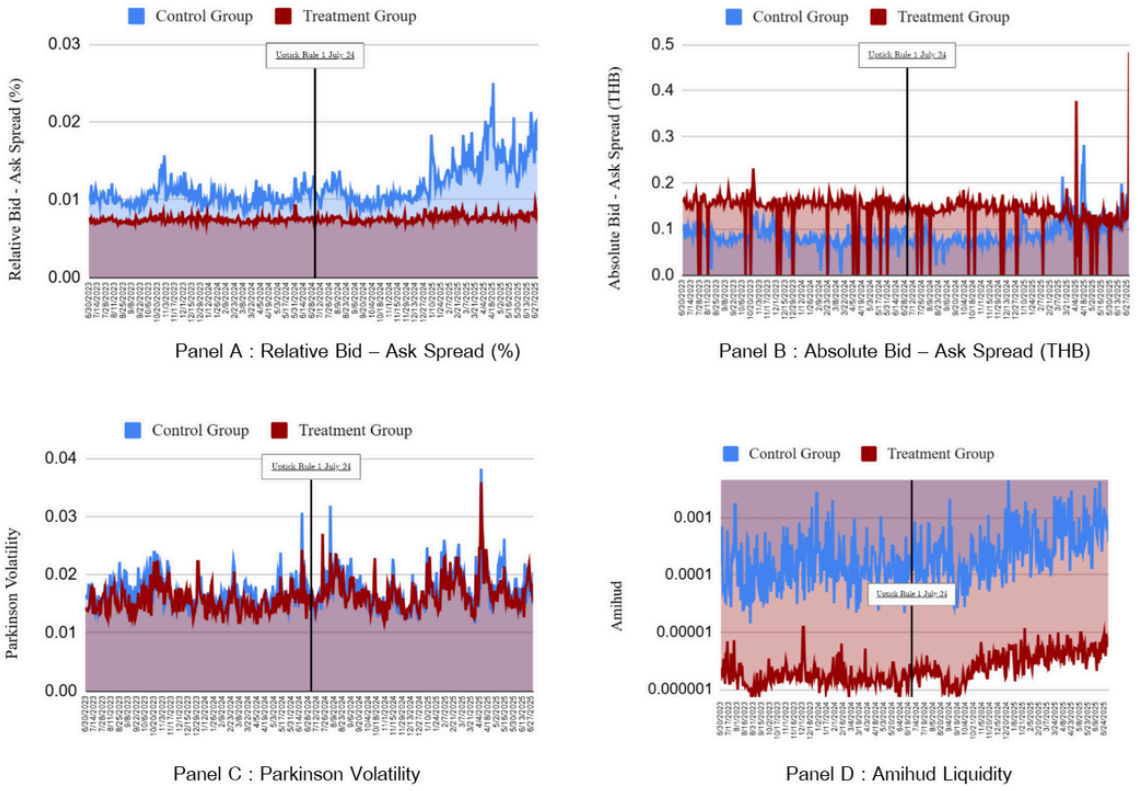


กราฟทั้ง 4 แสดงพัฒนาการของตัวแปรตามที่เกี่ยวข้องกับสภาพคล่องและความผันผวนของราคาหุ้นจำนวน 412 ตัว (หุ้นในตลาดหลักทรัพย์หลังตัดหุ้นตัวใหญ่ (SET100) และหุ้นตัวเล็ก (PennyStock)) โดยแบ่งออกเป็นกลุ่มควบคุม (Control Group) และกลุ่มทดลอง (Treatment Group) เพื่อเปรียบเทียบผลกระทบของมาตรการ Uptick Rule ซึ่งมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม 2024

กลุ่มควบคุมมีค่า Relative spread ที่สูงกว่ากลุ่มทดลองอย่างต่อเนื่อง และยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นหลังการบังคับใช้กฎ โดยสะท้อนถึงต้นทุนการทำธุรกรรมที่สูงขึ้นในหุ้นที่ไม่อยู่ภายใต้มาตรการ ในขณะที่กลุ่มทดลองมีค่า spread ค่อนข้างคงที่และต่ำกว่าอย่างชัดเจน ในเชิงมูลค่า กลุ่มควบคุมมีค่า Absolute spread สูงกว่าและมีความผันผวนมากกว่ากลุ่มทดลอง ขณะที่กลุ่มทดลองรักษาค่า spread ในระดับต่ำและเสถียรกว่า ซึ่งสนับสนุนข้อสังเกตว่ามาตรการช่วยลดต้นทุนสภาพคล่องในหุ้นกลุ่มเป้าหมาย

ทั้งสองกลุ่มมีระดับความผันผวนใกล้เคียงกันก่อนการเปลี่ยนแปลงกฎ อย่างไรก็ตาม หลังวันที่ 1 กรกฎาคม 2024 พบว่ากลุ่มทดลองมีความผันผวนที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย แต่ยังต่ำกว่ากลุ่มควบคุมโดยรวม แสดงถึงบทบาทของ Uptick Rule ในการควบคุมแรงขายชอร์ตไม่ให้เร่งความผันผวนมากเกินไป ค่าดัชนี Amihud ของกลุ่มทดลองอยู่ในระดับต่ำและมีแนวโน้มลดลงชัดเจนหลังการบังคับใช้กฎ ในขณะที่กลุ่มควบคุมยังคงอยู่ในระดับสูงกว่า ซึ่งตีความได้ว่าการจำกัด short selling ผ่าน Uptick Rule อาจช่วยเพิ่มสภาพคล่องเชิงลึก (market depth) ให้กับหุ้นในกลุ่มทดลอง

FIGURE 2 กราฟค่าเฉลี่ยคุณภาพของตลาด กลุ่มตัวอย่างหลังจับคู่ 157 หุ้น (กลุ่ม Treatment 81 หุ้น / กลุ่ม Control 76 หุ้น)



Panel A : Relative Bid – Ask Spread (%)

Panel B : Absolute Bid – Ask Spread (THB)

Panel C : Parkinson Volatility

Panel D : Amihud Liquidity

ในเชิงของส่วนต่างราคาเสนอซื้อ–ขาย (quoted spread และ relative spread) พบว่ากลุ่มทดลองมีสัญญาณของสภาพคล่องที่ถดถอยลงอย่างเด่นชัด โดย quoted spread เพิ่มขึ้นจาก 0.494 บาทก่อนเหตุการณ์เป็น 0.522 บาทหลังเหตุการณ์ และ relative spread ขยายจาก 1.7% เป็น 2.1% แสดงถึงต้นทุนการซื้อขายที่สูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ตรงกันข้าม กลุ่มควบคุมกลับมี quoted spread ลดลงจาก 0.147 บาทเหลือ 0.132 บาท และ relative spread ค่อนข้างทรงตัวอยู่ที่ประมาณ 0.7–0.8% สะท้อนว่าตลาดในกลุ่มควบคุมยังคงรักษาสภาพคล่องไว้ได้ดีกว่ากลุ่มทดลอง ภาพรวมจึงบ่งชี้ว่าการบังคับใช้มาตรการส่งผลกระทบด้านลบต่อคุณภาพตลาดของกลุ่มทดลองโดยเฉพาะ

เมื่อพิจารณาผลตอบแทนสัมบูรณ์ (absolute return) พบว่าทั้งสองกลุ่มมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังเหตุการณ์ กลุ่มทดลองมีค่าเฉลี่ย absolute return เพิ่มจาก 1.1% เป็น 1.2% ในขณะที่กลุ่มควบคุมเพิ่มจาก 1.2% เป็น 1.4% การเพิ่มขึ้นของ absolute return ในทั้งสองกรณีสะท้อนถึงการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นที่ผันผวนมากขึ้นภายหลังเหตุการณ์ แม้จะไม่แตกต่างกันมากนัก แต่ตัวเลขดังกล่าวชี้ให้เห็นว่าผลกระทบต่อเสถียรภาพของตลาดปรากฏในวงกว้าง ไม่จำกัดอยู่เฉพาะในกลุ่มทดลอง

เมื่อพิจารณาผลตอบแทนสัมบูรณ์ (absolute return) พบว่าทั้งสองกลุ่มมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังเหตุการณ์ กลุ่มทดลองมีค่าเฉลี่ย absolute return เพิ่มจาก 1.1% เป็น 1.2% ในขณะที่กลุ่มควบคุมเพิ่มจาก 1.2% เป็น 1.4% การเพิ่มขึ้นของ absolute return ในทั้งสองกรณีสะท้อนถึงการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นที่ผันผวนมากขึ้นภายหลังเหตุการณ์ แม้จะไม่แตกต่างกันมากนัก แต่ตัวเลขดังกล่าวชี้ให้เห็นว่าผลกระทบต่อเสถียรภาพของตลาดปรากฏในวงกว้าง ไม่จำกัดอยู่เฉพาะในกลุ่มทดลอง

สำหรับมาตรวัดด้านสภาพคล่องที่ใช้ดัชนี Amihud พบความแตกต่างที่ชัดเจนระหว่างกลุ่มทดลองและกลุ่มควบคุม ค่าเฉลี่ยของกลุ่มทดลองเพิ่มขึ้นจาก 0.000692 ก่อนเหตุการณ์เป็น 0.001483 ภายหลังเหตุการณ์ ซึ่งถือว่าเพิ่มขึ้นมากกว่าสองเท่าและตีความได้ว่าสภาพคล่องลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่กลุ่มควบคุมแทบไม่เปลี่ยนแปลง โดยมีค่าเพียง 0.000002 ก่อนเหตุการณ์ และขยับขึ้นเล็กน้อยเป็น 0.000003 หลังเหตุการณ์เท่านั้น ความแตกต่างนี้สะท้อนว่ามาตรการมีผลกระทบต่อการหดตัวของสภาพคล่องเฉพาะในกลุ่มทดลองอย่างชัดเจน ซึ่งสอดคล้องกับการคาดการณ์ว่าการใช้กฎ uptick rule จำกัดการซื้อขายและส่งผลให้ตลาดในกลุ่มดังกล่าวมีคุณภาพด้อยลง

โดยรวม กลุ่ม 157 ตัวแสดงผลลัพธ์ที่ค่อนข้างเสถียรกว่าเมื่อเทียบกับกลุ่ม 412 ทั้งด้าน Relative, Absolute, Volatility และ Amihud แสดงให้เห็นว่าการใช้กลุ่มตัวอย่างด้วยการจับคู่ที่เฉพาะเจาะจงช่วยเพิ่มความเสถียรในการวิเคราะห์และความแม่นยำในการตีความผลลัพธ์

3.5 ตารางแสดงค่าสหสัมพันธ์

Table 2 Correlation

ตัวแปร	Amihud	Relative Bid-Ask Spread	Absolute Bid-Ask Spread	Parkinson Volatility	Market Cap	Turnover
Amihud	1.0000	0.2038	0.0041	-0.0027	-0.0283	-0.0207
Relative Bid-Ask Spread	0.2038	1.0000	0.4306	0.1156	-0.1007	-0.0732
Absolute Bid-Ask Spread	0.0041	0.4306	1.0000	-0.0207	-0.0250	-0.0345
Parkinson Volatility	-0.0027	0.1156	-0.0207	1.0000	-0.0506	0.1956
Market Cap	-0.0283	-0.1007	-0.0250	-0.0506	1.0000	0.0289
Turnover	-0.0207	-0.0732	-0.0345	0.1956	0.0289	1.0000

ตารางนี้แสดง ค่าสหสัมพันธ์ (correlation coefficients) ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ ได้แก่ Amihud illiquidity, Relative Bid–Ask Spread, Absolute Bid–Ask Spread, Parkinson Volatility, Market Capitalization และ Turnover โดยสามารถสรุปข้อค้นพบที่สำคัญได้ดังนี้

ในด้าน ความสัมพันธ์ระหว่าง Proxy ของสภาพคล่อง พบว่า Relative Bid–Ask Spread มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับ Absolute Bid–Ask Spread (0.4306) ซึ่งสะท้อนว่าทั้งสองตัวแปรสามารถจับต้นทุนการซื้อขายในลักษณะใกล้เคียงกันได้ อย่างไรก็ตาม Amihud illiquidity มีความสัมพันธ์บวกกับ Relative Bid–Ask Spread ในระดับต่ำ (0.2038) แสดงถึงการจับมิติของสภาพคล่องที่แตกต่างจาก spread ขณะที่ความสัมพันธ์ระหว่าง Amihud illiquidity กับ Absolute Bid–Ask Spread มีค่าใกล้ศูนย์ (0.0041) บ่งชี้ว่าทั้งสอง proxy อาจสะท้อนแง่มุมของสภาพคล่องที่แตกต่างกันโดยสิ้นเชิง

ในด้าน ความสัมพันธ์กับความผันผวนของราคา (Parkinson Volatility) พบว่า Relative Bid–Ask Spread มีความสัมพันธ์บวกเล็กน้อยกับ Parkinson Volatility (0.1156) ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีที่ระบุว่าความผันผวนสูงมักสัมพันธ์กับต้นทุนธุรกรรมที่กว้างขึ้น ขณะที่ Absolute Bid–Ask Spread และ Amihud illiquidity กลับไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับ Parkinson Volatility (-0.0207 และ -0.0027 ตามลำดับ)

ในส่วนของความสัมพันธ์กับขนาดบริษัท (Market Capitalization) พบว่า Market Cap มีความสัมพันธ์เชิงลบกับตัวชี้วัดสภาพคล่องทั้งหมด (-0.1007 กับ Relative Spread, -0.0250 กับ Absolute Spread และ -0.0283 กับ Amihud) ซึ่งสะท้อนว่าหุ้นขนาดใหญ่โดยทั่วไปมีสภาพคล่องดีกว่า (spread แคบลงและผลกระทบต่อราคาต่ำกว่า) นอกจากนี้ Market Cap ยังมีความสัมพันธ์เชิงลบเล็กน้อยกับ Parkinson Volatility (-0.0506) สอดคล้องกับผลการวิจัยก่อนหน้าที่ระบุว่าหุ้นขนาดใหญ่มีราคาที่เสถียรกว่าหุ้นขนาดเล็ก

สำหรับ ความสัมพันธ์กับอัตราการหมุนเวียนหุ้น (Turnover) พบว่า Turnover มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ Relative Spread (-0.0732) และ Absolute Spread (-0.0345) แสดงว่าหุ้นที่มีการหมุนเวียนสูงมักมีต้นทุนธุรกรรมต่ำ ขณะเดียวกัน Turnover มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Parkinson Volatility (0.1956) บ่งชี้ว่าการซื้อขายหนาแน่นอาจมาพร้อมกับความผันผวนของราคาที่สูงขึ้น

4. ผลลัพธ์เชิงประจักษ์

จากการวิเคราะห์เชิงประจักษ์พบว่า ในช่วงระยะเวลาสามเดือนก่อนและหลังการบังคับใช้มาตรการ ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า 3 ในคอลัมน์ที่ 1 และ 2 ของแบบจำลองสำหรับตัวแปรตามทั้งหมดไม่ปรากฏความมีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตาม เมื่อทำการวิเคราะห์ซ้ำโดยใช้วิธีการจับคู่หุ้นกลุ่ม Treatment และ Control ที่มีค่าเฉลี่ย Daily Turnover ใกล้เคียงกัน ผลลัพธ์กลับแสดงให้เห็นว่าค่าสัมประสิทธิ์เบต้ามีความมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า การใช้วิธีการจับคู่หุ้น สามารถควบคุมความแตกต่างด้านลักษณะเฉพาะของหุ้นระหว่างกลุ่มทดลองและกลุ่มควบคุมได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้การเปรียบเทียบผลลัพธ์มีความเที่ยงตรงมากยิ่งขึ้นและลดอคติที่อาจเกิดจากปัจจัยร่วมอื่นๆ

ในทำนองเดียวกัน เมื่อพิจารณาในช่วงเวลา หนึ่งปีก่อนและหลัง พบว่าค่าสัมประสิทธิ์เบต้า 3 ในคอลัมน์ที่ 1 และ 2 สำหรับตัวแปรตามทั้งหมดไม่ปรากฏความมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ทว่า การวิเคราะห์ด้วยการจับคู่ กลับพบว่าค่าสัมประสิทธิ์เบต้ามีความมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% เช่นกัน ผลลัพธ์ดังกล่าวชี้ให้เห็นถึงบทบาทสำคัญของการจับคู่ในการปรับสมดุลระหว่างกลุ่มตัวอย่าง และช่วยให้สามารถระบุผลกระทบเชิงสาเหตุของมาตรการได้อย่างชัดเจนมากยิ่งขึ้น

การวิเคราะห์ทั้งในช่วงเวลาสั้น (สามเดือน) และระยะยาว (หนึ่งปี) มีความสำคัญต่อการประเมินผลกระทบของมาตรการ Uptick Rule ต่อสภาพคล่องและความผันผวนของตลาดในหลายมิติ โดยช่วงเวลาสั้นสะท้อนถึงผลกระทบทันทีภายหลังการประกาศมาตรการ ซึ่งช่วยตรวจสอบกลไกการตอบสนองของตลาดในระยะสั้น เช่น บทบาทของผู้ขายชอร์ตในการปรับราคาหุ้นให้สะท้อนข้อมูล และการลดต้นทุนธุรกรรมที่เกิดขึ้นเฉพาะหน้า ในทางกลับกัน ช่วงเวลายาวสะท้อนถึงผลลัพธ์ที่ต่อเนื่องและยั่งยืนมากขึ้น โดยช่วยตรวจสอบว่าผลลัพธ์ระยะสั้นยังคงมีอยู่หรือเสื่อมถอยไปเมื่อเวลาผ่านไป ทั้งยังลดความผันผวนที่อาจเกิดจากเหตุการณ์เฉพาะหน้า ผลการวิเคราะห์ทั้งสองกรอบเวลาเช่นนี้จึงมีความสำคัญในการให้ภาพรวมที่ครอบคลุม ช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือ ความรอบคอบ และความเข้มแข็งเชิงวิชาการในการศึกษาผลกระทบของมาตรการ Uptick Rule

ตารางต่อไปนี้นำเสนอผลการประมาณค่าจากแบบจำลองทางเลือก ซึ่งถูกออกแบบมาเพื่อตรวจสอบผลกระทบของมาตรการ Uptick Rule ภายใต้กลุ่มตัวอย่างที่แตกต่างกัน โดยการปรับเปลี่ยนเงื่อนไขของกลุ่มหุ้นที่นำมาวิเคราะห์ ทั้งนี้เพื่อประเมินความมั่นคง (robustness) ของผลลัพธ์หลัก และเพื่อให้มั่นใจว่าผลการวิเคราะห์ไม่ได้เกิดจากลักษณะเฉพาะของหุ้นบางกลุ่ม เช่น หุ้นขนาดใหญ่ หุ้นขนาดเล็ก หรือความแตกต่างเชิงอุตสาหกรรม คณะวิจัยจึงได้แบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 4 กลุ่มดังนี้

(1) การตัดหุ้นใน SET100 และหุ้นขนาดเล็ก (Penny Stocks) ออกจากตัวอย่าง

เพื่อประเมินความมั่นคงของผลลัพธ์เพิ่มเติม งานวิจัยได้ตัดหุ้นที่อยู่ในดัชนี SET100 และหุ้นขนาดเล็ก (penny stocks) ออกจากกลุ่มตัวอย่าง วิธีการดังกล่าวช่วยให้มั่นใจได้ว่าผลลัพธ์หลักมิได้ถูกขับเคลื่อนด้วยหุ้นขนาดใหญ่ซึ่งมีสภาพคล่องสูงโดยธรรมชาติ หรือหุ้นราคาต่ำสุดที่มักมีพฤติกรรมการซื้อขายแตกต่างไปจากหุ้นทั่วไป ผลลัพธ์ที่ได้จึงสะท้อนผลกระทบของมาตรการ Uptick Rule ที่ไม่จำกัดอยู่เพียงกลุ่มหุ้นเฉพาะ

(2) การตัดหุ้นใน SET100 และหุ้นขนาดเล็ก พร้อมทั้งรวม Industry Fixed Effects

เพื่อลดอคติที่อาจเกิดจากความแตกต่างเชิงอุตสาหกรรม งานวิจัยได้ขยายการทดสอบความมั่นคงโดยตัดหุ้นใน SET100 และ penny stocks ออกเช่นเดิม พร้อมทั้งรวม *industry fixed effects* เข้าไปในแบบจำลอง การควบคุมความแตกต่างเฉพาะอุตสาหกรรมนี้ช่วยให้การประเมินผลกระทบของ Uptick Rule มีความแม่นยำและเข้มงวดมากขึ้น เนื่องจากสามารถแยกแยะผลกระทบที่แท้จริงของมาตรการออกจากอิทธิพลของปัจจัยด้านโครงสร้างอุตสาหกรรม

(3) การใช้ตัวอย่างจับคู่ตาม Turnover

เพื่อเพิ่มความเชื่อมั่นในผลลัพธ์หลัก งานวิจัยได้สร้างกลุ่มตัวอย่างจับคู่ (matched sample) โดยใช้วิธีการจัดอันดับหุ้นขนาดเล็กตามอัตราการหมุนเวียน (turnover) และจับคู่กับหุ้นที่มีคุณลักษณะใกล้เคียงกัน วิธีการนี้ช่วยควบคุมความแตกต่างด้านขนาดและกิจกรรมการซื้อขาย ทำให้สามารถระบุผลกระทบของ Uptick Rule ต่อสภาพคล่องและความผันผวนได้อย่างแม่นยำมากขึ้น

(4) การใช้ตัวอย่างจับคู่ตาม Turnover พร้อมทั้งรวม Industry Fixed Effects

สุดท้าย งานวิจัยได้ดำเนินการทดสอบความมั่นคงเพิ่มเติมโดยใช้กรอบการจับคู่หุ้นตาม turnover เช่นเดียวกับใน (5) แต่เพิ่ม *industry fixed effects* เข้าไปในแบบจำลองด้วย วิธีการนี้ช่วยควบคุมทั้งความแตกต่างเชิงโครงสร้างของอุตสาหกรรมและความแตกต่างด้านกิจกรรมการซื้อขายพร้อมกัน ส่งผลให้การทดสอบผลกระทบของ Uptick Rule มีความเข้มงวดสูงขึ้น และสามารถสะท้อนผลลัพธ์ที่เชื่อถือได้ในระดับข้ามอุตสาหกรรม

4.1. ผลของกฎ Uptick Rule ต่อคุณภาพของตลาด (ระยะเวลา 3 เดือน ก่อน-หลัง)

4.1.1. Relative Bid Ask Spread

Variables	(1) Excl. SET100 & penny (No FE)	(2) Excl. SET100 & penny (FE)	(3) Robustness (No FE)	(4) Robustness (FE)
Post	0.00041	0.00042	0.00208***	0.00208***
	(0.00042)	(0.00042)	(0.00033)	(0.00033)
Treated	-0.00772***	-0.00690***	-0.00181***	-0.00148***
	(0.00054)	(0.00054)	(0.00041)	(0.00040)
Post × Treated	-0.00050	-0.00050	-0.00195***	-0.00195***
	(0.00061)	(0.00061)	(0.00050)	(0.00049)
Turnover	-3.01e-06***	-2.89e-06***	-1.12e-06***	-1.10e-06***
	(6.12e-07)	(6.13e-07)	(3.92e-07)	(3.93e-07)
MarketCap	-1.23e-09**	-1.10e-09**	-6.55e-10***	-6.22e-10***
	(5.01e-10)	(5.03e-10)	(2.45e-10)	(2.46e-10)
Constant	0.0107***	0.00564***	0.00493***	0.00215**
	(0.00135)	(0.00132)	(0.00101)	(0.00108)
FE	No	Yes	No	Yes
Observations	50,121	50,121	77,009	77,009
Adjusted R^2	0.022	0.039	0.053	0.084

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

แสดงผลการประมาณสมการ DiD ของ Relative Bid–Ask Spread ภายใต้กรอบเวลา 3 เดือนก่อน-หลังเหตุการณ์ เมื่อพิจารณาทุกโมเดล พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรเชิงปฏิสัมพันธ์ Post×Treated มีค่า ติดลบในทุกโมเดล โดยในโมเดลที่ทำการตัดหุ้น SET100 และ penny stock ออกจากกลุ่มตัวอย่าง (คอลัมน์ 1–2) ค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ และมีค่าอยู่ที่ -0.0005 และ -0.0005 ไม่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติ แต่ขณะที่ในการทดสอบ (Robustness checks, คอลัมน์ 3–4) ค่าสัมประสิทธิ์ยังคงเป็นลบ และมีค่าอยู่ที่ -0.00195 และ -0.00195 โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

ในส่วน ค่าสัมประสิทธิ์ post มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ยกเว้นโมเดลที่ตัดหุ้นกลุ่ม SET100 และ Penny stock (คอลัมน์ 1-2) สะท้อนว่าโดยรวมหลังการประกาศใช้นโยบาย ค่า Relative Bid Ask Spread ของตลาดสูงขึ้นเล็กน้อย ในส่วนของ Treated มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบและมีนัยสำคัญ ที่ระดับ 1% ในทุกโมเดล หมายความว่า หุ้นในกลุ่มทดลอง ที่ยังสามารถขายชอร์ตได้ภายใต้ข้อจำกัด มี ค่า Relative Bid Ask Spread แคบกว่ากลุ่มควบคุม ซึ่งแสดงถึงสภาพคล่องที่สูงกว่ากลุ่มควบคุม

โดยสรุป ผลการวิเคราะห์ชี้ว่าในช่วง 3 เดือนแรก กฎ Uptick Rule มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อการ ลดต้นทุนการซื้อขายเชิงสัมพัทธ์ ผ่านการทำให้ bid–ask spread แคบลง ทำให้ต้นทุนการซื้อขายลดลง ซึ่งบ่งชี้ว่าหุ้นในกลุ่มทดลองมีสภาพคล่องที่ดีกว่ากลุ่มควบคุมจริงในช่วงเวลาหลังการบังคับใช้มาตรการ ข้อค้นพบนี้แตกต่างบางส่วนจากวรรณกรรมในตลาดพัฒนาแล้ว (เช่น Diether et al., 2009; Boehmer et al., 2013; Likitapiwat & Treepongkaruna, 2022) ที่มักพบว่ามาตรการจำกัดการขายชอร์ตทำให้สเปรดกว้างขึ้น แต่ในบริบทตลาดหุ้นไทยปี 2567 อาจสะท้อนผลลัพธ์ที่ซับซ้อนและขึ้นกับลักษณะของหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มทดลอง

4.1.2. Absolute Bid Ask Spread

Variables	(1) Excl. SET100 & penny (No FE)	(2) Excl. SET100 & penny (FE)	(3) Robustness (No FE)	(4) Robustness (FE)
Post	0.0300	0.0309	0.0243***	0.0243***
	(0.0272)	(0.0270)	(0.0048)	(0.0047)
Treated	-0.3020***	-0.3099***	0.0367***	0.0467***
	(0.0462)	(0.0463)	(0.0053)	(0.0053)
Post × Treated	-0.0192	-0.0185	-0.0390***	-0.0393***
	(0.0614)	(0.0608)	(0.0067)	(0.0066)
Turnover	-0.000262***	-0.000302***	-0.000046***	-0.000047***
	(0.000034)	(0.000033)	(0.000003)	(0.000003)
MarketCap	-1.31e-06	-1.23e-07	1.13e-06***	9.38e-07***
	(9.75e-07)	(9.76e-07)	(1.43e-07)	(1.46e-07)
Constant	0.511***	0.302***	0.0983***	0.0407***
	(0.0201)	(0.0411)	(0.0035)	(0.0066)
FE	No	Yes	No	Yes
Observations	54,796	54,796	83,245	83,245
Adjusted R^2	0.0036	0.0209	0.0046	0.0219

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

แสดงผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปร ในแบบจำลอง DiD สำหรับ Absolute Bid–Ask Spread ในกรอบเวลา 3 เดือนก่อน-หลังเหตุการณ์ จากผลการวิเคราะห์พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรเชิงปฏิสัมพันธ์ Post×Treated มีค่า ติดลบอย่างทุกโมเดล ในโมเดลที่ตัดหุ้น SET100 และ penny stocks (คอลัมน์ 1–2) ค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ -0.0192 และ -0.0185 ตามลำดับ แต่ไม่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่เมื่อทำการ robustness (คอลัมน์ 3–4) ค่า -0.0390และ -0.0393 ผลลัพธ์ยังคงเป็นลบ แต่มีนัยสำคัญที่ระดับ 1% แสดงว่ากฎ Uptick Rule มีผลทำให้ Absolute Spread แคบลงอย่างมีนัยสำคัญ ในการตรวจสอบที่เข้มงวดขึ้น ในส่วน ค่าสัมประสิทธิ์ post มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ยกเว้นโมเดลที่ตัดหุ้นกลุ่ม SET100 และ Penny stock (คอลัมน์ 1-2) สะท้อนว่า โดยรวมหลังการประกาศใช้นโยบาย ค่า Absoloute Bid Ask Spread ของตลาดกว้างขึ้นเล็กน้อย ในส่วนของ **Treated** มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบและมีนัยสำคัญ ที่ระดับ 1% ในทุกโมเดล หมายความว่า หุ้นในกลุ่มทดลอง ที่ยังสามารถขายชอร์ตได้ภายใต้ข้อจำกัด มี ค่า Absolute Bid Ask Spread แคบกว่ากลุ่มควบคุม ซึ่งแสดงถึงต้นทุนการซื้อขายที่ขายที่ต่ำกว่ากลุ่มควบคุม

ภาพรวมจึงตีความได้ว่า ผลกระทบของ Uptick Rule ต่อ Absolute Spread ในช่วง 3 เดือนแรกมีผลไม่ชัดเจน แต่เมื่อใช้วิธีการ robustness ที่ควบคุมเงื่อนไขมากขึ้น พบหลักฐานที่สนับสนุนว่า ต้นทุนการซื้อขายเชิงมูลค่า (absolute transaction cost) ลดลงจริง หลังการบังคับใช้กฎ

ผลลัพธ์นี้มีความน่าสนใจ เพราะต่างจากหลักฐานในหลายตลาด (เช่น Diether et al., 2009; Boehmer et al., 2013) ที่มักชี้ว่าการห้ามขายชอร์ตทำให้สเปรดกว้างขึ้น ในกรณีตลาดหุ้นไทยปี 2567 อาจสะท้อนว่ากฎ Uptick Rule ช่วยบรรเทาการกดดันฝั่งขายและสร้างแรงจูงใจให้ผู้ลงทุนเพิ่มสภาพคล่องในฝั่ง bid/ask ทำให้สเปรดแคบลงในเชิงมูลค่า โดยเฉพาะเมื่อพิจารณาด้วยวิธีการจับคู่กลุ่มหุ้นที่ลักษณะคล้ายกัน

4.1.3. Parkinson Volatility

Variables	(1) Excl. SET100 & penny (No FE)	(2) Excl. SET100 & penny (FE)	(3) Robustness (No FE)	(4) Robustness (FE)
Post	0.00156***	0.00157***	0.00091***	0.00089***
	(0.00019)	(0.00019)	(0.00014)	(0.00014)
Treated	-0.00078**	-0.00086***	-0.00193***	-0.00143***
	(0.00031)	(0.00032)	(0.00015)	(0.00015)
Post × Treated	-0.00020	-0.00020	0.00079***	0.00077***
	(0.00041)	(0.00041)	(0.00019)	(0.00019)
Turnover	0.0000121***	0.0000120***	0.00000857***	0.00000830***
	(0.00000022)	(0.00000022)	(0.00000009)	(0.00000009)
MarketCap	-6.98e-08***	-6.49e-08***	-3.40e-08***	-5.32e-08***
	(6.42e-09)	(6.48e-09)	(4.06e-09)	(4.14e-09)
Constant	0.01521***	0.01427***	0.01622***	0.01639***
	(0.00014)	(0.00028)	(0.00010)	(0.00019)
FE	No	Yes	No	Yes
Observations	47,179	47,179	75,416	75,416
Adjusted R^2	0.0644	0.0681	0.1089	0.1264

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

แสดงผลการวิเคราะห์ Difference in Difference (DiD) โดยใช้ Parkinson Volatility ในกรอบเวลา 3 เดือนก่อน-หลังเหตุการณ์ จากผลการวิเคราะห์พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรเชิงปฏิสัมพันธ์ Post×Treated มีค่า ติดลบในในโมเดลที่ตัดหุ้น SET100 และ penny stocks (คอลัมน์ 1–2) ค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ -0.0002 และ -0.0002 ตามลำดับ แต่ไม่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่เมื่อทำการ robustness (คอลัมน์ 3–4) ค่า 0.00079 และ 0.00077 ซึ่งผลลัพธ์กลับกลายเป็นบวก และมีนัยสำคัญที่ระดับ 1% ทำให้สามารถตีความได้ว่าภายใต้การประมาณที่เข้มงวดขึ้น กฎ Uptick Rule อาจทำให้ความผันผวนของราคาหุ้น เพิ่มขึ้น แทนที่จะลดลง ในส่วน ค่าสัมประสิทธิ์ post มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% สะท้อนว่า โดยรวมหลังการประกาศใช้นโยบาย ค่า Parkison Volatility ของตลาดเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ในส่วนของ Treated มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 1% ในทุกโมเดล หมายความว่า หุ้นในกลุ่มทดลอง ที่ยังสามารถขายชอร์ตได้ภายใต้ข้อจำกัด มี ค่า Parkinson Volatility ที่ต่ำกว่ากลุ่มควบคุม ซึ่งแสดงถึงความผันผวนของราคาที่ต่ำกว่ากลุ่มควบคุม

ผลลัพธ์ที่สวนทางกันนี้สะท้อนถึงความซับซ้อนของมาตรการกำกับดูแล กล่าวคือ แม้กฎ Uptick Rule อาจช่วยลดแรงขายเชิงรุกในระยะสั้น แต่ก็อาจส่งผลให้สภาพคล่องบางส่วนหายไปและทำให้ราคามีการแกว่งตัวสูงขึ้นในบางกลุ่มหุ้นการตีความจึงต้องคำนึงถึงความไม่สม่ำเสมอของผลลัพธ์ตามกลุ่มหุ้นและสเปคของแบบจำลอง โดยเมื่อใช้วิธีการ robustness ที่ควบคุมเงื่อนไขมากขึ้น พบหลักฐานที่สนับสนุนว่า Uptick Rule ทำให้ความผันผวนมากขึ้น

โดยสรุป ในกรอบเวลา 3 เดือน มาตรการ Uptick Rule ไม่ได้สร้างผลเชิงบวกที่ชัดเจนต่อการลดความผันผวนของตลาด ข้อค้นพบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้าในตลาดต่างประเทศ (เช่น Bohl et al., 2012; Beber & Pagano, 2013) และกรณีศึกษาของไทยในปี 2020 (Likitapiwat & Treepongkaruna, 2022) ที่ชี้ว่าการจำกัด short selling มักไม่สามารถบรรลุเป้าหมายในการสร้างเสถียรภาพของตลาดได้อย่างมีประสิทธิผล

4.1.4. Amihud Illiquidity ratio

Variables	(1) Excl. SET100 & penny (No FE)	(2) Excl. SET100 & penny (FE)	(3) Robustness (No FE)	(4) Robustness (FE)
Post	0.000336***	0.000333***	0.000188***	0.000191***
	(0.000107)	(0.000107)	(0.000028)	(0.000028)
Treated	-0.000517***	-0.000422**	-0.000138***	-0.000101***
	(0.000180)	(0.000182)	(0.000031)	(0.000031)
Post × Treated	-0.000331	-0.000329	-0.000193***	-0.000194***
	(0.000235)	(0.000235)	(0.000039)	(0.000039)
Turnover	-4.33e-07***	-3.81e-07***	-8.56e-08***	-8.11e-08***
	(1.22e-07)	(1.23e-07)	(2.01e-08)	(2.02e-08)
MarketCap	-8.01e-09**	-5.94e-09	-2.35e-09***	-1.23e-09
	(3.72e-09)	(3.75e-09)	(8.36e-10)	(8.58e-10)
Constant	0.000760***	0.000212	0.000203***	0.000082**
	(0.000081)	(0.000160)	(0.000021)	(0.000039)
FE	No	Yes	No	Yes
Observations	47,965	47,965	76,759	76,759
Adjusted R^2	0.0017	0.0036	0.0035	0.0073

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

ผลการวิเคราะห์ DiD โดยใช้ ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนระหว่างค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนต่อมูลค่าการซื้อขาย (Amihud illiquidity) เป็นตัวแทนสภาพคล่องในช่วง 3 เดือน ก่อน-หลังเหตุการณ์ ผลลัพธ์ชี้ว่า ค่าสัมประสิทธิ์เชิงปฏิสัมพันธ์ Post×Treated มีค่า ติดลบในทุกโมเดล และที่ระดับนัยสำคัญ 1% ในคอลัมน์ 3 และ 4 ในโมเดลที่เอา SET100 และ penny stock ออก (คอลัมน์ 1–2) ค่าอยู่ที่ -0.000331 และ -0.000329 ไม่มีนัยสำคัญ ขณะที่การตรวจสอบความทนทาน (Robustness checks, คอลัมน์ 3–4) ยังคงรายงานค่า coefficient ที่เป็นลบและมีนัยสำคัญ (ประมาณ -0.000193 ถึง -0.000194) ยืนยันถึงผลลัพธ์ที่คงเส้นคงวา ในส่วน ค่าสัมประสิทธิ์ postมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ในทุกโมเดล สะท้อนว่า โดยรวมหลังการประกาศใช้นโยบาย ระดับ illiquidity ของตลาดเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ในส่วนของ Treated มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบและมีนัยสำคัญที่ระดับ 1% ในทุกโมเดล ยกเว้นคอลัมน์ (2) โมเดลที่ตัดหุ้นกลุ่ม SET100 & penny stock ออก หมายความว่า หุ้นในกลุ่มทดลอง ที่ยังสามารถขายชอร์ตได้ภายใต้ข้อจำกัด มีสภาพคล่องที่สูงกว่ากลุ่มควบคุม

สรุปได้ว่า ในกรอบเวลา 3 เดือน การบังคับใช้กฎ Uptick Rule มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อการ เพิ่มสภาพคล่องของตลาดโดยรวม โดยมีค่า Amihud illiquidity ที่ต่ำโดยเฉพาะในหุ้นที่อยู่ในกลุ่มทดลอง ข้อค้นพบนี้ชี้ให้เห็นว่า แม้จะเป็นมาตรการจำกัดการขายชอร์ต แต่กลับไม่ทำให้ตลาดขาดสภาพคล่องในระยะสั้น ซึ่งสอดคล้องกับ (amihud, 2002): ตรงกันข้ามอาจช่วยเสริมสภาพคล่องในบางกลุ่มหลักทรัพย์ ซึ่งต่างจากหลักฐานในตลาดพัฒนาแล้ว (เช่น Diether et al., 2009; Beber & Pagano, 2013) แต่ใกล้เคียงกับงานที่พบผลลัพธ์เชิงบวกบางส่วนในตลาดเกิดใหม่

4.2. ผลของกฎ Uptick Rule ต่อคุณภาพของตลาด (ระยะเวลา 1 ปี ก่อน-หลัง)

4.2.1. Relative Bid Ask Spread

Variables	(1) Excl. SET100 & penny (No FE)	(2) Excl. SET100 & penny (FE)	(3) Robustness (No FE)	(4) Robustness (FE)
Post	0.000774***	0.000773***	0.000239***	0.000242***
	(0.000060)	(0.000060)	(0.000030)	(0.000030)
Treated	-0.000449***	-0.000346***	-0.000194***	-0.000132***
	(0.000098)	(0.000099)	(0.000032)	(0.000033)
Post × Treated	-0.000805***	-0.000800***	-0.000243***	-0.000244***
	(0.000132)	(0.000132)	(0.000041)	(0.000041)
Turnover	-4.89e-07***	-4.36e-07***	-1.04e-07***	-8.78e-08***
	(7.07e-08)	(7.09e-08)	(1.98e-08)	(1.99e-08)
MarketCap	-1.27e-08***	-1.07e-08***	-2.27e-09***	-6.39e-10
	(2.01e-09)	(2.03e-09)	(8.48e-10)	(8.71e-10)
Constant	0.000801***	0.000280***	0.000261***	0.000065*
	(0.000044)	(0.000090)	(0.000022)	(0.000038)
FE	No	Yes	No	Yes
Observations	190,194	190,194	75,392	75,392
Adjusted R^2	0.0027	0.0045	0.0052	0.0099

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

แสดงผลการวิเคราะห์ Difference in Difference (DiD) โดยใช้ Relative Bid–Ask Spread ในกรอบเวลา 1 ปีก่อน-หลังเหตุการณ์ จากผลการวิเคราะห์พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรเชิงปฏิสัมพันธ์ Post×Treated มีค่า ติดลบทุกโมเดลโมเดลที่ตัดหุ้น SET100 และ penny stocks (คอลัมน์ 1–2) ค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ -0.00344 และ -0.00342 โดยที่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% และ เมื่อทำการ robustness (คอลัมน์ 3–4) ค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ -0.00145 และ -0.00132 โดยที่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% ยืนยันว่าในกรอบเวลา 1 ปี การบังคับใช้กฎ Uptick Rule มีผลอย่างมีนัยสำคัญ ต่อการเพิ่มสภาพคล่องของตลาด

ในส่วน ค่าสัมประสิทธิ์ post มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% (คอลัมน์ 1-4) สะท้อนว่า โดยรวมหลังการประกาศใช้นโยบาย ค่า Relative Bid Ask Spread ของตลาดกว้างขึ้นเล็กน้อย ในส่วนของ Treated มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบและมีนัยสำคัญ ที่ระดับ 1% ในทุกโมเดล หมายความว่า หุ้นในกลุ่มทดลอง ที่ยังสามารถขายชอร์ตได้ภายใต้ข้อจำกัด มี ค่า Relative Bid Ask Spread แคบกว่ากลุ่มควบคุม ซึ่งแสดงถึงต้นทุนการซื้อขายที่ขายที่ต่ำกว่ากลุ่มควบคุม

จากการเปรียบเทียบ ผลใน 3 เดือนและ 1 ปี พบว่า post ในคอลัมน์ที่ (1-4) มีทิศทางของสัมประสิทธิ์เหมือนกันคือบวก ที่ระดับนัยยะสำคัญ 1% ยกเว้นคอลัมน์ที่ (1-2) ที่ไม่มีนัยยะสำคัญทางสถิติ ส่วน Treated ในคอลัมน์ที่ (1-4) มีทิศทางของสัมประสิทธิ์เหมือนกันคือลบ ที่ระดับนัยยะสำคัญทางสถิติ 1% ในส่วน Post × Treated มีทิศทางของสัมประสิทธิ์เหมือนกันคือลบ ส่วนระดับนัยยะสำคัญจะแตกต่างกันไรคอลัมน์ที่ (1-2) คือที่กรอบเวลา 3 เดือนไม่มีนัยยะสำคัญ แต่คอลัมน์ที่ (3-4)มีระดับนัยยะสำคัญทางสถิติ 1% และในกรอบเวลา 1 ปีมีระดับนัยยะสำคัญทางสถิติ 1% ทุกคอลัมน์(1-4)

โดยสรุป ผลการวิเคราะห์ในกรอบเวลา 1 ปีชี้ชัดว่า กฎ Uptick Rule มีผลทำให้ Relative Bid–Ask Spread แคบลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งตีความได้ว่า ต้นทุนการซื้อขายของตลาดลดลงในเชิงสัมพัทธ์ สะท้อนคุณภาพตลาดที่ดีขึ้นในระยะยาว ผลการศึกษานี้ขัดแย้งกับวรรณกรรมในหลายประเทศ (Diether et al., 2009; Beber & Pagano, 2013) ที่มักพบว่าการจำกัดการขายชอร์ตทำให้สเปรดกว้างขึ้น

4.2.2. Absolute Bid Ask Spread

Variables	(1) Excl. SET100 & penny (No FE)	(2) Excl. SET100 & penny (FE)	(3) Robustness (No FE)	(4) Robustness (FE)
Post	0.0238*	0.0241*	0.0165***	0.0148***
	(0.0131)	(0.0130)	(0.00347)	(0.00343)
Treated	-0.3068***	-0.3118***	0.0430***	0.0317***
	(0.0220)	(0.0220)	(0.00377)	(0.00378)
Post × Treated	-0.0464	-0.0459	-0.0340***	-0.0302***
	(0.0295)	(0.0292)	(0.00484)	(0.00478)
Turnover	-0.000206***	-0.000238***	-0.000026***	-0.000020***
	(0.000016)	(0.000016)	(0.000002)	(0.000002)
MarketCap	-0.00000104**	0.000000111	0.00000226***	0.00000295***
	(0.000000451)	(0.000000451)	(0.00000010)	(0.00000010)
Constant	0.5160***	0.3453***	0.0694***	0.0296***
	(0.00962)	(0.0197)	(0.00253)	(0.00445)
FE	No	Yes	No	Yes
Observations	215,807	215,807	81,997	81,997
Adjusted R^2	0.0037	0.0234	0.0154	0.0386

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

แสดงผลการวิเคราะห์ Difference in Difference (DiD) โดยใช้ Absolute Bid-Ask Spread ในกรอบเวลา 1 ปีก่อน-หลังเหตุการณ์ จากผลการวิเคราะห์พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรเชิงปฏิสัมพันธ์ Post×Treated มีค่า ติดลบทุกโมเดลโมเดลที่ตัดหุ้น SET100 และ penny stocks (คอลัมน์ 1–2) ค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ -0.0464 และ -0.0459 ตามลำดับ โดยที่ไม่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติ และ เมื่อทำการ robustness (คอลัมน์ 3–4) ค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ -0.0340 และ -0.0302 ตามลำดับ โดยที่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% ซึ่งบ่งชี้ว่า เมื่อใช้วิธีการ robustness ที่ควบคุมเงื่อนไขมากขึ้น พบหลักฐานที่สนับสนุนว่า Uptick Rule ทำให้ Absolute Spread ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และ ลดต้นทุนการซื้อขายในระยะยาว

ในส่วน ค่าสัมประสิทธิ์ post มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% (คอลัมน์ 3-4) แต่คอลัมน์ 1-2 มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ 10% สะท้อนว่า โดยรวมหลังการประกาศใช้นโยบาย ค่า Absoloute Bid Ask Spread ของตลาดกว้างขึ้นเล็กน้อย ในส่วนของ Treated มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบและมีระดับนัยสำคัญ 1% ในคอลัมน์ที่ (1-4) หมายความว่า หุ้นในกลุ่มทดลอง ที่ยังสามารถขายชอร์ตได้ภายใต้ข้อจำกัด มีค่า Absoloute Bid Ask Spread แคบกว่ากลุ่มควบคุม

จากการเปรียบเทียบ ผลใน 3 เดือนและ 1 ปี พบว่า post ในคอลัมน์ที่ (1-4) มีทิศทางของสัมประสิทธิ์เหมือนกันคือบวก โดยมีระดับนัยยะสำคัญ 1% คอลัมน์ที่ (1-2) แต่คอลัมน์ที่ (3-4) มีระดับนัยยะสำคัญ 10% ของกรอบ 1 ปีส่วน ส่วนกรอบ 3 เดือน คอลัมน์ที่ (1-2) ไม่มีนัยยะสำคัญทางสถิติ และ คอลัมน์ที่ (3-4)มีนัยยะสำคัญทางสถิติ 1% ในส่วนของ Treated ในคอลัมน์ที่ (1-4) มีทิศทางของสัมประสิทธิ์เหมือนกันคือลบ ที่ระดับนัยยะสำคัญทางสถิติ 1% เหมือนกันทุกคอลัมน์ทั้งสองกรอบเวลา ในส่วน Post × Treated มีทิศทางของสัมประสิทธิ์เหมือนกันคือลบ ส่วนระดับนัยยะสำคัญเหมือนกันทั้งสองช่วงเวลา คือคอลัมน์ที่ (1-2) ไม่มีนัยยะสำคัญทางสถิติ ส่วนคอลัมน์ที่ (3-4)มีระดับนัยยะสำคัญทางสถิติ 1%

สรุปได้ว่าแม้ผลลัพธ์เบื้องต้นจะไม่สม่ำเสมอ แต่เมื่อควบคุมปัจจัยและตรวจสอบความทนทาน ผลเชิงลบที่มีนัยสำคัญบ่งบอกว่ากฎ Uptick Rule มีศักยภาพในการ ลดต้นทุนการซื้อขายเชิงมูลค่า ในระยะยาวข้อค้นพบนี้แตกต่างจากวรรณกรรมระหว่างประเทศที่มักรายงานผลเชิงลบต่อคุณภาพตลาด (Diether et al., 2009; Beber & Pagano, 2013) แต่สะท้อนความเป็นไปได้ว่าในตลาดไทยปี 2567 กฎ Uptick Rule ช่วยสร้างแรงจูงใจให้ผู้ลงทุนรักษาสภาพคล่องฝั่ง bid/ask ส่งผลให้สเปรดแคบลง

4.2.3. Parkinson Volatility

Variables	(1) Excl. SET100 & penny (No FE)	(2) Excl. SET100 & penny (FE)	(3) Robustness (No FE)	(4) Robustness (FE)
Post	0.00257***	0.00258***	0.00154***	0.00159***
	(0.00009)	(0.00009)	(0.00015)	(0.00014)
Treated	-0.00034**	-0.00047***	-0.00072***	-0.00063***
	(0.00016)	(0.00016)	(0.00016)	(0.00016)
Post × Treated	-0.00087***	-0.00088***	-0.00018	-0.00027
	(0.00021)	(0.00021)	(0.00020)	(0.00020)
Turnover	9.58e-06***	9.43e-06***	8.76e-06***	8.56e-06***
	(1.09e-07)	(1.09e-07)	(9.37e-08)	(9.38e-08)
MarketCap	-6.14e-08***	-5.75e-08***	-4.05e-08***	-6.60e-08***
	(3.15e-09)	(3.18e-09)	(4.14e-09)	(4.24e-09)
Constant	0.0149***	0.0138***	0.0152***	0.0159***
	(0.00007)	(0.00014)	(0.00011)	(0.00019)
FE	No	Yes	No	Yes
Observations	187,796	187,796	74,200	74,200
Adjusted R^2	0.0458	0.0503	0.1093	0.1201

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

แสดงผลการวิเคราะห์ Difference in Difference (DiD) โดยใช้ Parkinson Volatility ในกรอบเวลา 1 ปีก่อน-หลังเหตุการณ์ จากผลการวิเคราะห์พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรเชิงปฏิสัมพันธ์ Post×Treated มีค่า ติดลบทุกโมเดลโมเดลที่ตัดหุ้น SET100 และ penny stocks (คอลัมน์ 1–2) ค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ -0.00087 และ -0.00088 ตามลำดับ โดยที่ไม่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติ และ เมื่อทำการ robustness (คอลัมน์ 3–4) ค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ -0.00018 และ -0.00027 ตามลำดับ โดยไม่ที่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติที่ ซึ่งบ่งชี้ว่าเมื่อใช้วิธีการ robustness ที่ควบคุมเงื่อนไขมากขึ้น ไม่มีหลักฐานที่จะอธิบายว่าทำให้หุ้นผันผวนมากขึ้น

ในส่วน ค่าสัมประสิทธิ์ post มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% (คอลัมน์ 1-4) สะท้อนว่า โดยรวมหลังการประกาศใช้นโยบาย ค่า Parkison Volatility ของตลาดเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ในส่วนของ Treated มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบและมีระดับมีนัยสำคัญ 1% ในทุกโมเดล หมายความว่า ยกเว้นในคอลัมน์ที่ 1 ที่มีระดับมีนัยสำคัญ 10% หมายความว่า หุ้นในกลุ่มทดลอง ที่ยังสามารถขายชอร์ตได้ภายใต้ข้อจำกัด มี ค่า Parkinson Volatility ที่ต่ำกว่ากลุ่มควบคุม ซึ่งแสดงถึงความผันผวนของราคาที่ต่ำกว่ากลุ่มควบคุม

จากการเปรียบเทียบ ผลใน 3 เดือนและ 1 ปี พบว่า post ในคอลัมน์ที่ (1-4) มีทิศทางของสัมประสิทธิ์เหมือนกันคือบวก ที่ระดับนัยยะสำคัญ 1% ทุกคอลัมน์ (1-4) ส่วน Treated ในคอลัมน์ที่ (1-4) มีทิศทางของสัมประสิทธิ์เหมือนกันคือลบ ที่ระดับนัยยะสำคัญทางสถิติ 1% ทุกตัวยกเว้น คอลัมน์ 1 โดยมีระดับนัยยะสำคัญทางสถิติ 5% ทั้งสองช่วงเวลา ในส่วน Post × Treated มีทิศทางของสัมประสิทธิ์เหมือนกันคือลบ ในคอลัมน์ (1-4) ในกรอบเวลาสามเดือน โดยไม่มีระดับนัยยะสำคัญทางสถิติที่คอลัมน์(1-2) ส่วนคอลัมน์(3-4) มีระดับนัยยะสำคัญทางสถิติที่ 1% และในกรอบหนึ่งปี คอลัมน์ที่(1-2) ระดับนัยยะสำคัญทางสถิติ 1% ส่วนในคอลัมน์ที่(3-4) ไม่มีระดับนัยยะสำคัญทางสถิติ

สรุปได้ว่าแม้ผลลัพธ์เบื้องต้นจะไม่สม่ำเสมอ แต่เมื่อควบคุมปัจจัยและตรวจสอบความทนทาน ผลเชิงลบที่มีนัยสำคัญบ่งบอกว่ากฎ Uptick Rule มีศักยภาพในการ ลดต้นทุนการซื้อขายเชิงมูลค่า ในระยะยาวข้อค้นพบนี้แตกต่างจากวรรณกรรมระหว่างประเทศที่มักรายงานผลเชิงลบต่อคุณภาพตลาด (Diether et al., 2009; Beber & Pagano, 2013) แต่สะท้อนความเป็นไปได้ว่าในตลาดไทยปี 2567 กฎ Uptick Rule ช่วยสร้างแรงจูงใจให้ผู้ลงทุนรักษาสภาพคล่องฝั่ง bid/ask ส่งผลให้สเปรดแคบลง

4.2.4. Amihud Illiquidity ratio

Variables	(1) Excl. SET100 & penny (No FE)	(2) Excl. SET100 & penny (FE)	(3) Robustness (No FE)	(4) Robustness (FE)
Post	0.000774***	0.000773***	0.000239***	0.000242***
	(0.000060)	(0.000060)	(0.000030)	(0.000030)
Treated	-0.000449***	-0.000346***	-0.000194***	-0.000132***
	(0.000098)	(0.000099)	(0.000032)	(0.000033)
Post × Treated	-0.000805***	-0.000800***	-0.000243***	-0.000244***
	(0.000132)	(0.000132)	(0.000041)	(0.000041)
Turnover	-4.89e-07***	-4.36e-07***	-1.04e-07***	-8.78e-08***
	(7.07e-08)	(7.09e-08)	(1.98e-08)	(1.99e-08)
MarketCap	-1.27e-08***	-1.07e-08***	-2.27e-09***	-6.39e-10
	(2.01e-09)	(2.03e-09)	(8.48e-10)	(8.71e-10)
Constant	0.000801***	0.000280***	0.000261***	0.000065*
	(0.000044)	(0.000090)	(0.000022)	(0.000038)
FE	No	Yes	No	Yes
Observations	190,194	190,194	75,392	75,392
Adjusted R^2	0.0027	0.0045	0.0052	0.0099

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

แสดงผลการวิเคราะห์ DiD โดยใช้ Amihud illiquidity ในกรอบเวลา 1 ปีก่อน-หลังเหตุการณ์ จากผลการวิเคราะห์พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรเชิงปฏิสัมพันธ์ Post×Treated มีค่า ติดลบในทุกโมเดล โมเดลที่ตัดหุ้น SET100 และ penny stocks (คอลัมน์ 1–2) ค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ -0.000805 และ -0.000800 โดยที่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% และ เมื่อทำการ robustness (คอลัมน์ 3–4) ค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ -0.000243 และ -0.000244 โดยที่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% สะท้อนว่าหลังการบังคับใช้กฎ หุ้นในกลุ่มทดลอง (treatment group) มีค่า Amihud ลดลงเมื่อเทียบกับกลุ่มควบคุม ซึ่งหมายถึง สภาพคล่องที่มากกว่ากลุ่มควบคุม ซึ่งเป็นการตอบย้ำว่าในกรอบเวลา 1 ปี การบังคับใช้กฎ Uptick Rule มีผลอย่างมีนัยสำคัญ ต่อการเพิ่มสภาพคล่องของตลาด ผ่านค่า Amihud illiquidity ที่ลดลง

ในส่วน ค่าสัมประสิทธิ์ post มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ทุกคอลัมน์ (1-4) สะท้อนว่า โดยรวมหลังการประกาศใช้นโยบาย ระดับ illiquidity ของตลาดเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ในส่วนของ Treated มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ 1% ในทุกโมเดลคอลัมน์ (1-4) หมายความว่า หุ้นในกลุ่มทดลอง ที่ยังสามารถขายชอร์ตได้ภายใต้ข้อจำกัด มี illiquidity ต่ำกว่ากลุ่มควบคุม

จากการเปรียบเทียบ ผลใน 3 เดือนและ 1 ปี พบว่า post ในคอลัมน์ที่ (1-4) มีทิศทางของสัมประสิทธิ์เหมือนกันคือบวก ที่ระดับนัยยะสำคัญ 1% ส่วน Treated ในคอลัมน์ที่ (1-4) มีทิศทางของสัมประสิทธิ์เหมือนกันคือลบ ที่ระดับนัยยะสำคัญทางสถิติ 1% ยกเว้นของ คอลัมน์ 2 ของกรอบเวลา 3 เดือน ที่มีระดับนัยยะสำคัญทางสถิติ 5% และในส่วน Post × Treated มีทิศทางของสัมประสิทธิ์เหมือนกันคือลบ ส่วนระดับนัยยะสำคัญจะแตกต่างกันไรคอลัมน์ที่ (1-2) คือที่กรอบเวลา 3 เดือนไม่มีนัยยะสำคัญแต่คอลัมน์ที่ (3-4) มีระดับนัยยะสำคัญทางสถิติ 1% และในกรอบเวลา 1 ปีมีระดับนัยยะสำคัญทางสถิติ 1% ทุกคอลัมน์ (1-4)

โดยสรุป ผลการวิเคราะห์ในกรอบเวลา 1 ปีก่อน-หลังเหตุการณ์ ชี้ชัดว่า กฎ Uptick Rule มีผลทำให้ ค่า Amihud ลดลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งตีความได้ว่า สภาพคล่องของหุ้นในกลุ่มที่ยังสามารถขายชอร์ตได้ภายใต้ข้อจำกัดของกฎดังกล่าวมีการปรับตัวดีขึ้นในระยะยาว ข้อค้นพบนี้แตกต่างจากผลการศึกษาในหลายประเทศ (เช่น Diether et al., 2009; Beber & Pagano, 2013) ที่มักพบว่าการจำกัด short selling ส่งผลลบต่อสภาพคล่อง แต่กลับใกล้เคียงกับกรณีของตลาดไทยปี 2020 (Likitapiwat & Treepongkaruna, 2022) ที่แสดงผลลัพธ์เชิงผสมผสาน ขึ้นอยู่กับโครงสร้างของหุ้นและสภาวะตลาด

5. ข้อสรุปและข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

งานวิจัยนี้ศึกษาประสิทธิผลของมาตรการ Uptick Rule ที่ประกาศโดย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เมื่อวันที่ 1 กรกฎาคม 2567 ซึ่งเป็นหนึ่งในเครื่องมือที่หน่วยงานกำกับดูแลมักใช้เพื่อลดความตื่นตระหนกในตลาดและเพิ่มสภาพคล่อง โดยเฉพาะในช่วงที่ตลาดเผชิญความเครียดสูง ผลการศึกษาพบว่า หลังจากการนำมาตรการ Uptick Rule มาใช้ relative และ absolute bid-ask spread มีส่วนต่างแคบลง, Amihud illiquidity ratio ลดลงสะท้อนถึงสภาพคล่องที่ดีขึ้น และ Parkinson volatility เพิ่มขึ้นเล็กน้อย ผลลัพธ์เหล่านี้ชี้ให้เห็นว่ามาตรการ Uptick Rule ส่งผลดีต่อสภาพคล่องของตลาด แม้ว่าความผันผวนจะเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย และสะท้อนบทบาทสำคัญของ short seller ในการช่วยให้ราคาสะท้อนข้อมูลได้รวดเร็วและสนับสนุนสภาพคล่องในตลาดหุ้นไทย ผลลัพธ์ของเราสอดคล้องกับงานวิจัยต่างประเทศ เช่น Alexander & Peterson (1999) พบว่า Uptick Rule ลดความเสี่ยงจาก adverse selection และปรับปรุงคุณภาพการดำเนินการคำสั่งขายชอร์ตโดยเฉพาะในหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำ, พบว่ามาตรการนี้ทำให้คำสั่งขายชอร์ตดำเนินการได้มีประสิทธิภาพมากขึ้นโดยเฉพาะในหุ้นที่ผลประกอบการต่ำกว่าที่คาด, Gallo, Giampiero M. and Otranto, Edoardo,(2014) พบว่าช่วยลดความผันผวนของราคาหุ้นที่มีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐาน แม้ว่าความผันผวนจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย และ Diether, Lee & Werner (2007) พบว่า Uptick Rule ลดความบิดเบือนของคำสั่งซื้อขายจากการขายชอร์ตที่ไม่เป็นธรรมและช่วยปรับปรุงคุณภาพตลาดโดยรวม จากหลักฐานเชิงประจักษ์เหล่านี้ มาตรการ Uptick Rule จึงมีผลเชิงบวกต่อคุณภาพตลาด ช่วยลดความเสี่ยงจากการเลือกข้างที่ไม่เป็นธรรม ปรับปรุงการดำเนินการคำสั่งขายชอร์ต และเพิ่มสภาพคล่อง แม้ว่าความผันผวนจะเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย ดังนั้นหน่วยงานกำกับดูแลควรพิจารณาใช้มาตรการนี้อย่างรอบคอบ โดยเฉพาะใน ตลาดเกิดใหม่ ที่มีหุ้นขนาดเล็กจำนวนมาก การกระจายตัวต่ำ และมีทางเลือกในการขายชอร์ตจำกัด ตามที่ Frino et al. (2011) ระบุ วิกฤติการเงินไม่สามารถคาดเดาได้ หากเกิดวิกฤติขึ้นอีก หน่วยงานกำกับดูแลจะต้องเข้ามาแทรกแซง และผลลัพธ์จากงานวิจัยนี้สามารถเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจเชิงนโยบายสำหรับอนาคต

บรรณานุกรม

Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets, 5*(1), 31–56. https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6

Beber, A., & Pagano, M. (2013). Short-selling bans around the world: Evidence from the 2007–09 crisis. *The Journal of Finance, 68*(1), 343–381. เข้าถึงจาก https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.2012.01802.x

Boehmer, E., Jones, C. M., & Zhang, X. (2009). Shackling short sellers: The 2008 shorting ban. *The Journal of Finance, 64*(5), 1651–1675. เข้าถึงจาก https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1412844

Boehmer, E., Jones, C. M., & Zhang, X. (2013). Shackling short sellers: The 2008 shorting ban. *The Review of Financial Studies, 26*(6), 1363–1400. เข้าถึงจาก http://www.jstor.org/stable/23470183

Boehmer, E., & Wu, J. (2013). Short selling and the price discovery process. *The Review of Financial Studies, 26*(2), 287–322. https://doi.org/10.1093/rfs/hhs097

Bohl, M. T., Christophers, B., & Heinemann, F. (2012). Short-selling bans and stock market liquidity: Evidence from the 2008 financial crisis. *International Review of Law and Economics, 32*(3), 262–270. เข้าถึงจาก https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1452583

Bris, A., Goetzmann, W. N., & Zhu, N. (2007). Efficiency and the bear: Short sales and markets around the world. *The Journal of Finance, 62*(3), 1029–1079. เข้าถึงจาก http://www.jstor.org/stable/4622295

Chang, E. C., Cheng, J. W., & Yu, Y. (2007). Short-sales constraints and price discovery: Evidence from the Hong Kong market. *The Journal of Finance, 62*(5), 2097–2121. เข้าถึงจาก http://www.jstor.org/stable/4622330

Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2008). Liquidity and market efficiency. *Journal of Financial Economics, 87*(2), 249–268. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.005

Culp, C. L., & Heaton, J. B. (2008). The economics of naked short selling. *Cato Institute, 46–53.* เข้าถึงจาก https://elischolar.library.yale.edu/ypfs-documents/8887

Diether, K. B., Lee, K.-H., & Werner, I. M. (2007). Short-sale strategies and return predictability. *Review of Financial Studies, 22*(2), 575–607. เข้าถึงจาก https://diether.org/papers/short_strategies.pdf

Diether, K. B., Lee, K.-H., & Werner, I. M. (2009). Short-sale strategies and return predictability. *The Review of Financial Studies, 22*(2), 575–607. https://doi.org/10.1093/rfs/hhn047

Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1987). Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information. *Journal of Financial Economics, 18*(2), 277–311. https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X87900420

Frino, A., Lecce, S., & Lepone, A. (2011). Short-sales constraints and market quality: Evidence from the 2008 short-selling ban. *International Review of Finance, 11*(3), 263–282. https://ideas.repec.org/a/eee/finana/v20y2011i4p225-236.html

Gallo, G. M., & Otranto, E. (2014). Forecasting realized volatility with changes of regimes. SSRN. เข้าถึงจาก https://ssrn.com/abstract=2390780

Grullon, G., Michenaud, S., & Weston, J. P. (2015). The real effects of short-selling constraints. *The Review of Financial Studies, 28*(6), 1737–1767. เข้าถึงจาก http://www.jstor.org/stable/24466870

Huang, R. D., & Stoll, H. R. (1996). Dealer versus auction markets: A paired comparison of execution costs on NASDAQ and the NYSE. *Journal of Financial Economics, 41*(3), 313–357. เข้าถึงจาก https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=6498

Lesmond, D. A. (2005). Liquidity of emerging markets. *Journal of Financial Economics, 77*(2), 411–452. https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X05000176

Li, C., Xu, H., Wang, L., & Zhou, P. (2019). Short-selling and corporate innovation: Evidence from the Chinese market. *China Journal of Accounting Studies, 7*(3), 293–316. https://doi.org/10.1080/21697213.2019.1676044

Likitapiwat, T., & Treepongkaruna, S. (2022). It's COVID-19 chaos! Is the temporary restriction on short selling in Thailand effective? *Cogent Economics & Finance, 10*(1). https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2106633

Miller, E. M. (1977). Risk, uncertainty, and divergence of opinion. *The Journal of Finance, 32*(4), 1151–1168. https://doi.org/10.2307/2326520

Parkinson, M. (1980). The extreme value method for estimating the variance of the rate of return. *Journal of Business, 53*(1), 61–65. https://doi.org/10.1086/296071

Spolaore, A., & Le Moign, C. (2024). Market impacts of the 2020 short selling bans (ESMA Working Paper No. 1). *European Securities and Markets Authority.* เข้าถึงจาก https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA50-524821-3002_Working_Paper_-_Market_impacts_of_the_2020_short_selling_bans.pdf

Stock Exchange of Thailand. (2025). *Market consultation: Regulatory review of short selling and HFT* [PDF]. https://media.set.or.th/set/Documents/2025/Mar/No13_ConsultativePaper_Regulatory_Review_of_Short_Selling_and_HFT.pdf

Stoll, H. R. (2000). Friction. *The Journal of Finance, 55*(4), 1479–1514. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00264