

## บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล



จากการรวบรวมข้อมูลในการศึกษาของบริษัทที่จดทะเบียนเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนในช่วงปี พ.ศ. 2536-2540 มีบริษัทตัวอย่างที่นำมาศึกษาจำนวน 128 บริษัทที่สามารถหาข้อมูลที่เกี่ยวข้องในการศึกษาได้ครบถ้วน จากจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนใหม่ในช่วงเวลาดังกล่าวทั้งหมด 159 บริษัท โดยผลการศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบจากการตอบสนองของตลาดในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น แบ่งออกเป็น 5 ส่วน คือ ผลการศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ปัจจัยที่อธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงเวลาดังกล่าว การศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร และผลการศึกษาเมื่อตัดข้อมูลการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่มีค่าผิดปกติ โดยวิเคราะห์ด้วยแผนภาพ ข้อมูลทางสถิติและผลการทดสอบทางสถิติ ดังข้างล่างนี้

### 4.1 ผลกระทบจากการตอบสนองของตลาดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์

#### 4.1.1 การวิเคราะห์ด้วยแผนภาพ (ดูแผนภาพที่ 1)

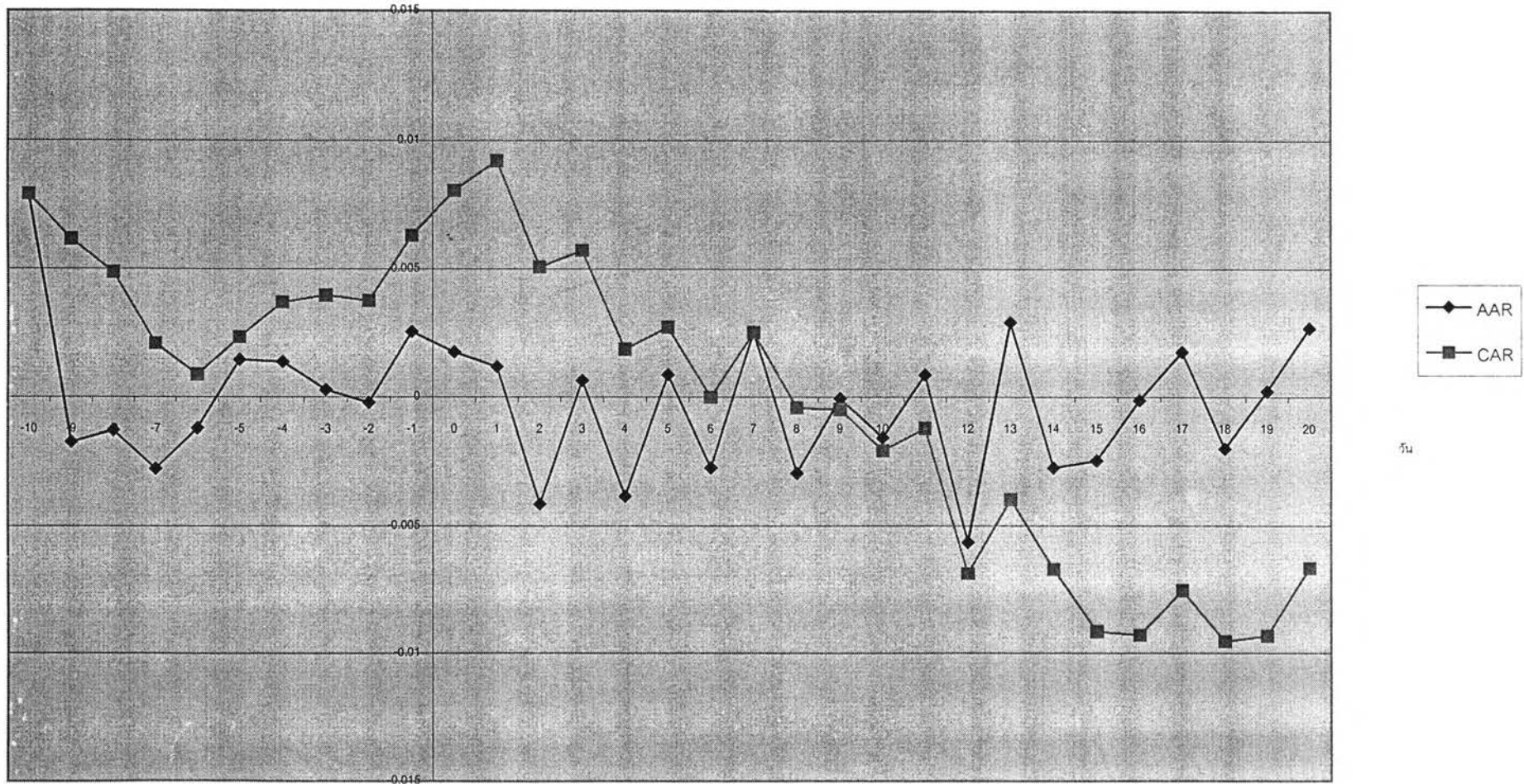
จากแผนภาพที่ 1 แสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในช่วงวันที่ 2 หลังจากสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นเป็นต้นไป  $[+2,+20]$  มีการแกว่งตัวอยู่ในแดนบวกและแดนลบสลับกันไป โดยในวันที่ 12 มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยต่ำที่สุด มีค่าเท่ากับ  $-0.0067$  อย่างไรก็ตาม ในช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น 5 วัน จนถึง 1 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น  $[-5,+1]$  สังเกตเห็นว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยมีค่าอยู่ในแดนบวก มีค่าอยู่ในช่วง  $0.0003-0.0017$  ซึ่งผลการศึกษาที่ได้รับแตกต่างจากประเทศสหรัฐอเมริกา ที่ได้ค่าในช่วงเวลานี้ติดลบและยังมีวันที่ 10 ก่อนสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นที่อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยมีค่าสูงอย่างชัดเจนเมื่อเทียบกับวันอื่นในช่วงเวลาที่ศึกษา มีค่าเท่ากับ  $0.0079$

#### 4.1.2 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ (ดูตารางที่ 2)

จากตารางที่ 2 แสดงถึงอัตราผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อขายหุ้น จะเห็นได้ว่าในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดนั้น ตลาดได้มีความสนใจในข้อกำหนดดังกล่าว เนื่องจากพบว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยของหุ้นสามัญในช่วงก่อนวันสิ้นสุด 1 วันจนถึงหลังจากวันสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย 1 วัน เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวก ซึ่งถ้าสังเกตการซื้อขายหุ้นสามัญในตลาดในช่วงรอบระยะเวลาดังกล่าวจะ

แผนภาพที่ 1 แสดงอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น (Silent Period)

อัตราผลตอบแทน



514

พบว่า ช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น 10 วันนั้น การซื้อขายหุ้นสามัญเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติโดยเฉลี่ยมากที่สุดในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาคือ เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสูงถึงประมาณ 0.0079 และค่าสูงสุดของอัตราผลตอบแทนผิดปกติในวันนั้นก็สูงกว่าค่าสูงสุดของอัตราผลตอบแทนผิดปกติในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาทั้งหมดด้วย คือ 0.2451 ในขณะที่เวลาอื่นเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยไล่เลี่ยกัน คือ อยู่ในช่วงประมาณ  $(-0.004) - 0.003$  ยกเว้นวันที่ 12 ที่มีค่าต่ำถึง  $-0.06$

จากแผนภาพนี้ สามารถสังเกตเห็นแนวโน้มของอัตราผลตอบแทนผิดปกติโดยเฉลี่ยได้ คือ ในช่วงวันที่ 9 ถึงวันที่ 6 ก่อนสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น ได้เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติในเชิงลบ ซึ่งแสดงถึงความต้องการซื้อหุ้นโดยเฉลี่ยในช่วงเวลานี้ไม่ค่อยสูง ทำให้นักลงทุนทั่วไปไม่ได้รับกำไรส่วนเกินจากการซื้อขายหุ้น แต่เมื่อสังเกตช่วงเวลาใกล้สิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น จะพบว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยมีแนวโน้มที่เกิดกำไรแก่นักลงทุน โดยเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวก ในช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น 5 วันจนถึง 1 วัน หลังสิ้นสุดวันที่ห้ามขายหุ้น ยกเว้นก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นวันที่ 2

ปรากฏการณ์นี้สามารถบอกได้เป็นนัยว่า ในช่วงเวลาดังกล่าวได้มีความต้องการซื้อหุ้นในตลาดเพิ่มขึ้นจากระยะเวลาก่อนหน้านั้น ซึ่งอาจเกิดได้จากหลายสาเหตุ โดยที่สาเหตุสำคัญประการหนึ่ง ก็น่าจะเป็นเพราะนักลงทุนทั่วไปมีความคาดหวังในบริษัทที่จดทะเบียนใหม่ โดยอาจได้รับข้อมูลข่าวสารจากในตลาดหรืออาจดูผลประกอบการของบริษัทในช่วงเวลาที่ผ่านมาแล้ว ลงความเห็นว่าควรลงทุนในบริษัทดังกล่าวเพราะน่าจะก่อให้เกิดกำไรตามวัตถุประสงค์ของการลงทุนของตน และสาเหตุสำคัญอีกประการหนึ่ง คือ อาจเกิดจากการตั้งใจเผยแพร่ข่าวสารในช่วงเวลาดังกล่าวของบริษัทและที่ปรึกษาทางการเงินอื่น ๆ ให้เป็นไปในทิศทางที่ดีต่อบริษัททำให้นักลงทุนทั่วไปเกิดความสนใจที่จะลงทุนในหลักทรัพย์ในช่วงเวลาดังกล่าวเพิ่มขึ้นเพราะคาดว่าจะก่อให้เกิดผลกำไร ซึ่งผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะได้ประโยชน์จากความต้องการซื้อที่เพิ่มขึ้นในช่วงนี้ด้วย เพราะตนสามารถที่จะขายหุ้นได้ตามจำนวนที่ตนมีทั้งหมดแล้ว

ดังนั้นจึงสังเกตได้ว่าในช่วงที่แต่ละบริษัทจะสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นของผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ที่เกี่ยวข้องนั้น มักจะมีข่าวที่เป็นไปในทางที่ดีในตลาดเพื่อกระตุ้นให้นักลงทุนเกิดความสนใจที่จะลงทุนในบริษัท เช่น การประกาศจ่ายเงินปันผล นอกจากนั้นอาจเกิดจากการซื้อขายหุ้นสามัญของผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ในส่วนที่ตนไม่ได้ถูกกำหนดห้ามขายเพื่อกระตุ้นความสนใจในตลาด เนื่องจากพฤติกรรมกรรมการซื้อขายของบุคคลกลุ่มนี้มักจะถูกนำไปเป็นแนวทางในการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนทั่วไป เพราะนักลงทุนทั่วไปมักคิดว่าบุคคลกลุ่มนี้มีความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลภายในของบริษัท เช่น นโยบายการบริหาร สถานะที่แท้จริงของ

ตารางที่ 2 ตารางแสดงค่าทางสถิติของอัตราผลตอบแทนผิดปกติ

วัน	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
T-10	0.007891	0.002651	0.043483	0.245139	-0.163178
T-9	-0.00174	-0.000633	0.034925	0.107307	-0.159672
T-8	-0.00129	0.000676	0.040048	0.161744	-0.132128
T-7	-0.002772	-0.00158	0.033394	0.179561	-0.109786
T-6	-0.001216	-0.001148	0.036897	0.112922	-0.145287
T-5	0.001453	0.001971	0.033368	0.145552	-0.112992
T-4	0.001364	-0.002291	0.031882	0.166855	-0.075584
T-3	0.000274	-0.001344	0.030249	0.145827	-0.096203
T-2	-0.000221	-0.001346	0.024997	0.093213	-0.10362
T-1	0.002546	-7.08E-05	0.031613	0.164503	-0.109398
T+0	0.001747	0.001085	0.032514	0.107167	-0.182738
T+1	0.001166	0.001206	0.033836	0.190798	-0.137951
T+2	-0.004137	-0.002232	0.041981	0.156065	-0.291671
T+3	0.000638	-0.001112	0.036037	0.139646	-0.125977
T+4	-0.003842	-0.002333	0.030583	0.065658	-0.162787
T+5	0.00086	-0.001048	0.040085	0.188765	-0.10702
T+6	-0.002736	-0.002623	0.041869	0.115221	-0.302718
T+7	0.002527	0.00133	0.034685	0.243169	-0.107207
T+8	-0.00294	0.000569	0.040996	0.101906	-0.296396
T+9	-6.2E-05	-0.001094	0.031093	0.122615	-0.124348
T+10	-0.001575	0.000269	0.028857	0.133862	-0.095761
T+11	0.000852	6.77E-05	0.0368	0.141729	-0.153762
T+12	-0.005651	-0.001904	0.046511	0.236752	-0.334018
T+13	0.002901	0.000439	0.029498	0.132293	-0.084099
T+14	-0.002737	-0.001202	0.029831	0.143696	-0.138463
T+15	-0.002458	-0.000746	0.041657	0.137643	-0.324704
T+16	-0.000138	-2.96E-06	0.027834	0.108201	-0.125608
T+17	0.001746	-0.000219	0.035397	0.216441	-0.144239
T+18	-0.001992	-0.001542	0.029288	0.089955	-0.107976
T+19	0.000207	-0.001237	0.03151	0.145382	-0.103435
T+20	0.00268	-0.002197	0.031058	0.134594	-0.096033

บริษัท ข้อมูลพันธ์ทางกฎหมาย ฯลฯ ที่นักลงทุนทั่วไปไม่สามารถทำได้ ดังนั้นจึงน่าจะมีการตัดสินใจลงทุนที่เหมาะสม กับสถานการณ์ของบริษัทในขณะนั้น

เมื่อพิจารณาการตอบสนองของตลาดต่อข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ในระยะยาวหลังจากสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น จะพบว่าว่าการซื้อขายหุ้นสามัญในช่วงเวลาต่อมาไม่ได้มีแนวโน้มในการตอบสนองของตลาด เพราะอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในช่วงหลังจากสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นมีทั้งได้กำไรส่วนเกินและไม่ได้กำไรส่วนเกินจากการลงทุน ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะการซื้อขายในช่วงเวลาดังกล่าวของนักลงทุนทั่วไปมักอาศัยข้อมูลข่าวสารในตลาดทำการซื้อขาย ดังนั้นอาจตัดสินใจตามวิจารณญาณของตนซึ่งอาจผิดพลาดหรือถูกต้องตามแต่สถานการณ์ นอกจากนั้น อาจเกิดจากการที่ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ที่เกี่ยวข้องได้รับอิสระในการขายหุ้นของตนทั้งหมด ตั้งใจซื้อขายหุ้นโดยใช้ข้อมูลภายใน เพื่อวัตถุประสงค์ที่จะขึ้นตลาด ก่อให้เกิดผลกระทบต่อตลาดโดยรวมและการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนทั่วไป

#### 4.1.3 ผลการทดสอบทางสถิติ (ดูตารางที่ 3)

จากตารางที่ 3 ที่แสดงผลการศึกษาทางสถิติของอัตราผลตอบแทนผิดปกติในช่วงวันที่สิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด พบว่า การซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงก่อนและหลังวันที่สิ้นสุดกำหนดห้ามขาย  $[-5,+2]$  ยกเว้นวันที่  $[t-2]$  มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติในเชิงบวกและไม่ได้มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งผลที่ได้รับขัดแย้งกับผลงานวิจัยในเรื่องเดียวกันของประเทศสหรัฐอเมริกา ที่พบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ เพราะมีการเทขายหุ้นจำนวนมากทำให้ราคาหุ้นตก เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ [Dussold และ Stephens (2000)] ทั้งนี้อาจเนื่องจากสาเหตุหลายประการ คือ

1. การเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารในตลาดเป็นไปอย่างค่อนข้างมีประสิทธิภาพ ทำให้นักลงทุนส่วนใหญ่ทราบถึงจำนวนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายและระยะเวลาสิ้นสุดการห้ามขายหุ้นอย่างแน่นอน ดังนั้นจึงไม่ได้มีการตระหนกตกใจไปกับการเทขายหุ้นสามัญในช่วงเวลาดังกล่าว เนื่องจากรู้ว่าไม่ได้เกิดจากข้อมูลข่าวสารอื่น ๆ แต่เกิดเพราะผู้ถือหุ้นผู้บริหารและผู้ที่เกี่ยวข้องมีความสามารถที่จะขายหุ้นในสวนครอบครองของตนได้เต็มจำนวน ดังนั้นจึงไม่ได้มีพฤติกรรมไปตามตลาดที่มีการเทขายหุ้น ทำให้ไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นมากนัก อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในช่วงเวลานี้จึงเป็นค่าบวกและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ
2. นักลงทุนส่วนใหญ่อาจมองเห็นว่าถึงแม้จะมีการเทขายหุ้นเข้าสู่ตลาดเป็นจำนวนมากเมื่อสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น (กำหนดห้ามขายหุ้นเป็นจำนวนถึง 55% ของทุนจดทะเบียนที่ชำระเงินแล้ว) แต่นักลงทุนมีความคาดหวังว่าในอนาคตข้างหน้า

### ตารางที่ 3 ตารางแสดงค่าการทดสอบทางสถิติของอัตราผลตอบแทนผิดปกติ

ตารางแสดงค่าการทดสอบทางสถิติของอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด 10 วันจนถึงหลังจากวันสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขาย 20 วัน [-10,+20] โดยที่อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยคำนวณจาก ค่าเฉลี่ยของผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงกับอัตราผลตอบแทนรายวันที่คาดการณ์ โดยใช้สัญลักษณ์ AAR แทนอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย

DAY	AAR	T-STAT	P-VALUE
T-10	0.007891	2.045078*	0.042913
T-9	-0.001740	-0.561325	0.575565
T-8	-0.001290	-0.363084	0.717146
T-7	-0.002772	-0.935477	0.351318
T-6	-0.001216	-0.371331	0.711010
T-5	0.001453	0.490753	0.624448
T-4	0.001364	0.482219	0.630480
T-3	0.000274	0.102039	0.918886
T-2	-0.000221	-0.099567	0.920845
T-1	0.002546	0.907473	0.365875
T+0	0.001747	0.605360	0.546020
T+1	0.001166	0.388231	0.698495
T+2	-0.004137	-1.110426	0.268914
T+3	0.000638	0.199590	0.842120
T+4	-0.003842	-1.415817	0.159277
T+5	0.000860	0.241911	0.809239

DAY	AAR	T-STAT	P-VALUE
T+6	-0.002736	-0.736406	0.462842
T+7	0.002527	0.821097	0.413130
T+8	-0.002940	-0.808107	0.420540
T+9	-6.2E-05	-0.022482	0.982099
T+10	-0.001575	-0.614905	0.539717
T+11	0.000852	0.260810	0.794662
T+12	-0.005651	-1.369274	0.173330
T+13	0.002901	1.108472	0.269753
T+14	-0.002737	-1.033880	0.303157
T+15	-0.002458	-0.664919	0.507308
T+16	-0.000138	-0.055978	0.955448
T+17	0.001746	0.555875	0.579274
T+18	-0.001992	-0.766307	0.444915
T+19	0.000207	0.074193	0.940974
T+20	0.002680	0.972419	0.332691

T+0 คือ วันที่สิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น

\* มีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่น 0.1 ด้วยการทดสอบ 2 ด้าน (two-tailed test)

บริษัทน่าจะก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนได้มากกว่า ณ ช่วงเวลานี้ จากการพิจารณาข้อมูลข่าวสารในตลาดรวมถึงผลประกอบการที่ผ่านมา จึงยังคงต้องการที่จะลงทุนในหุ้นของบริษัทนั้นต่อไป ทำให้ยังคงมีความต้องการซื้อหุ้นนั้นอยู่ ดังนั้นจึงมีทั้งความต้องการซื้อและขายในช่วงเวลานี้ ทำให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายไม่ได้ติดลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

3. ในช่วงเวลาหลังจากสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นในระยะยาว จะเห็นได้ว่าตลาดไม่ได้มีการตอบสนองต่อข้อกำหนดนี้อย่างชัดเจน เนื่องจากอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในระยะยาวไม่ได้มีนัยสำคัญทางสถิติ และอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยก็มีค่าใกล้เคียงกัน ไม่ได้มีการโดดเด่นจากการตอบสนองของตลาด ซึ่งอาจเป็นเพราะการเทขายหุ้นเกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาสั้น ๆ หลังจากสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย ดังนั้นจึงไม่ได้มีผลจากพฤติกรรมที่นำตลาดจากผู้บริหาร หรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในระยะยาวมากนัก ทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงนี้เป็นไปตามข้อมูลข่าวสารที่มีการแพร่กระจายในตลาดตามปกติ

แต่จะเห็นได้ว่าการปฏิเสธสมมติฐานที่ว่า  $AAR = 0$  ณ ระดับความเชื่อมั่น 0.1 โดยเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเชิงบวก ในวันที่ 10 ก่อนสิ้นสุดการกำหนดระยะเวลาห้ามขาย ซึ่งอาจเกิดได้จากหลายสาเหตุ คือ

1. ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่อาจต้องการสร้างข่าวในทางที่เกิดกระแสที่ดีต่อบริษัท ก่อนที่จะถึงเวลาสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น เพื่อที่จะสามารถขายหุ้นได้ในราคาดีเมื่อถึงเวลาที่ตนสามารถเทขายหุ้นได้ ดังนั้นจึงอาจมีการร่วมมือกับที่ปรึกษาทางการเงินอื่น เพื่อปล่อยข่าวให้เป็นแง่ดีแก่บริษัท เพื่อกระตุ้นความสนใจแก่นักลงทุนในช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นระยะหนึ่ง ทำให้นักลงทุนเกิดความสนใจและเชื่อมั่นในประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท ส่งผลให้มีความต้องการซื้อ ณ วันนั้นสูง ทำให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย ณ วันนั้นมีนัยสำคัญทางสถิติ (เชิงบวก)
2. ในช่วงเวลานั้นอาจเป็นช่วงที่บริษัทประกาศข่าวดีของบริษัท เช่น ประกาศจ่ายเงินปันผล ทำให้นักลงทุนมีความต้องการลงทุนในหุ้นของบริษัท ส่งผลให้มีความต้องการซื้อสูง ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น ทำให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติมีนัยสำคัญในช่วงเวลาดังกล่าว
3. ผู้บริหาร หรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่อาจต้องการสร้างกระแสในตลาด ดังนั้นจึงทำการซื้อหุ้นก่อนวันที่สิ้นสุดระยะเวลาที่ห้ามขาย ช่วงเวลาหนึ่งเพื่อให้นักลงทุนปฏิบัติตามพฤติกรรมกรรมการซื้อขายของตน เพราะนักลงทุนอาจคิดว่าบริษัทน่าจะมีทิศทางที่ดีต่อไปในอนาคตจากการประเมินการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลกลุ่มนี้ จึงส่งผลให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย ณ เวลานั้นมีนัยสำคัญทางสถิติ

## 4.2 ผลกระทบจากการตอบสนองของตลาดที่มีต่อปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์

### 4.2.1 การวิเคราะห์ด้วยแผนภาพ (ดูแผนภาพที่ 2)

จากแผนภาพที่ 2 แสดงให้เห็นถึงแนวโน้มของปริมาณการซื้อขายผิดปกติในช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น ว่ามีปริมาณการซื้อขายผิดปกติของหุ้นในตลาดเชิงบวก โดยเห็นได้ว่าในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น มีปริมาณการซื้อขายหุ้นสูงมากในวันที่สิ้นสุดการห้ามขายหุ้น คือ มีปริมาณการซื้อขายผิดปกติโดยเฉลี่ยประมาณ 76% และปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติก็ลดลงอย่างมากในช่วงเวลาต่อมาเหลือเพียง 20% ในวันที่ 1 หลังจากวันสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น และคงปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติอยู่ในแดนบวกและแดนลบสลับกัน แต่มีค่าไม่สูงมากเท่ากับที่เกิดในช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น

### 4.2.2 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ (ดูตารางที่ 4)

จากตารางที่ 4 แสดงให้เห็นถึงปริมาณการซื้อขายหุ้นสามัญที่ผิดปกติในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น ซึ่งพบว่าในช่วง 10 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นจนถึง 2 วันหลังจากสิ้นสุดนั้น ปริมาณการซื้อขายหุ้นโดยเฉลี่ยมีมากกว่าที่ควรจะเป็น โดยที่วันที่ 10 นั้นมีค่าสูงสุดของปริมาณการซื้อขายผิดปกติถึง 134% ซึ่งสูงกว่าค่าสูงสุดของปริมาณการซื้อขายผิดปกติในวันอื่น ดังจะเห็นได้ว่ามีความสอดคล้องกันกับผลกระทบจากการซื้อขายหุ้นที่มีต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาเดียวกัน ที่มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติ ณ วันที่สูงที่สุดเมื่อเทียบกับวันอื่น

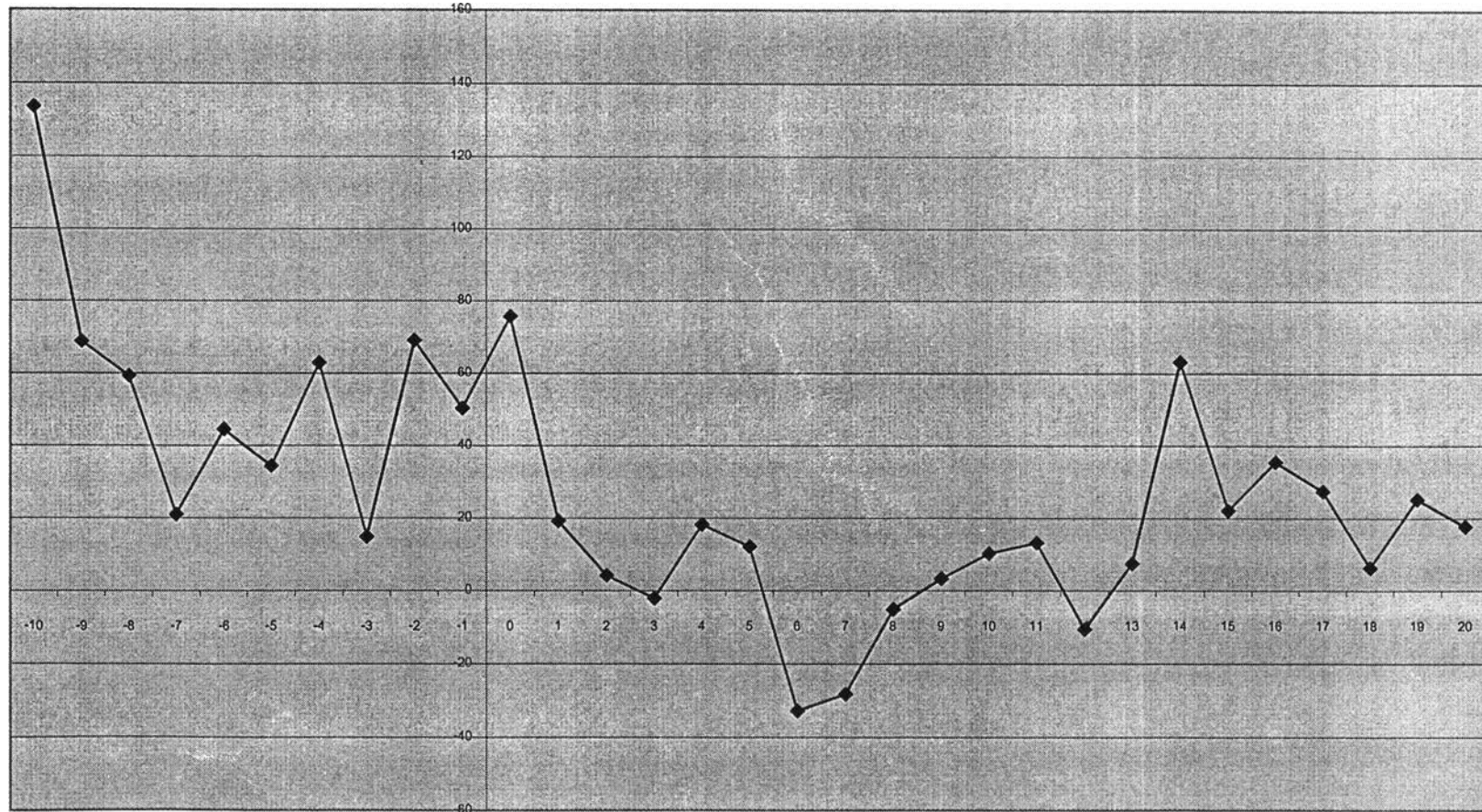
สำหรับในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น เห็นได้ว่า ในวันที่สิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นมีปริมาณการซื้อขายเพิ่มขึ้นผิดปกติสูงที่สุดในช่วงเวลาใกล้เคียงกัน โดยมีค่าสูงถึง 76% ซึ่งสูงกว่าผลการศึกษาของประเทศสหรัฐอเมริกา และจากการพิจารณาแนวโน้มที่เห็นได้ชัดเจนของปริมาณการซื้อขายผิดปกติในช่วงเวลา 10 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นจนถึงวันที่ 5 หลังสิ้นสุดการห้ามขายหุ้น [-10,+5] ยกเว้นวันที่ 3 หลังจากสิ้นสุดข้อกำหนด น่าจะมีสาเหตุสำคัญจากหลายประการ ซึ่งมีความคล้ายคลึงกับการเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติในเชิงบวก นั่นคือ

1. ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่อาจต้องการสร้างข่าวในทางที่เกิดกระแสที่ดีต่อบริษัท ก่อนที่จะถึงเวลาสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น เพื่อที่จะสามารถขายหุ้นได้ในราคาดีเมื่อถึงเวลาที่ตนสามารถขายหุ้นได้ ดังนั้นจึงอาจมีการร่วมมือกับที่ปรึกษาทางการเงินอื่น เพื่อปล่อยข่าวให้เป็นแง่ดีแก่บริษัท กระตุ้นความสนใจแก่นักลงทุนในช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นระยะหนึ่ง ทำให้นักลงทุนเกิดความสนใจและเชื่อมั่นใน



แผนภาพที่ 2 แสดงปริมาณการซื้อขายผิดปกติเฉลี่ยในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น (Silent Period)

ปริมาณการซื้อขาย (%)



AAV

วัน



ตารางที่ 4 ตารางแสดงค่าทางสถิติของปริมาณการซื้อขายผิดปกติ

วัน	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
T-10	1.336350	-0.589389	14.00378	155.5729	-1
T-9	0.688501	-0.631609	6.547876	65.3439	-1
T-8	0.592912	-0.626526	4.707876	37.51663	-1
T-7	0.210046	-0.592361	3.612704	29.92995	-1
T-6	0.444490	-0.587539	4.215684	33.05437	-1
T-5	0.343220	-0.643849	5.050975	47.55628	-1
T-4	0.629436	-0.633380	7.163255	73.58708	-1
T-3	0.148684	-0.598436	3.630797	29.93341	-1
T-2	0.690849	-0.576181	5.235001	33.12859	-1
T-1	0.502773	-0.665493	5.578343	50.92351	-1
T+0	0.757084	-0.642555	6.258549	58.55286	-1
T+1	0.191746	-0.671359	3.546892	36.09552	-1
T+2	0.041981	-0.606998	3.302939	34.02104	-1
T+3	-0.021181	-0.663119	2.391304	23.00864	-1
T+4	0.181847	-0.554571	3.054299	20.63567	-1
T+5	0.121123	-0.594847	4.304068	46.79495	-1
T+6	-0.328235	-0.684922	0.909167	3.652073	-1
T+7	-0.282767	-0.739164	1.129082	5.767442	-1
T+8	-0.051233	-0.648034	1.756424	12.07897	-1
T+9	0.033079	-0.648812	2.360971	16.15233	-1
T+10	0.103006	-0.658565	2.352730	14.38585	-1
T+11	0.131833	-0.634643	2.470910	19.86852	-1
T+12	-0.104922	-0.715413	1.620381	7.921492	-1
T+13	0.074458	-0.705752	2.488021	18.61298	-1
T+14	0.632444	-0.704814	4.931407	40.10457	-1
T+15	0.221353	-0.663417	3.914856	37.28303	-1
T+16	0.353925	-0.725122	5.580554	60.97654	-1
T+17	0.273743	-0.665596	4.441304	41.3254	-1
T+18	0.063404	-0.691900	2.494216	17.10686	-1
T+19	0.251663	-0.700722	4.305276	38.83789	-1
T+20	0.177320	-0.672896	3.317931	27.38851	-1

ประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท ส่งผลให้มีความต้องการซื้อ ณ วันนั้นสูง ทำให้ปริมาณการซื้อขายในช่วงเวลาดังกล่าวมีมากผิดปกติ

1. ในช่วงเวลานั้นอาจเป็นช่วงที่บริษัทประกาศข่าวดีของบริษัท เช่น ประกาศจ่ายเงินปันผล ทำให้นักลงทุนมีความต้องการลงทุนในหุ้นของบริษัท ส่งผลให้มีความต้องการซื้อสูง ดังนั้นปริมาณการซื้อขายโดยเฉลี่ยเลยเพิ่มสูงขึ้นอย่างผิดปกติด้วย
2. ผู้บริหาร หรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และบุคคลกลุ่มอื่นที่สามารถใช้ประโยชน์จากข้อมูลภายในของบริษัทอาจต้องการสร้างกระแสในตลาด ดังนั้นจึงทำการซื้อหุ้นก่อนวันที่สิ้นสุดระยะเวลาที่ห้ามขายช่วงเวลาหนึ่งเพื่อให้นักลงทุนปฏิบัติตามพฤติกรรมการซื้อขายของตน เพราะนักลงทุนอาจคิดว่าบริษัทน่าจะมีทิศทางที่ดีต่อไปในอนาคตจากการประเมินการซื้อขายหุ้นของบุคคลกลุ่มนี้ จึงส่งผลให้ปริมาณการซื้อขายหุ้นในช่วงเวลาดังกล่าวมากผิดปกติ

เมื่อพิจารณาถึงผลกระทบจากการตอบสนองของตลาดที่มีต่อปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ในการห้ามขายหุ้นทั้งระยะสั้นและระยะยาว จะพบว่าหลังจากสิ้นสุดการห้ามขายหุ้นมีแนวโน้มของปริมาณการซื้อขายผิดปกติเช่นกัน นั่นคือ ในช่วงวันที่ 6 ถึงวันที่ 8 [+6,+8] ปริมาณการซื้อขายลดลงผิดปกติจากที่ควรจะเป็นอย่างชัดเจน คือ มีค่าปริมาณการซื้อขายผิดปกติอยู่ในช่วง (-5%) - (-32%) ซึ่งน่าจะเป็นเพราะผู้บริหารสามารถขายหุ้นในส่วนของตนได้แล้วหลังจากที่พ้นจากข้อกำหนดการห้ามขายหุ้น ดังนั้นจึงมีความเป็นไปได้ว่าผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ที่เกี่ยวข้องได้รับประโยชน์จากการเทขายหลักทรัพย์ ณ วันสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายแล้ว จึงไม่มีความจำเป็นที่จะต้องสร้างกระแสข่าวที่ดีขึ้นมาอีก

สรุปได้ว่า การตอบสนองของตลาดที่มีต่อข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์น่าจะเป็นเพียงช่วงระยะเวลาสั้น ๆ เท่านั้น เพราะในระยะยาวการซื้อขายหลักทรัพย์ไม่ได้มีความตื่นตัวต่อการเปลี่ยนแปลงในตลาด เนื่องจากปริมาณการซื้อขายไม่ได้สูงผิดปกติเหมือนช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นแล้ว คงอยู่ในช่วงระหว่าง 3% - 35% ยกเว้นวันที่ 14 ที่มีค่าสูงประมาณ 63%ซึ่งก็อาจเป็นเพราะผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ที่เกี่ยวข้องได้รับประโยชน์จากการเทขายหลักทรัพย์ ณ วันสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายแล้ว ดังนั้นจึงไม่ได้มีความจำเป็นที่จะต้องสร้างกระแสข่าวที่ดีขึ้นมาอีก ทำให้การซื้อขายหลังจากนั้นก็เป็นที่ไปตามวิจรรณญาณของนักลงทุนที่มีต่อสถานะของบริษัทโดยใช้ข้อมูลข่าวสารในตลาดเป็นเครื่องมือช่วยในการตัดสินใจ โดยจะเห็นว่าปริมาณการซื้อขายผิดปกติโดยเฉลี่ยจะมีแนวโน้มที่คล้ายคลึงกันในแต่ละช่วงเวลา ขึ้นอยู่กับข่าวสารในตลาดขณะนั้น

#### 4.2.3 ผลการทดสอบทางสถิติ (ดูตารางที่ 5)

จากข้อมูลในตารางที่ 5 ที่แสดงถึงผลการศึกษาเกี่ยวกับปริมาณการซื้อขายหุ้นที่ผิดปกติเมื่อเทียบกับปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยในอดีต เห็นได้ว่าปริมาณการซื้อขายผิดปกติโดยเฉลี่ย ณ ช่วงเวลาสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งอาจเป็นเพราะเหตุผลที่คล้ายคลึงกับผลจากการศึกษาอัตราผลตอบแทนผิดปกติ ณ ช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น คือ

1. การเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารในตลาดเป็นไปอย่างค่อนข้างมีประสิทธิภาพ ทำให้นักลงทุนส่วนใหญ่ทราบถึงจำนวนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายและระยะเวลาสิ้นสุดการห้ามขายหุ้นอย่างแน่นอน ดังนั้นจึงไม่ได้มีการตระหนกตกใจไปกับการเทขายหุ้นสามัญในช่วงเวลาดังกล่าว จึงไม่ได้มีพฤติกรรมไปตามตลาดที่มีการเทขายหุ้น ส่งผลให้ปริมาณการซื้อขายหุ้นโดยเฉลี่ยไม่ได้เกิดการผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ
2. นักลงทุนส่วนใหญ่อาจมองเห็นว่าถึงแม้จะมีการเทขายหุ้นเข้าสู่ตลาดเป็นจำนวนมากเมื่อสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น แต่นักลงทุนมีความคาดหวังว่าในอนาคตข้างหน้าบริษัทน่าจะก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนได้มากกว่า ณ ช่วงเวลานี้ จากการพิจารณาข้อมูลข่าวสารในตลาดรวมถึงผลประกอบการที่ผ่านมา จึงยังคงต้องการที่จะลงทุนในหุ้นของบริษัทนั้นต่อไป ทำให้ปริมาณการซื้อขายหุ้นโดยเฉลี่ยไม่ได้เกิดการผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับผลจากการศึกษาการตอบสนองของตลาดในช่วงเวลาหลังจากสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นในระยะยาว จะเห็นว่าตลาดไม่ได้มีการตอบสนองต่อข้อกำหนดนี้จากการวิเคราะห์แนวโน้มปริมาณการซื้อขายจากข้อมูลทางสถิติ แต่จะพบว่าในระยะยาวปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ผิดปกติในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 0.01 และ 0.05 ในวันที่ 6 และ 7 หลังจากสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นตามลำดับ คือ การปฏิเสธสมมติฐาน  $AAV = 0$  ซึ่งน่าจะมีสาเหตุหลักมาจากการซื้อขายหลักทรัพย์โดยพิจารณาประกอบกับข้อมูลข่าวสารที่ได้รับในตลาด เช่น อาจมีข่าวที่เป็นกระแสที่ไม่ดีต่อบริษัท ทำให้นักลงทุนไม่ค่อยลงทุนมากนักในช่วงเวลาดังกล่าว เพราะไม่ค่อยมีความเชื่อมั่นในบริษัท ส่งผลให้ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์น้อยลงอย่างผิดปกติและมีนัยสำคัญทางสถิติ

### ตารางที่ 5 ตารางแสดงค่าการทดสอบทางสถิติของปริมาณการซื้อขายผิดปกติ

ตารางแสดงค่าผลการทดสอบทางสถิติของปริมาณการซื้อขายผิดปกติ โดยที่ปริมาณการซื้อขายผิดปกติคำนวณจาก ผลต่างระหว่างปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยในแต่ละวันของหลักทรัพย์กับปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยในอดีตของหลักทรัพย์เทียบกับปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยในอดีตของหลักทรัพย์ โดยใช้สัญลักษณ์ AAV แทนปริมาณการซื้อขายผิดปกติเฉลี่ย

DAY	AAV	T-STAT	P-VALUE
T-10	1.336350	1.075416	0.284227
T-9	0.688501	1.184966	0.238243
T-8	0.592912	1.419277	0.158268
T-7	0.210046	0.655214	0.513515
T-6	0.444490	1.188216	0.236966
T-5	0.343220	0.765771	0.445233
T-4	0.629436	0.990246	0.323937
T-3	0.148684	0.461491	0.645236
T-2	0.690849	1.487197	0.139441
T-1	0.502773	1.015706	0.311700
T+0	0.757084	1.363241	0.175219
T+1	0.191746	0.609227	0.543462
T+2	0.041981	0.143237	0.886330
T+3	-0.021181	-0.099817	0.920647
T+4	0.181847	0.670961	0.503464
T+5	0.121123	0.317138	0.751660

DAY	AAV	T-STAT	P-VALUE
T+6	-0.328235	-4.06859***	8.25E-05
T+7	-0.282767	-2.822312**	0.005536
T+8	-0.051233	-0.328716	0.742912
T+9	0.033079	0.157895	0.874790
T+10	0.103006	0.493391	0.622588
T+11	0.131833	0.601269	0.548733
T+12	-0.104922	-0.729709	0.466912
T+13	0.074458	0.337256	0.736481
T+14	0.632444	1.445283	0.150841
T+15	0.221353	0.637194	0.525146
T+16	0.353925	0.714719	0.476095
T+17	0.273743	0.694599	0.488575
T+18	0.063404	0.286474	0.774982
T+19	0.251663	0.658750	0.511249
T+20	0.177320	0.602273	0.548066

\*\*\*, \*\* แสดงถึงความมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.001 และ 0.05 ตามลำดับ โดยการทดสอบ 2 ด้าน (two-tailed test)

### 4.3 ผลการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่อธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม

จากตารางที่ 3 ที่แสดงผลการทดสอบทางสถิติของอัตราผลตอบแทนผิดปกติในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น (Silent Period) ว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตาม เห็นได้ว่าในช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น 5 วันจนถึงหลังสิ้นสุดวันห้ามขายหุ้น 1 วัน [-5,+1] มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติเชิงบวก ยกเว้นวันที่ 2 ก่อนหน้านั้น ซึ่งผลที่ได้รับขัดแย้งกับผลการศึกษาของประเทศสหรัฐอเมริกาที่ได้อัตราผลตอบแทนผิดปกติในช่วงเวลาดังกล่าวเป็นค่าลบ เป็นที่น่าสนใจในการศึกษา ดังนั้นการศึกษานี้ จะทำการหาปัจจัยที่จะสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAR) ในช่วงเวลาดังกล่าว [-5,+1] โดยใช้วิธีประมาณการความถดถอย (OLS-Estimation)

สมการที่ใช้เพื่อหาปัจจัยที่อธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมที่เกิดขึ้น คือ

$$CAR_j = \beta_0 + \beta_1 IR_j + \beta_2 \log LENGTH_j + \beta_3 \log MV(EQUITY_j) + \beta_4 \log BTMV_j + \beta_5 FTA_j + \beta_6 SHARE_j$$

#### 4.3.1 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ (ดูตารางที่ 6)

จากข้อมูลที่ได้รับในตารางที่ 6 แสดงให้เห็นลักษณะของข้อมูลที่ใช้เป็นตัวแปรอธิบายการเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น ของบริษัทที่ทำการออกเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนในช่วงปี พ.ศ. 2536-2540 สรุปได้ดังนี้ คือ อัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหุ้นสามัญในตลาดเป็นวันแรก (IR) บวกถึงราคาจองซื้อหุ้นที่ต่ำกว่าราคาปิดของการซื้อขายในตลาดเป็นวันแรก มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 29.45% ค่ากึ่งกลางเท่ากับ 9.19% ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 65.65% ค่าสูงสุดเท่ากับ 465% ค่าต่ำสุดเท่ากับ -100% แสดงให้เห็นถึงความไม่เท่าเทียมกันในด้านข้อมูล เนื่องจาก ส่วนใหญ่แล้วบริษัทมักจะเสนอขายหุ้นในราคา (Offer Price) ที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) เพื่อจูงใจนักลงทุนให้ตัดสินใจลงทุนในบริษัท แต่จากบริษัทกลุ่ม ตัวอย่างเห็นได้ว่ามีบางบริษัทที่เสนอขายหุ้นให้แก่ประชาชนในราคาที่สูงกว่าที่ควรจะเป็น ทำให้นักลงทุนที่ไม่ค่อยรู้ข้อมูลเสียประโยชน์ไป ตัวแปรนี้แสดงให้เห็นถึงความได้เปรียบเสียเปรียบของนักลงทุนแต่ละกลุ่ม

สำหรับระยะเวลาที่แต่ละบริษัทถูกกำหนดห้ามขายหุ้น (LENGTH) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 392 วัน ค่ากึ่งกลางเท่ากับ 183 วัน ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 320 วัน ค่าสูงสุดเท่ากับ 1095 วัน ค่าต่ำสุดเท่ากับ 183 วัน และสัดส่วนของจำนวนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายต่อจำนวนหุ้นที่จดทะเบียนชำระเงินแล้ว (SHARE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 55.94% ค่ากึ่งกลางเท่ากับ 55.04% วัน ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 5.44% ค่าสูงสุดเท่ากับ 79.5% ค่าต่ำสุดเท่ากับ 16.52% ซึ่ง 2

## ตารางที่ 6 ตารางแสดงค่าทางสถิติของปัจจัยอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม

ตารางนี้แสดงค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุดของข้อมูลที่เกี่ยวข้องที่นำมาใช้ในการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAR) ของบริษัทที่จดทะเบียนออกเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนในช่วงปี พ.ศ. 2536-2540 จำนวน 128 บริษัทที่สามารถหาข้อมูลได้ครบถ้วนในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา นั่นคือในช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น 5 วันจนถึง 1 วันหลังจากสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด [-5,+1]

	อัตราผลตอบแทนเริ่มต้น(%)	ระยะเวลาที่ถูกกำหนดห้ามขายหุ้น(วัน)	จำนวนหุ้นที่ถูกห้ามขาย/หุ้นที่ชำระแล้ว(%)
ค่าเฉลี่ย	29.4545676	392.0898438	55.94196598
ค่ามัธยฐาน	9.18831169	182.5	55.03824467
ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	65.6514105	320.2616998	5.43966448
ค่าสูงสุด	465	1095	79.5
ค่าต่ำสุด	-100	182.5	16.51934167

	มูลค่าตลาดของหุ้น (บาท)	สินทรัพย์ที่มีตัวตน/สินทรัพย์รวม	มูลค่าบัญชี/มูลค่าตลาด (บริษัท)
ค่าเฉลี่ย	9.386983765	0.268346	0.703427404
ค่ามัธยฐาน	9.385337657	0.231272	0.645130741
ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	0.689620286	0.225512	0.376589956
ค่าสูงสุด	11.28645872	0.950805	2.773036581
ค่าต่ำสุด	7.079181246	0.002029	0.136745031

ตัวแปรนี้ สามารถบอกถึงข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ได้ว่า ส่วนใหญ่บริษัทจะถูกกำหนดห้ามขายเป็นระยะเวลา 183 วัน และถูกกำหนดห้ามขายหุ้นเป็นจำนวน 55.04% เมื่อเทียบกับทุนจดทะเบียนชำระเงินแล้ว ตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกี่ยวกับการห้ามขายหุ้นในปี พ.ศ. 2536

ค่า logarithm ของส่วนของผู้ถือหุ้น [ $\log MV(EQUITY)$ ] เป็นตัวแปรที่แสดงถึงขนาดของกิจการ โดยใส่  $\log$  เพื่อให้ค่าของข้อมูลมีความใกล้เคียงกันหรือมีการกระจายใกล้เคียงการกระจายแบบปกติ ซึ่งมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 9.39 ค่ากึ่งกลางเท่ากับ 9.39 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.69 ค่าสูงสุดเท่ากับ 11.29 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 7.08 ตัวแปรนี้แสดงให้เห็นว่าขนาดของกิจการที่นำมาพิจารณามีความหลากหลาย ซึ่งเป็นผลดีต่อการศึกษา สำหรับสัดส่วนระหว่างสินทรัพย์ที่

มีตัววัดต่อสินทรัพย์รวมของกิจการ (FTA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.27 ค่ากึ่งกลางเท่ากับ 0.23 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.23 ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.95 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.002 เป็นตัวแปรที่แสดงถึงสถานะความมั่นคงของกิจการ เป็นปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อความเชื่อถือนักลงทุนที่มีต่อบริษัท ซึ่งจะเห็นได้ว่าบริษัทกลุ่มตัวอย่างมีสถานะความมั่นคงที่ค่อนข้างจะแตกต่างกันมาก

มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของบริษัท (BTMV) เป็นตัวแปรที่แสดงถึงโอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัท ซึ่งกลุ่มบริษัทตัวอย่างที่นำมาศึกษามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.70 ค่ากึ่งกลางเท่ากับ 0.65 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.38 ค่าสูงสุดเท่ากับ 2.77 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.14 แสดงให้เห็นถึงระดับความเจริญเติบโตของกิจการที่มีความหลากหลาย

#### 4.3.2 ผลการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติ สะสมโดยใช้วิธีประมาณการความถดถอย (OLS-Estimation) (ดูตารางที่ 7)

จากตารางที่ 7 เป็นตารางแสดงผลการทดสอบโดยวิธีประมาณการความถดถอย (OLS-Estimation) ของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด พบว่า ไม่มีปัจจัยใดที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมของตลาดหุ้นไทยในช่วงเวลาที่ทำการทดสอบได้  $[-5,+1]$  โดยดูจากค่าความน่าจะเป็นของ F-Statistic ที่มีค่าเท่ากับ 0.501683 แสดงว่ามีการยอมรับสมมติฐานที่ว่า  $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_6 = 0$  ในทุกระดับความเชื่อมั่น (0.01, 0.5, 0.1) สามารถอธิบายได้ว่า ปัจจัยดังกล่าวไม่ได้มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด (Silent Period)

ทั้งนี้ การที่อัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหุ้นสามัญในตลาดวันแรก (IR) ไม่สามารถอธิบายได้ ประกอบกับค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ที่มีค่าเข้าใกล้ศูนย์ ซึ่งตรงข้ามกับที่คาดการณ์ไว้ อาจเป็นเพราะช่วงเวลาที่ทำการศึกษายู้งห่างจากวันที่ทำการซื้อขายหุ้นในตลาดวันแรกเป็นเวลาอย่างน้อย 6 เดือน ดังนั้นสภาพการณ์ในตลาดและบริษัทมีความเปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นนักลงทุนอาจไม่เชื่อมั่นว่า อัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหุ้นในตลาดเป็นวันแรกจะสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นได้

ในการที่ระยะเวลาที่ถูกกำหนดห้ามขายหุ้น (วัน) ไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่ทำการศึกษได้ รวมถึงค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์เข้าใกล้ศูนย์ ที่ต่างจากผลที่คาดการณ์ไว้ ก็น่าจะมีเหตุผลสนับสนุนคล้ายคลึงกับอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรก คือ นักลงทุนอาจคิดว่าระยะเวลาที่ถูกกำหนดห้ามขายไม่น่าจะอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา  $[-5,+1]$  ได้ เพราะบริษัทส่วนใหญ่ก็มักจะถูกกำหนดห้ามขายเป็นเวลา 6 เดือน หรือประมาณ 183 วันนับจากวันที่สามารถ



ตารางที่ 7 ตารางแสดงผลประมาณค่าสมการของแบบจำลองแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง  
อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมกับตัวแปรอธิบาย

$$CAR_t = \beta_0 + \beta_1 IR_t + \beta_2 \log LENGTH_t + \beta_3 \log MV(EQUITY_t) + \beta_4 \log BTMV_t + \beta_5 FTA_t + \beta_6 SHARE_t$$

กำหนดให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วง 5 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นจนถึง 1 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น (CAR) เป็นตัวแปรถูกอธิบาย และอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหุ้นในตลาดเป็นวันแรก (IR) ระยะเวลาที่ถูกกำหนดห้ามขายหุ้น (LENGTH) จำนวนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายต่อจำนวนหุ้นที่ชำระเงินแล้ว (SHARE) มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (EQUITY) สัดส่วนระหว่างสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท (FTA) และมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดของบริษัท (BTMV) เป็นตัวแปรอธิบาย โดยใช้วิธีประมาณการความถดถอย (Ordinary Least Square) ในการดำเนินการศึกษาข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี พ.ศ. 2536-2540 จำนวน 128 บริษัท

ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์	T- Stat	P-Value
C	-0.069442	-0.479715	0.6323
IR	2.54E-05	0.196396	0.8446
LENGTH	3.54E-05	1.336758	0.1838
SHARE	0.001226	0.872647	0.3846
LOG (EQUITY)	-0.001415	-0.105288	0.9163
FTA	-0.019083	-0.555744	0.5794
BTMV	0.018418	0.721654	0.4719
R-squared	0.042449	F-statistic	0.894001
Adjusted R-squared	-0.005033	Prob (F-Stat)	0.501683

ซื้อขายหุ้นในตลาดได้ ถือว่าไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญมากนัก ดังนั้น ปัจจัยนี้จึงไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติได้

สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมกับจำนวนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายเทียบกับจำนวนหุ้นที่ชำระเงินแล้ว (SHARE) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก ซึ่งตรงข้ามกับที่คาดการณ์ไว้ ที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์ในเชิงลบ เนื่องจากถ้าหุ้นถูกกำหนดห้ามขายมากเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นที่ชำระเงินแล้ว น่าจะมีหุ้นที่ถูกเทขายในตลาดจำนวนมาก ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น ทำให้อัตราผลตอบแทนในช่วงนั้นลดต่ำลงมาก [Dussold และ Stephens (2000)]สามารถอธิบายได้ว่า อาจเป็นเพราะการกระจายข้อมูลข่าวสารของบริษัทเกี่ยวกับจำนวนหุ้นและระยะเวลาที่ถูกกำหนดห้ามขาย เป็นไปอย่างค่อนข้างมีประสิทธิภาพ ดังนั้นเมื่อถึงเวลาสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขาย นักลงทุนก็ไม่น่าจะมีความตื่นตระหนกต่อความเปลี่ยนแปลงของการซื้อขายในช่วงเวลาดังกล่าว เพราะสามารถคาดคะเนจำนวนหุ้นที่จะถูกขายในตลาดในช่วงเวลานั้นได้ค่อนข้างแม่นยำ ดังนั้นจึงเป็นไปได้ว่า แม้จะถูกห้ามขายหุ้นเป็นจำนวนมากเมื่อเทียบกับสัดส่วนกับหุ้นที่ชำระแล้ว ก็อาจเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่สูงเพิ่มขึ้นในเชิงบวกได้ ถ้าหากนักลงทุนมีความเชื่อมั่นในประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท

ทั้งนี้ ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมกับมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น [MV(EQUITY)] หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง คือ ขนาดกิจการ ได้ค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ในเชิงลบ ซึ่งตรงกับที่คาดการณ์ไว้ สามารถอธิบายได้ว่า ถ้าบริษัทมีขนาดใหญ่ น่าจะก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นในลดลงมากขึ้น เนื่องจาก บริษัทที่มีขนาดใหญ่ น่าจะมีปริมาณการซื้อขายมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก โดยเฉพาะในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา เพราะผู้บริหารมีสิทธิ์ที่จะขายหุ้นในส่วนของตนได้เต็มจำนวน ดังนั้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย จึงน่าจะมีหุ้นที่ถูกเทขายในตลาดเป็นจำนวนมาก ทำให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงเวลาดังกล่าวลดลงมากขึ้น

นอกจากนั้น ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมกับสัดส่วนของสินทรัพย์ที่มีตัวตน (สินทรัพย์ถาวร) ต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท (FTA) ได้ค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์เชิงลบ ซึ่งตรงข้ามกับที่คาดการณ์ไว้ อาจเป็นเพราะนักลงทุนอาจตีความไปหลายแนวทาง เช่น คิดว่าสินทรัพย์ถาวรไม่น่าจะเป็นตัวแปรที่น่าเชื่อถือในการแสดงถึงฐานะความมั่นคงของบริษัท เนื่องจากนักลงทุนบางกลุ่มอาจสามารถเข้าถึงข้อมูลเกี่ยวกับภาระผูกพันของบริษัทได้ ดังนั้นจึงไม่คิดว่าสินทรัพย์ถาวรจะแสดงถึงสถานะและความมั่นคงของบริษัทได้อย่างแท้จริง ส่งผลให้ปัจจัยนี้ไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นได้ สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมกับอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของบริษัท (BTMV) ซึ่งเป็นตัวแปรแสดงถึงโอกาสในการเจริญเติบโต ได้ค่าสัมประสิทธิ์

ความสัมพันธ์เชิงบวกตรงกับที่คาดการณ์ไว้ สามารถอธิบายได้ว่า อาจเป็นเพราะความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลของนักลงทุนไม่เท่าเทียมกัน หรืออาจเป็นเพราะแม้บริษัทจะเหมือนเป็นบริษัทที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตสูง (อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของบริษัทต่อมูลค่าตลาดของบริษัทมีค่าต่ำ) แต่นักลงทุนจะไม่ค่อยเชื่อในข้อมูลดังกล่าวว่าเป็นข้อมูลที่ถูกต้อง อาจกล่าวว่าเป็นการสร้างข่าวให้ดูดีในสายตานักลงทุน ส่งผลให้ค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางที่คาดการณ์ไว้

#### 4.4 ผลการศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร

สำหรับการศึกษานี้ ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด (Silent Period) คือ ช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย 10 วัน จนถึงหลังจากสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น 20 วัน [-10,+20] ของบริษัทที่จดทะเบียนออกเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนในช่วงปี พ.ศ. 2536-2540 โดยรวบรวมข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารจาก รายงานการถือครองหลักทรัพย์ (แบบ 59-1) และ รายงานการเปลี่ยนแปลงการถือครองหลักทรัพย์ (แบบ 59-2) ที่บริษัทนำส่งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

การศึกษานี้พบว่า มีผู้บริหารของบริษัทจำนวนเพียง 11 บริษัท (ดังแสดงรายละเอียดในตารางที่ 8) ที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นที่ทำการศึกษา จากจำนวนบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลระยะเวลาที่ห้ามขายและปริมาณที่ห้ามขายหุ้น จำนวน 131 บริษัท และเมื่อพิจารณาประกอบกับตารางที่ 9 ที่แสดงถึงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยของผู้บริหารเมื่อเทียบกับปริมาณการซื้อขายรายวันที่คาดการณ์ แสดงให้เห็นว่าในตลาดหุ้นไทย ผู้บริหารยังไม่ค่อยมีความสนใจที่จะซื้อขายหุ้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด (Silent Period) มากนัก อาจเป็นเพราะผู้บริหารยังมีความต้องการที่จะลงทุนหรือดำเนินงานในกิจการนั้นต่อไป เนื่องจากคาดว่าจะได้รับผลตอบแทนในอนาคตมากกว่าช่วงเวลาดังกล่าวหรืออาจมองเห็นถึงโอกาสเจริญเติบโตในอนาคต ซึ่งผลที่ได้รับนี้ สอดคล้องกับการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดเวลาห้ามขายหุ้น ที่ไม่ได้มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สาเหตุหนึ่ง ก็อาจเป็นเพราะผู้บริหารไม่ได้มีการเทขายหุ้นสู่ตลาดมากเหมือนกับที่เกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกา

### ตารางที่ 8 แสดงปริมาณซื้อขายหุ้นของผู้บริหารในช่วงวันครบกำหนดการห้ามขายหุ้น

ตารางนี้แสดงรายชื่อบริษัทที่มีการซื้อขายหุ้นในช่วงวันครบกำหนดการห้ามขายหุ้น นั่นคือ 10 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นจนถึง 20 วันหลังจากสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น [-10,+20] จำนวน 11 บริษัท จากบริษัทที่จดทะเบียนเสนอขายหุ้นสามัญเป็นครั้งแรกแก่ประชาชนในช่วงปี พ.ศ. 2536-2540 จำนวน 159 บริษัท และแสดงถึงปริมาณซื้อขายหุ้นของผู้บริหารของบริษัทดังกล่าว

วัน	WALL	MAKRO	DRACO	ITD	VNT	SAFARI
T-10	-	-	-	5,000 หุ้น	-	-
T-9	-	-	-	-	-	-
T-8	-	10,000 หุ้น	-	-	-	-
T-7	-	-	-	-	-	-
T-6	-	-	-	-	-	-
T-5	-	-	-	-	-	-
T-4	-	-	-	-	-	-
T-3	-	-	-	-	-	-
T-2	-	-	-	-	-	-
T-1	-	-	-	-	-	-
T+0	-	-	-	-	-	-
T+1	-	-	-	-	-	-
T+2	-	-	-	-	-	30,000 หุ้น
T+3	-	-	-	-	-	30,000 หุ้น
T+4	-	-	-	-	-	54,700 หุ้น
T+5	-	-	4,000 หุ้น	-	-	60,000 หุ้น
T+6	-	-	-	-	-	-
T+7	-	-	-	-	-	90,700 หุ้น
T+8	-	-	-	-	-	-
T+9	-	-	-	-	5,000 หุ้น	35,000 หุ้น
T+10	-	-	-	-	-	10,000 หุ้น
T+11	200,000 หุ้น	-	-	-	-	25,000 หุ้น
T+12	-	-	-	-	-	40,000 หุ้น
T+13	-	-	-	-	-	40,000 หุ้น
T+14	-	-	-	-	-	25,000 หุ้น
T+15	-	-	-	-	-	-
T+16	-	-	-	-	-	-

วัน	WALL	MAKRO	DRACO	ITD	VNT	SAFARI
T+17	-	-	-	-	-	-
T+18	-	-	-	-	-	-
T+19	-	-	-	-	-	-
T+20	-	-	-	-	-	15,000 หุ้น

วัน	Z-MICO	PACFIN	LST	TBSP	EASTW
T-10	-	-	-	-	-
T-9	-	-	-	-	-
T-8	-	-	-	-	-
T-7	-	-	-	-	-
T-6	-	-	-	-	-
T-5	-	-	-	-	-
T-4	-	-	-	-	-
T-3	-	-	-	-	-
T-2	-	-	-	-	-
T-1	-	-	-	2,000 หุ้น	-
T+0	-	-	-	3,000 หุ้น	-
T+1	-	-	-	-	-
T+2	-	-	-	-	-
T+3	-	-	-	5,000 หุ้น	-
T+4	-	460,587 หุ้น	-	-	13,100 หุ้น
T+5	-	-	-	-	-
T+6	-	-	-	-	-
T+7	-	-	3,000 หุ้น	-	-
T+8	540,523 หุ้น	-	-	-	-
T+9	-	-	-	-	-
T+10	-	-	-	-	-
T+11	-	-	-	-	-
T+12	-	-	-	-	-
T+13	-	-	-	-	-
T+14	-	-	-	-	-
T+15	-	-	-	-	-
T+16	-	-	-	-	8,500 หุ้น
T+17	-	-	-	-	-
T+18	-	-	-	-	-
T+19	-	-	-	-	-
T+20	-	-	-	-	-

**ตารางที่ 9 ตารางแสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยของผู้บริหารเทียบกับปริมาณการซื้อขาย  
รายวันที่คาดการณ์**

ตารางนี้แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยของผู้บริหารของบริษัทที่มีการซื้อขายในช่วงวันครบกำหนดการห้ามขายหุ้น เทียบกับปริมาณการซื้อขายรายวันที่คาดการณ์ จำนวน 11 บริษัท โดยปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย (VOLUME) คำนวณจากสัดส่วนระหว่างปริมาณการซื้อขายที่เกิดขึ้นจริงต่อจำนวนวันที่มีการซื้อขาย และปริมาณการซื้อขายรายวันที่คาดการณ์ [ Expected Volume : E(V) ] คำนวณจากปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยในช่วงเวลาประมาณค่า นั่นคือวันที่ 90 จนถึงวันที่ 31 ก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น [-90,-31]

	ปริมาณการ ซื้อขายเฉลี่ย (VOLUME)	ปริมาณการ ซื้อขายรายวัน ที่คาดการณ์ [E(V)]	VOLUME E(V)
1. WALL	200,000	219,113	0.913
2. MAKRO	10,000	225,613	0.044
3. DRACO	4,000	24,752	0.162
4. ITD	5,000	441,783	0.011
5. VNT	5,000	753,997	0.007
6. SAFARI	37,950	1,031,885	0.037
7. Z-MICO	540,523	572,525	0.944
8. PACFIN	460,587	35,507	12.972
9. LST	3,000	87,400	0.034
10. TBSP	3,333	10,475	0.318
11. EASTW	10,800	115,758	0.093

#### 4.5 ผลการศึกษาเมื่อตัดข้อมูลการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่มีค่าผิดปกติ (Outliers)

ในผลการศึกษาข้างต้น ได้ใช้ข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างจำนวน 128 บริษัท ซึ่งพบว่า มีข้อมูลการซื้อขายของ 2 บริษัทที่มีปริมาณการซื้อขายสูงผิดปกติเมื่อเทียบกับปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์อื่น คือ SIRI และ EASTW ซึ่งทำให้ผลที่ได้รับไม่เที่ยงตรงนัก ดังนั้นในส่วนนี้จะนำเสนอผลการศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และปัจจัยที่อธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น (Silent Period) โดยตัดข้อมูลของบริษัทที่มีปริมาณการซื้อขายสูงผิดปกติออก เหลือบริษัทกลุ่มตัวอย่างจำนวน 126 บริษัท ซึ่งรายละเอียดแสดงไว้ในภาคผนวก ก อย่างไรก็ตามผลการศึกษา สรุปได้ดังนี้ คือ

ผลการศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เมื่อตัดบริษัทที่มีค่าปริมาณการซื้อขายสูงผิดปกติออก [ตาราง ก-1 และ ก-2] คล้ายกับผลการศึกษาของกลุ่มบริษัทตัวอย่างจำนวน 128 บริษัท นั่นคือ มีแนวโน้มของอัตราผลตอบแทนผิดปกติเชิงลบในช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น  $[t-9, t-6]$  และมีแนวโน้มในเชิงบวกในช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น 5 วัน จนถึง 1 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น  $[t-5, t+1]$  และหลังจากนั้นไม่ได้มีแนวโน้มอัตราผลตอบแทนผิดปกติอย่างชัดเจน  $[t+2, t+20]$  ซึ่งเหตุผลสนับสนุนคล้ายคลึงกับที่กล่าวไปข้างต้น จากการใช้ข้อมูลของกลุ่มบริษัทตัวอย่างจำนวน 128 บริษัท อย่างไรก็ตาม อัตราผลตอบแทนผิดปกติในช่วงเวลาที่ศึกษาไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงสรุปได้ว่า การซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด (Silent Period) ไม่ได้มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการศึกษาเกี่ยวกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ [ตาราง ก-3 และ ก-4] พบว่าแตกต่างจากการใช้กลุ่มบริษัทตัวอย่างจำนวน 128 บริษัท เนื่องจากเมื่อจัดปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่สูงผิดปกติ แนวโน้มของปริมาณการซื้อขายผิดปกติในช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น และในช่วงวันที่สิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น ไม่ได้มีแนวโน้มที่สูงผิดปกติอย่างที่พบในการศึกษาของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด และสำหรับการทดสอบทางสถิติของปริมาณการซื้อขายผิดปกติในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา พบว่า ปริมาณการซื้อขายผิดปกติเชิงลบในวันที่ 3, 5 และ 7 ก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.05, 0.001 และ 0.05 ตามลำดับ และปริมาณการซื้อขายผิดปกติเชิงลบในวันที่ 6 และ 7 หลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.001

สำหรับผลการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม [ตาราง ก-5 และ ก-6] พบว่า ไม่มีปัจจัยใดที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมของตลาดหุ้นไทยในช่วงเวลาที่ทำการทดสอบได้  $[-5, +1]$  ในทุกระดับความเชื่อมั่น (0.001, 0.05, 0.01) อย่างไรก็ตาม



ตาม ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น [-5,+1] กับปัจจัยอธิบาย พบว่าได้ผลการศึกษาเหมือนกันกับการใช้กลุ่มบริษัทตัวอย่างจำนวน 128 บริษัท นั่นคือ ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา คือ จำนวนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นที่จดทะเบียนชำระเงินแล้ว และ อัตราส่วนระหว่างมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของบริษัท ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ทางลบ คือ มูลค่าตลาดของหุ้นในวันที่สิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น และสัดส่วนระหว่างสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท และปัจจัยที่มีค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์เข้าใกล้ศูนย์ คือ อัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหุ้นในตลาดเป็นวันแรก และระยะเวลาที่ถูกห้ามขายหุ้น (วัน)