



# The Effects of Expiration of IPO Silent Period on Abnormal Returns and Cumulative Abnormal Returns of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment

Naratip Tabtieng\*

Submitted: March 2, 2020 / Accepted: May 28, 2020

## Abstract

This study examines market reaction during the expiration of the IPO silent period of 314 IPOs and examines the effect of various independent variables of 276 IPOs of Thai listed companies during the period 2001 to 2017. The variables comprises of the logarithm of market capitalization (LogMKT), standard deviation of closing share price (S.D.Price), IPO initial return (IR), length of the lockups period (SPLength), percentage of the IPO shares lockups to paid-up capital after IPO (LockShare), proportion of percentage of shares that are held by strategic shareholders (Shareholder), operating year of companies from the establishment to first trading day (Age), and the dummy variable of underwriters (DumUnderwriter) on cumulative abnormal returns during the expiration of the IPO silent period.

The results show that share prices declined during that period. Statistically, there are significant negative abnormal returns and cumulative abnormal returns. This may have been caused by changes in demand and supply from the selling of IPO shares locked up by directors and shareholders. This study also finds that the negative abnormal returns and cumulative abnormal returns exists only a short-term basis.

Moreover, through using multiple linear regression to test factors that have impact on cumulative abnormal returns, the statistical results also indicated that the length of the lockups period (SPLength) has a significant negative relation with cumulative abnormal returns. The result is also consistent with information asymmetry in which longer lockups period will allow more efficient to reflect the intrinsic value of the companies which affect the changing in demand and supply from the selling of IPO shares locked up by directors and shareholders because the opportunity to make profits from holding shares in the long run is unlikely to occur; which will probably result in decreasing in share prices.

**Keywords:** IPO Silent period, Abnormal returns, Cumulative abnormal returns, SET, MAI

\* NIDA Business School, National Institute of Development Administration.

# การศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ต่อราคาหุ้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period) ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยที่มีการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ แก่ประชาชนครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO)

นราทิพย์ ทับเที่ยง\*

## บทคัดย่อ

การศึกษานี้ศึกษาการปรับตัวของราคาหุ้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period) โดยมีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษารวม 314 บริษัท และศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period) สำหรับบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยที่ดำเนินการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกตั้งแต่ พ.ศ. 2544-พ.ศ. 2560 โดยมีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษารวม 276 บริษัท และมีตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ค่าลอการิทึมของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (LogMKT) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของราคาปิด (S.D.Price) อัตราผลตอบแทนของหุ้น ณ วันแรกที่ทำกรซื้อขาย (IR) ระยะเวลาห้ามขาย (SPLength) สัดส่วนร้อยละของจำนวนหุ้นที่ถูกห้ามขายต่อทุนชำระแล้วภายหลังการเสนอขาย (LockShare) ร้อยละของจำนวนหุ้นที่ถือโดยกลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นใหญ่ ภายหลังการเสนอขาย (Shareholder) ระยะเวลา (ปี) ที่บริษัทเริ่มดำเนินการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Age) และตัวแปรหุ่นของการเสนอขายของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (DumUnderwriter)

ผลการศึกษาพบว่า ราคาหุ้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period) มีการปรับตัวในเชิงลบ โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งอาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในอุปสงค์และอุปทานของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากกลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ที่เกี่ยวข้องสามารถเทขายหุ้นในส่วนที่ตนครอบครองได้เต็มจำนวน โดยการปรับตัวในเชิงลบของราคาหุ้นจะเกิดขึ้นเพียงในระยะสั้นเท่านั้น จากนั้นจึงปรับตัวเข้าสู่ระดับปกติ

รวมทั้งผลการทดสอบทางสถิติของปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period) จากการวิเคราะห์ความถดถอยพหุเชิงเส้น (Multiple Linear Regression Analysis) พบว่าตัวแปรระยะเวลาห้ามขาย (SPLength) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยอาจเกิดจากการที่หุ้นมีระยะเวลาห้ามขายที่ยาวนาน ทำให้เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในอุปทานของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากโอกาสในการทำกำไรจากการถือครองหุ้นในระยะยาวจึงน่าจะเกิดขึ้นได้ยาก เป็นผลให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงในที่สุด

**คำสำคัญ:** ระยะเวลาห้ามขายของบริษัทจดทะเบียนที่มีการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)

\* คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์



## บทนำ (Introduction)

การเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) เป็นวิธีการระดมทุนที่ได้รับความนิยมจากบริษัทมาโดยตลอด รวมทั้งที่ผ่านมานักลงทุนจำนวนมากได้ให้ความสนใจในการซื้อหุ้นที่ออกใหม่ดังกล่าว โดยหวังผลตอบแทนทั้งในระยะสั้นและระยะยาว อันได้แก่ ผลตอบแทนในรูปกำไรจากการขายหุ้น ผลตอบแทนในรูปเงินปันผล สิทธิในการจองซื้อหุ้นออกใหม่ สิทธิในการมีส่วนร่วมบริหารงานของบริษัท เช่น การเข้าร่วมประชุมผู้ถือหุ้น การออกเสียงตัดสินใจในเรื่องสำคัญของบริษัท เป็นต้น โดยผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังจะได้รับในรูปกำไรจากการขายหุ้น และเงินปันผล ขึ้นอยู่กับผลประกอบการของบริษัท และอุปสงค์ อุปทานของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์เป็นหลัก ซึ่งกลุ่มผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นผู้มีอำนาจควบคุมการบริหารงานของบริษัท และเป็นกลุ่มบุคคลที่รู้ข้อมูลภายในของบริษัทเป็นอย่างดี

ดังนั้นเพื่อจัดปัญหาความไม่เท่าเทียมในการเข้าถึงข้อมูลของนักลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (U.S. Securities and Exchange Commission) จึงได้มีการกำหนดข้อตกลงห้ามขายหุ้น (Lockup Agreement) ซึ่งเป็นข้อตกลงที่ห้ามไม่ให้ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้มีอำนาจควบคุม รวมทั้งผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัท พนักงาน และกลุ่มธุรกิจร่วมทุน (Venture Capitalists) ขายหุ้นในช่วงระยะเวลาที่กำหนด โดยผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และบริษัทจะร่วมลงนามในข้อตกลงดังกล่าวในช่วงก่อนที่บริษัทจะเข้าจดทะเบียน และเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) เพื่อให้นักลงทุนสามารถมั่นใจได้ว่า ในช่วงหลังการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก กลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้มีอำนาจควบคุม รวมทั้งผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัทจะไม่ขายหุ้นส่วนที่ตนถือครอง ซึ่งโดยทั่วไปแล้วข้อตกลงห้ามขายหุ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาจะมีระยะเวลาประมาณ 180 วัน<sup>1</sup>

และสำหรับในประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์จึงได้วางกฎเกณฑ์เพื่อสร้างความเป็นธรรมและความมั่นใจแก่นักลงทุนรายย่อย โดยมีประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการห้ามผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้น และผู้ที่เกี่ยวข้องขายหุ้นและหลักทรัพย์ภายในระยะเวลาที่กำหนด พ.ศ. 2544 ระบุห้ามผู้มีส่วนร่วมในการบริหาร ได้แก่ กรรมการผู้จัดการ ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 5 รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้องนำหุ้นของบริษัทที่ตนถือครองอยู่ออกขาย ซึ่งจำนวนหุ้นที่ห้ามขายคิดเป็นร้อยละ 55 ของทุนชำระแล้วหลังการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก โดยกำหนดระยะเวลาห้ามขายหุ้น (Silent Period) เป็นเวลา 1 ปี ตั้งแต่วันที่หุ้นของบริษัทเริ่มซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์<sup>2</sup>

ภายหลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น (Silent Period) กลุ่มผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถขายหุ้นที่ถูกห้ามขายของตนออกสู่ตลาดหลักทรัพย์ได้ โดยหากกลุ่มผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ล่วงรู้เหตุการณ์และข้อมูลภายในบริษัท ก่อนนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์ เช่น การรับรู้ผลประกอบการที่ดีของบริษัท ซึ่งเป็นเหตุการณ์ที่จะเกิดขึ้นเพียงในระยะสั้นและอาจไม่เกิดขึ้นอีกในอนาคต อาจเป็นเหตุให้กลุ่มผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่เทขายหุ้นของตน เนื่องจากเล็งเห็นโอกาสในการรับรู้ผลตอบแทนสูงสุดในรูปแบบกำไรจากการขายหุ้น หรืออาจเกิดจากการรับรู้ข้อมูลภายในของบริษัทที่อาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการในอนาคต เป็นเหตุให้กลุ่มผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ทิ้งหุ้นของตน ซึ่งปริมาณหุ้นที่ถูกขายออกมานี้จะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์และอุปทานของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ และอาจทำให้เกิดการปรับตัวของ

<sup>1</sup> ดูรายละเอียดใน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา (U.S. Securities and Exchange Commission) Initial Public Offerings: Lockup Agreements คำนวนที่ 29 มีนาคม 2557 จาก <https://www.sec.gov/answers/lockup.html>

<sup>2</sup> ดูรายละเอียดใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2550 (ตุลาคม) เตรียมตัวอย่างไร...ได้เข้าตลาดหลักทรัพย์ฯ

## ราคาหุ้นในที่สุด

ดังนั้นการศึกษาในครั้งนี้จึงมีความสนใจมุ่งเน้นการศึกษาผลกระทบต่อราคาหุ้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมต่อราคาหุ้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period) รวมทั้งปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period) สำหรับบริษัทจดทะเบียนที่ดำเนินการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก

## การทบทวนวรรณกรรม (Literature Review)

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า ที่ผ่านมาได้มีการศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นที่มีต่อหุ้นออกใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนครั้งแรก และปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย เช่น การศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Field and Hanka (2001) ศึกษาการปรับตัวของราคาหุ้น และปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น (Lockup Agreement) สำหรับหุ้นออกใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนครั้งแรก ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น ราคาหุ้นมีการปรับตัวลดลง และมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงลบเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 1 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น จนถึง 1 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น ( $t = -1$  ถึง  $t = 1$ ) โดยมีค่าเท่ากับ  $-1.5\%$  และผลการศึกษาแบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็น 2 กลุ่ม พบว่าบริษัทที่เป็นธุรกิจร่วมทุน (Venture-Financed Firm) มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงลบเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีค่าเท่ากับ  $-2.3\%$  ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่เกิดขึ้นนี้มีค่ามากกว่าบริษัทที่ไม่ได้เป็นธุรกิจร่วมทุน (Non-Venture-Financed Firm) มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงลบเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีค่าเท่ากับ  $-0.8\%$

สำหรับในส่วนของการศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วง 1 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น จนถึง 1 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น ( $t = -1$  ถึง  $t = 1$ ) ผลการศึกษาพบตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ตัวแปรหุ่นของการเป็นธุรกิจเงินร่วมทุน (Dummy Variable for Venture Backing) ตัวแปรสัดส่วนร้อยละของจำนวนหุ้นที่ห้ามขาย (Fraction of Post-IPO Shares Locked Up) และค่าลอการิทึมของเลขหนึ่งบวกด้วยปริมาณหุ้นที่ผิดปกติสะสมในช่วง 1 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น จนถึง 1 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น ( $t = -1$  ถึง  $t = 1$ ) (Log (1+Three-Day Abnormal Volume))

Brav and Gompers (2000) ศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหุ้นของผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้มีอำนาจควบคุม รวมทั้งผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัท (Insiders) ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น (Lockup Agreement) สำหรับหุ้นออกใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนครั้งแรก ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น ราคาหุ้นมีการปรับตัวลดลง และมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงลบเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญอย่างต่อเนื่องในช่วง 1 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น ( $t = -1$ ) และ ณ วันสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น ( $t = 0$ ) โดยมีค่าเท่ากับ  $-0.26\%$  และ  $-0.59\%$  ตามลำดับ

สำหรับในส่วนของการศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการซื้อและถือครองหลักทรัพย์ในช่วง 2 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นจนถึง 2 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น ( $t = -2$  ถึง  $t = 2$ ) ผลการศึกษาพบตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการซื้อและถือครองหลักทรัพย์



อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ตัวแปรสัดส่วนร้อยละของจำนวนหุ้นที่ห้ามขาย (Percent of Share Locked) เนื่องจากหากมีหุ้นที่ถูกห้ามขายตามข้อตกลงห้ามขายหุ้นปริมาณมาก จะทำให้มีอุปสงค์ในการเทขายหุ้นที่สูงเมื่อสิ้นสุดระยะเวลาดังกล่าว ส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลง และตัวแปรหุ้นของการเป็นธุรกิจเงินร่วมทุน (Venture Capital-Backed) เนื่องจากอาจมีการขายหุ้นในส่วนของธุรกิจร่วมทุนในสิ้นสุดระยะเวลาดำเนินการตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น ส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลง

นอกจากนี้ พบตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ อัตราส่วนมูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อราคาตลาด (Book-to-Market Ratio) ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่สะท้อนศักยภาพในการเติบโตของบริษัท หากบริษัทมีอัตราส่วนมูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อราคาตลาดอยู่ในระดับสูง จะทำให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น และตัวแปรการจัดอันดับของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter Ranking) หากผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นบริษัทที่มีคุณภาพและมีชื่อเสียง จะทำให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น

Brau, Carter, Christophe and Key (2004) ศึกษาการปรับตัวของราคาหุ้นและปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาดำเนินการตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น (Lockup Agreement) สำหรับหุ้นออกใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนครั้งแรก ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาดำเนินการตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น ราคาหุ้นมีการปรับตัวลดลง และมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงลบเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญอย่างต่อเนื่องในช่วง 1-4 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาดำเนินการตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น ( $t = -1, -2, -3, -4$ ) โดยมีค่าอยู่ในช่วง  $-0.173\%$  ถึง  $-0.448\%$  และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ณ วันที่สิ้นสุดระยะเวลาดำเนินการตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น ( $t = 0$ ) มีค่าเท่ากับ  $-0.378\%$  ซึ่งเกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร และแรงจูงใจในการบริหารงานของกลุ่มผู้บริหารภายหลังสิ้นสุดระยะเวลาดำเนินการตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น

สำหรับในส่วนของการศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วง 4 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาดำเนินการตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น จนถึงวันสิ้นสุดระยะเวลาดำเนินการตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น ( $t = -4$  ถึง  $t = 0$ ) ผลการศึกษาพบตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ตัวแปรสัดส่วนร้อยละของจำนวนหุ้นที่ห้ามขาย (Percentage of Share in Lockup) ซึ่งหากภายหลังสิ้นสุดระยะเวลาดำเนินการตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น มีการเทขายหุ้นในส่วนที่ถูกห้ามขายออกมาในปริมาณมาก จะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์และอุปทานของหุ้น และส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในเชิงลบ และตัวแปรหุ้นของการเป็นธุรกิจเงินร่วมทุน (Venture Capital Backed Dummy) โดยส่วนใหญ่แล้วกลุ่มธุรกิจร่วมทุนมักนำหุ้นของบริษัทที่ตนเข้าไปร่วมลงทุนมาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อจะได้มีโอกาสในการขายหุ้นส่วนของตนเองเพื่อถอนการลงทุนออกจากบริษัท ซึ่งจะส่งผลให้อุปสงค์ของหุ้นเพิ่มมากขึ้นภายหลังสิ้นสุดระยะเวลาดำเนินการตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น เป็นผลให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงในที่สุด

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษายังพบตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ได้แก่ ตัวแปรการออกไปสำคัญสิทธิแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น (Unit Issue Indicator) โดยนักลงทุนมีมุมมองและการตอบสนองต่อการออกไปสำคัญสิทธิแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นในเชิงบวก ตัวแปรค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวม (Log of Total Assets) เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่มักมีการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก และตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารภายหลังการเสนอขาย (Percentage of Management Ownership After Offer) โดยส่วนใหญ่ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะถือครองหุ้นที่ยาวนานกว่ากลุ่มธุรกิจเงินร่วมทุน (Venture Capitalist) เนื่องจากมีแรงจูงใจในการบริหารงานเพื่อสร้างผลตอบแทนที่สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น

และการศึกษาในประเทศอังกฤษของ Hoque and Lasfer (2009) ศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหุ้นของผู้บริหารผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้มีอำนาจควบคุม รวมทั้งผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัท (Insiders) ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาดำเนินการตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น (Lockup Agreement) สำหรับหุ้นออกใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนครั้งแรก ผลการศึกษาพบว่า ส่วนใหญ่แล้ว

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน ประเทศอังกฤษ คิดเป็นสัดส่วน 67.38% ของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมด มีระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้นเฉลี่ย 365 วัน มากกว่าในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งโดยปกติมีระยะเวลาประมาณ 180 วัน

และในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น ราคาหุ้นมีการปรับตัวลดลง โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงลบเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 2 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้นจนถึง 2 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น ( $t = -2$  ถึง  $t = 2$ ) โดยมีค่าเท่ากับ  $-1.85\%$  รวมทั้งมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงลบเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 3 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้นจนถึง 10 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น ( $t = 3$  ถึง  $t = 10$ ) โดยมีค่าเท่ากับ  $-0.95\%$

สำหรับในส่วนของการศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วง 2 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้นจนถึง 2 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น ( $t = -2$  ถึง  $t = 2$ ) ผลการศึกษาพบตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ตัวแปรหุ้น การซื้อหุ้นในช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้นของกลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้มีอำนาจควบคุม รวมทั้งผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัท (Insider Early Buy) โดยหากมีการซื้อหุ้นในช่วงดังกล่าว ทำให้มีความเป็นไปได้ว่าจะมีการเทขายหุ้นปริมาณมากกว่าหุ้นในส่วนที่ถูกห้ามขายตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น และหุ้นในส่วนที่ซื้อเพิ่มเติม ซึ่งจะส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลง ตัวแปรหุ้นการขายหุ้น ณ วันสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้นของกลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้มีอำนาจควบคุม รวมทั้งผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัท (Actual Sell Trade on Expiry Date) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลง ตัวแปรจำนวนหุ้นที่ถูกห้ามขายของกลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้มีอำนาจควบคุม รวมทั้งผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัท ตัวแปรสัดส่วนร้อยละของจำนวนหุ้นที่ห้ามขาย (Shares Locked) เนื่องจากมีความเป็นไปได้ว่า หากหุ้นในส่วนที่ถูกห้ามขายตามข้อตกลงห้ามขายหุ้นมีปริมาณมาก จะมีการเทขายหุ้นออกมาในปริมาณมากเมื่อสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลง และตัวแปรค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมนับตั้งแต่ 1 วันหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จนถึง 11 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น (Stock Price Volatility) เนื่องจากต้นทุนของการทำกำไรจากผลต่างของราคา (Arbitrage) จะจำกัดความสามารถในการยืมหุ้นมาขาย (Short Sell) ในช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลง

นอกจากนี้ พบตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ตัวแปรสัดส่วนจำนวนหุ้นที่เสนอขายต่อทุนชำระแล้ว (Share Issued at IPO) เนื่องจากหากบริษัทมีจำนวนหุ้นที่เสนอขายในปริมาณมาก ทำให้นักลงทุนคาดการณ์ว่าจะมีการเทขายหุ้นออกมาในปริมาณน้อยเมื่อสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลง และตัวแปรหุ้นค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมนับตั้งแต่วันเสนอขายหุ้นมีค่ามากกว่าค่ากลาง (Performance)

รวมทั้งการศึกษาในประเทศไทยของ Sirima Disara (2007) ศึกษาการปรับตัวของราคาหุ้นและปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น (Silent Period) สำหรับหุ้นออกใหม่ที่เสนอขายแก่ประชาชนครั้งแรก ผลการศึกษาพบว่า ช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น ราคาหุ้นมีการปรับตัวลดลง และมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงลบเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 5 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นจนถึง 5 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น ( $t = -5$  ถึง  $t = 5$ ) ซึ่งมีค่าเท่ากับ  $-0.17\%$

สำหรับในส่วนของการศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงลบในช่วง 5 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นจนถึง 5 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น ( $t = -5$  ถึง  $t = 5$ ) ผลการศึกษาพบตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ตัวแปรความผันผวน





ของราคาหุ้น (SD) เนื่องจากความผันผวนของราคาหุ้นมักเกิดจากความไม่เท่าเทียมในการเข้าถึงข้อมูล ดังนั้นหากราคาหุ้นมีความผันผวนมาก จะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในเชิงลบในที่สุด และตัวแปรหุ่นการซื้อหุ้นของกลุ่มผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในช่วงระยะเวลาห้ามขาย (Dummyinsidera) นักลงทุนมีมุมมองต่อการซื้อหุ้นของกลุ่มผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ว่าเป็นการส่งสัญญาณ โดยคาดการณ์ว่าหากมีการซื้อหุ้นในปริมาณมาก อาจมีการเทขายหุ้นในอนาคต ดังนั้นนักลงทุนจึงหลีกเลี่ยงที่จะลงทุนในหุ้นดังกล่าว เป็นผลให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลง

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษายังพบตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ได้แก่ ตัวแปรสัดส่วนร้อยละของจำนวนหุ้นที่ถูกห้ามขายต่อทุนชำระแล้วหลัง IPO (Dumshares) นักลงทุนสามารถคาดการณ์จำนวนหุ้นที่จะถูกเทขายออกมาภายหลังช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น และเนื่องจากนักลงทุนส่วนใหญ่ยังมีความเชื่อมั่นในผลประกอบการของบริษัท ดังนั้นหากมีจำนวนหุ้นที่ถูกห้ามขายในปริมาณมาก จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเพิ่มสูงขึ้น

จากการทบทวนวรรณกรรมสามารถสรุปแล้วพบว่า มีปัจจัยหลากหลายตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น (Lockup Agreement) หรือในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น (Silent Period) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้งในเชิงบวกและเชิงลบ ดังตารางที่ 1 โดยการศึกษาครั้งนี้เลือกตัวแปรอิสระที่นำมาใช้ในการศึกษา โดยคัดเลือกตัวแปรที่สนใจศึกษาจากผลการศึกษาก่อนหน้าสำหรับปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ สัดส่วนร้อยละของจำนวนหุ้นที่ถูกห้ามขายต่อทุนชำระแล้วหลังภายหลังการเสนอขาย (Field and Hanka (2001), Brav and Gompers (2000), Brau, Carter, Christophe and Key (2004), Hoque and Lasfer (2009) และ Sirima Disara (2007)) ร้อยละของจำนวนหุ้นที่ถือโดยกลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นใหญ่ ภายหลังการเสนอขาย (Brau, Carter, Christophe and Key (2004)) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของราคาปิด (Sirima Disara (2007)) ตัวแปรหุ่นของการเสนอขายของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Brav and Gompers (2000)) นอกจากนี้ยังได้คัดเลือกตัวแปรอีกส่วนหนึ่งที่นำมาใช้ในการศึกษาโดยอ้างอิงจากการศึกษาของ Hoque and Lasfer (2009) และ Sirima Disara (2007) ซึ่งได้แก่ ค่าลอการิทึมของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด อัตราผลตอบแทนของหุ้น ณ วันแรกที่ทำการซื้อขาย (IR) ระยะเวลาห้ามขาย และระยะเวลา (ปี) ที่บริษัทเริ่มดำเนินกิจการจนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Age)

**ตารางที่ 1** สรุปตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น (Lockup Agreement) หรือในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น (Silent Period)

ตัวแปรอิสระ	การศึกษาใน				
	ประเทศสหรัฐอเมริกา			ประเทศอังกฤษ	ประเทศไทย
	Field and Hanka (2001)	Brav and Gompers (2000)	Brau, Carter, Christophe and Key (2004)	Hoque and Lasfer (2009)	Sirima Disara (2007)
1. ตัวแปรหุ่นของการเป็นธุรกิจเงินร่วมทุน	เชิงลบ	เชิงลบ	เชิงลบ		
2. สัดส่วนร้อยละของจำนวนหุ้นที่ห้ามขาย	เชิงลบ	เชิงลบ	เชิงลบ	เชิงลบ	เชิงบวก
3. ค่าลอการิทึมของเลขหนึ่งบวกด้วยปริมาณหุ้นที่ผิดปกติสะสมในช่วง 1 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น จนถึง 1 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น	เชิงลบ				
4. อัตราส่วนมูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อราคาตลาด		เชิงบวก			
5. การจัดอันดับของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์		เชิงบวก			
6. การออกไปสำคัญสิทธิแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น			เชิงบวก		
7. ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวม			เชิงบวก		
8. สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารภายหลังการเสนอขาย			เชิงบวก		
9. ความผันผวนของราคาหุ้น					เชิงลบ
10. ตัวแปรหุ่นการซื้อหุ้นของกลุ่มผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในช่วงระยะเวลาห้ามขาย				เชิงลบ	เชิงลบ
11. ตัวแปรหุ่นการขายหุ้น ณ วันสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้นของกลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้มีอำนาจควบคุม รวมทั้งผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัท				เชิงลบ	
12. ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมนับตั้งแต่ 1 วันหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จนถึง 11 วันก่อนสิ้นสุดระยะเวลาตามข้อตกลงห้ามขายหุ้น				เชิงลบ	
13. สัดส่วนจำนวนหุ้นที่เสนอขายต่อทุนชำระแล้ว				เชิงบวก	
14. ตัวแปรหุ่นค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมนับตั้งแต่วันเสนอขายหุ้นมีค่ามากกว่าค่ากลาง				เชิงบวก	





## วัตถุประสงค์ของการศึกษา (Research Objectives)

การศึกษาเกี่ยวกับการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ตั้งแต่ พ.ศ. 2544-พ.ศ. 2560 โดยมีวัตถุประสงค์การศึกษา ดังนี้

1. เพื่อศึกษาผลกระทบต่อราคาหุ้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ดำเนินการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก โดยศึกษาในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period)
2. เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period)

## ขอบเขตการศึกษา (Scope of the Research)

การศึกษาในครั้งนี้ศึกษาเฉพาะข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ยกเว้นกองทุนสงฆ์ธรรมทรัพย์ รวมทั้งใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ตั้งแต่ พ.ศ. 2544-พ.ศ. 2560 โดยไม่นับรวมบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนสำหรับการศึกษา

เนื่องจากการศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในช่วง พ.ศ. 2544-พ.ศ. 2560 ดังนั้นข้อมูลราคาหุ้นบริษัทจดทะเบียนจึงอาจได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์สำคัญ เช่น ความไม่สงบทางการเมือง พ.ศ. 2552 และเหตุการณ์อุทกภัยครั้งใหญ่ พ.ศ. 2554 เป็นต้น

## วิธีการศึกษา (Research Methodology)

การศึกษานี้แบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนที่ 1 การศึกษาผลกระทบต่อราคาหุ้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period) โดยมีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษารวม 314 บริษัท และส่วนที่ 2 การศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period) โดยมีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษารวม 276 บริษัท ดังตารางที่ 2

## ตารางที่ 2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาในช่วง พ.ศ. 2544-พ.ศ. 2560

การศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมต่อราคาหุ้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยที่มีการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก	ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	
	ส่วนที่ 1	ส่วนที่ 2
บริษัทที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (IPO) ในช่วง พ.ศ. 2544-พ.ศ. 2560	422	422
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนสำหรับการศึกษา	108	146
ข้อมูลทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา	314	276

การศึกษาส่วนที่ 1 รวบรวมข้อมูลบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก เพื่อคำนวณค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ แล้วนำข้อมูลที่ได้มาวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติด้วย Two Tailed T-Test โดยมีสมมติฐาน คือ

$$H_0 : \overline{AR}_i = 0 \quad \text{ราคาหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายไม่มีการเปลี่ยนแปลงจนก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ}$$

$$H_1 : \overline{AR}_i \neq 0 \quad \text{ราคาหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายมีการเปลี่ยนแปลงจนก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ}$$

จากนั้นคำนวณค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม แล้วนำข้อมูลที่ได้มาวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติด้วย Two Tailed T-Test โดยมีสมมติฐาน คือ

$$H_0 : \overline{CAR}_i = 0 \quad \text{ราคาหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายไม่มีการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม}$$

$$H_1 : \overline{CAR}_i \neq 0 \quad \text{ราคาหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายมีการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม}$$

และการศึกษาส่วนที่ 2 รวบรวมและเก็บค่าตัวแปรต่างๆ จากนั้นนำตัวแปรที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย มาสร้างแบบจำลองในรูปการวิเคราะห์ความถดถอยพหุเชิงเส้น (Multiple Linear Regression Analysis) ดังนี้

$$CAR_i = \beta_0 \text{LogMKT}_i + \beta_1 \text{S.D.Price}_i + \beta_2 \text{IR}_i + \beta_3 \text{SPLength}_i + \beta_4 \text{LockShare}_i + \beta_5 \text{Shareholder}_i + \beta_6 \text{Age}_i + \beta_7 \text{DummyUnderwriter}_i + \varepsilon_i$$

$CAR_i$  คือ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายของหุ้น  $i$

$\text{LogMKT}_i$  คือ ค่าลอการิทึมของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ณ วันแรกที่ทำการซื้อขายของหุ้น  $i$

$\text{S.D.Price}_i$  คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของราคาปิด ณ วันแรกที่ทำการซื้อขายถึงวันที่ 90 ของหุ้น  $i$

$\text{IR}_i$  คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้น  $i$  ณ วันแรกที่ทำการซื้อขาย ซึ่งคำนวณจากผลต่างของราคาปิด

ณ วันแรกที่ทำการซื้อขายกับราคาเสนอขาย (IPO Price) หาดด้วยราคาเสนอขาย (IPO Price)



$SPLength_i$	คือ ระยะเวลา (ปี) ห้ามขายของหุ้น $i$
$LockShare_i$	คือ สัดส่วนร้อยละของจำนวนหุ้นที่ถูกห้ามขายต่อหุ้นชำระแล้วหลังการเสนอขายของหุ้น $i$
$Shareholder_i$	คือ ร้อยละของจำนวนหุ้นที่ถือโดยกลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นใหญ่ ซึ่งหมายถึงผู้ถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 5 ภายหลังจากการเสนอขายของหุ้น $i$
$Age_i$	คือ ระยะเวลา (ปี) ที่บริษัทเริ่มดำเนินกิจการจนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของหุ้น $i$
$DummyUnderwriter_i$	คือ ตัวแปรหุ่นของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ โดยกำหนดให้มีค่าเป็น 1 หากหุ้น $i$ จัดจำหน่ายโดยผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ใน 5 อันดับแรก ซึ่งคิดจากสัดส่วนมูลค่าของ IPO ที่ร่วมเสนอขายต่อมูลค่าระดมทุนทั้งหมดในช่วง พ.ศ. 2544-พ.ศ. 2555 และมีค่าเป็น 0 หากหุ้น $i$ ไม่ได้จัดจำหน่ายโดยผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ใน 5 อันดับแรก
$\varepsilon_i$	คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของหุ้น $i$

## ผลการศึกษาส่วนที่ 1 : ผลกระทบต่อราคาหุ้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period)

### ผลการศึกษาผลกระทบต่อราคาหุ้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ

โดยทั่วไปแล้วพฤติกรรมการซื้อขายของกลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ที่เกี่ยวข้อง มักมีอิทธิพลในการขึ้นนำการตัดสินใจซื้อขายของนักลงทุนในตลาด เนื่องจากนักลงทุนรายย่อยมักมองว่ากลุ่มบุคคลเหล่านี้มีการตัดสินใจลงทุนที่เหมาะสม อันเกิดจากความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลภายในของบริษัท เช่น แนวโน้มผลประกอบการของบริษัท และปัจจัยอื่นที่ส่งผลกระทบต่อการลงทุน เป็นต้น ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงกำหนดเกณฑ์การห้ามกลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ที่เกี่ยวข้องขายหุ้นภายในเวลาที่กำหนด (Silent Period) เพื่อขจัดปัญหาความไม่เท่าเทียมในการเข้าถึงข้อมูลของนักลงทุน

จากข้อมูลการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ตั้งแต่ พ.ศ. 2544-พ.ศ. 2560 รวม 314 บริษัท ผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ตามตารางที่ 3 พบว่าราคาหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงในเชิงลบที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ 0.01 (ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0 : \bar{AR}_i = 0$  ราคาหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายไม่มีการเปลี่ยนแปลง จนก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ) ในช่วง 1 วัน และ 5 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย ( $t = 1, 5$ ) ตามลำดับ

อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในช่วง 1 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย ( $t = 1$ ) เท่ากับ  $-0.31\%$  สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Field and Hanka (2001), Brav and Gompers (2000) และ Brau, Carter, Christophe and Key (2004)

ทั้งนี้ผลการศึกษาในครั้งนี้พบว่า มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในช่วง 5 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย ( $t = 5$ ) เกิดขึ้นเท่ากับ  $-0.94\%$  จึงไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Field and Hanka (2001),

Brav and Gompers (2000) และ Brau, Carter, Christophe and Key (2004)

รวมทั้งพบว่าไม่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงลบเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วงก่อนวันสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Field and Hanka (2001) แต่ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Brav and Gompers (2000) และ Brau, Carter, Christophe and Key (2004) ดังตารางที่ 4

อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีค่าเป็นลบที่เกิดขึ้นสะท้อนให้เห็นถึงการที่กลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ที่เกี่ยวข้อง มีการปรับลดปริมาณการถือครองหุ้นบางส่วน เพื่อทำกำไรระยะสั้นหลังจากช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย และอาจเนื่องจากการที่นักลงทุนตัดสินใจขายหุ้นด้วย เนื่องจากมีมุมมองต่อความเสี่ยงในการถือครองหุ้นที่สูงขึ้น เนื่องจากภายหลังช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย กลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ที่เกี่ยวข้อง สามารถขายหุ้นในส่วนที่ตนครอบครองได้เต็มจำนวน ซึ่งอาจทำให้มีแรงจูงใจในการบริหารงานเพื่อสร้างผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นลดลง จึงอาจก่อให้เกิดอุปทานส่วนเกินในตลาด ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในเชิงลบในที่สุด

**ตารางที่ 3** ผลการทดสอบสมมติฐานของค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period)

Day	N	Positive	Negative	Mean	Std.Deviation	t-statistic	Sig. (2-tailed)	Significant
-15	314	130	184	0.0273	2.2212	0.2177	0.8278	
-14	314	139	175	-0.0403	2.1608	-0.3306	0.7411	
-13	314	152	162	0.1538	2.8027	0.9725	0.3315	
-12	314	131	183	0.0821	3.4223	0.4251	0.6711	
-11	314	131	183	-0.0124	3.7068	-0.0591	0.9529	
-10	314	151	163	0.2466	3.0366	1.4390	0.1512	
-9	314	139	175	0.2081	2.5003	1.4750	0.1412	
-8	314	138	176	-0.4168	6.9678	-1.0599	0.2900	
-7	314	148	166	0.0347	2.3199	0.2651	0.7911	
-6	314	137	177	-0.0254	2.7079	-0.1661	0.8682	
-5	314	159	155	0.0809	2.8754	0.4983	0.6186	
-4	314	131	183	-0.1335	2.5346	-0.9331	0.3515	
-3	314	133	181	-0.3661	4.5118	-1.4380	0.1514	
-2	314	155	159	0.0416	2.3124	0.3187	0.7501	
-1	314	146	168	0.1680	3.3687	0.8835	0.3776	
0	314	154	160	-0.0160	2.6872	-0.1056	0.9159	
1	314	147	167	-0.3050	2.5503	-2.1192	0.0349	**



**ตารางที่ 3** ผลการทดสอบสมมติฐานของค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period) (ต่อ)

Day	N	Positive	Negative	Mean	Std.Deviation	t-statistic	Sig. (2-tailed)	Significant
2	314	175	139	0.0220	3.7192	0.1050	0.9164	
3	314	151	163	0.1130	2.1675	0.9235	0.3565	
4	314	154	160	-0.0987	2.7378	-0.6390	0.5233	
5	314	58	256	-0.9411	2.3741	-7.0244	0.0000	***
6	314	159	155	0.2810	3.5240	1.4128	0.1587	
7	314	160	154	-0.2324	3.3434	-1.2315	0.2191	
8	314	151	163	-0.0820	2.6605	-0.5460	0.5855	
9	314	154	160	0.0874	2.5843	0.5990	0.5496	
10	314	162	152	-0.1050	3.0469	-0.6107	0.5419	
11	314	152	162	-0.0231	2.2863	-0.1792	0.8579	
12	314	154	160	0.0100	2.7646	0.0643	0.9488	
13	314	178	136	0.0023	2.3179	0.0178	0.9858	
14	314	177	137	0.0226	3.8812	0.1031	0.9180	
15	314	149	165	0.0150	3.6753	0.0723	0.9424	

\*\*\* ระดับนัยสำคัญ 0.01, \*\* ระดับนัยสำคัญ 0.05, \* ระดับนัยสำคัญ 0.001

**ตารางที่ 4** การเปรียบเทียบผลการศึกษาค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period)

การเปรียบเทียบผลการศึกษาค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period)	ผลการศึกษาในครั้งนี้	ผลการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา		
		Field and Hanka (2001)	Brav and Gompers (2000)	Brau, Carter, Christophe and Key (2004)
ณ วันสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (t = 0)	-	-	$\overline{AR}_0 = -0.59\%$	$\overline{AR}_0 = -0.38\%$
1 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (t = 1)	$\overline{AR}_1 = -0.31\%$	$\overline{AR}_1 = -0.30\%$	$\overline{AR}_1 = -0.26\%$	$\overline{AR}_1, \overline{AR}_2, \overline{AR}_3, \overline{AR}_4$ โดยมีค่าอยู่ในช่วง -0.17% ถึง -0.45%
5 วันหลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (t = 5)	$\overline{AR}_5 = -0.94\%$	-	-	-

หมายเหตุ: “-” คือ ไม่มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในเชิงลบเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

## ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม

ผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ตามตารางที่ 5 พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในเชิงลบเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงทดสอบระยะสั้น คือ ณ วันสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย จนถึง 1 วันภายหลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (CAR(0,+1)) ณ วันสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย จนถึง 5 วันภายหลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (CAR(0,+5)) และในช่วงก่อน 5 วันสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย หัน จนถึง 5 วันภายหลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (CAR(-5,+5)) โดยมีค่า -0.32%, -1.23% และ -1.44% ตามลำดับ (ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0 : \overline{CAR}_i = 0$  ราคาหลักทรัพย์ ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายไม่มีการเปลี่ยนแปลง อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม)

**ตารางที่ 5** ผลการทดสอบสมมติฐานของค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period)

อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม Cumulative Abnormal Return (CAR)	Mean	Std.Deviation	t-statistic	Sig. (2-tailed)	Significant
CAR(-15,+15)	-1.2021	18.1487	-1.1737	0.2414	
CAR(-15,-1)	0.0476	13.4895	0.0625	0.9502	
CAR(-10,-5)	0.1279	8.7755	0.2583	0.7963	
CAR(-5,-1)	-0.2096	7.3593	-0.5046	0.6142	
CAR(-5,+5)	-1.4354	9.0571	-2.8082	0.0053	***
CAR(0,+1)	-0.3207	3.0522	-1.8617	0.0636	*
CAR(0,+5)	-1.2258	5.4243	-4.0044	0.0001	***
CAR(-1,+1)	-0.1523	4.2258	-0.6386	0.5235	
CAR(+5,+10)	-0.4522	5.0078	-1.6002	0.1106	
CAR(+5,+15)	-0.5844	8.7196	-1.1876	0.2359	
CAR(+1,+15)	-1.0817	11.7957	-1.6250	0.1052	

\*\*\* ระดับนัยสำคัญ 0.01, \*\* ระดับนัยสำคัญ 0.05, \* ระดับนัยสำคัญ 0.001

ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเชิงลบที่เกิดขึ้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย อาจเกิดจากการที่กลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ที่เกี่ยวข้อง มีการปรับลดปริมาณการถือครองหุ้นบางส่วน เพื่อทำกำไรระยะสั้น หลังจากช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายแล้วทำให้เกิดอุปทานส่วนเกินในตลาด ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงจนส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ทั้งนี้การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นดังกล่าวเกิดขึ้นเพียงในช่วงระยะสั้น จากนั้นจึงปรับตัวเข้าสู่ระดับปกติภายหลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย





ผลการศึกษาในครั้งนี้สอดคล้องกับผลการศึกษาก่อนหน้า ได้แก่ ผลการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Field and Hanka (2001) ผลการศึกษาในประเทศอังกฤษของ Hoque and Lasfer (2009) และผลการศึกษาในประเทศไทยของ Sirima Disara (2007) โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญเกิดขึ้นเฉพาะในระยะสั้นเท่านั้น อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษานี้พบว่า ไม่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วงหลังวันสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น ดังนั้นจึงไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของในประเทศอังกฤษของ Hoque and Lasfer (2009) ดังตารางที่ 6

**ตารางที่ 6** การเปรียบเทียบผลการศึกษาค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period)

การเปรียบเทียบผลการศึกษาค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period)	ผลการศึกษาในครั้งนี้	ผลการศึกษาก่อนหน้าใน		
		ประเทศสหรัฐอเมริกา	ประเทศอังกฤษ	ประเทศไทย
		Field and Hanka (2001)	Hoque and Lasfer (2009)	Sirima Disara (2007)
CAR(-5,+5)	-1.44%	-	-	-0.17%
CAR(-2,2)	-	-	-1.85%	-
CAR(-1,1)	-	-1.5%	-	-
CAR(0,+1)	-0.32%	-	-	-
CAR(0,+5)	-1.23%	-	-	-
CAR(+3,+10)	-	-	-0.95%	-

หมายเหตุ: “-” คือ ไม่มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในเชิงลบเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

## ผลการศึกษาส่วนที่ 2 การศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period)

ผลการทดสอบทางสถิติของปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย โดยการวิเคราะห์ความถดถอยพหุเชิงเส้น (Multiple Linear Regression Analysis) ดังตารางที่ 7 พบว่ามีปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย เมื่อปัจจัยอื่นๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์คงที่ ได้แก่ ระยะเวลาห้ามขาย ซึ่งมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยสาเหตุที่ตัวแปรระยะเวลาห้ามขาย มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อาจเนื่องมาจากการที่กลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ที่เกี่ยวข้องทำการปรับลดปริมาณการถือครองหุ้นบางส่วน เพื่อทำกำไรหลังจากช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย เนื่องจากคาดการณ์ว่า

มีโอกาสสูงที่ราคาหุ้นจะปรับตัวลดลงไปสู่ระดับที่เหมาะสม ดังนั้นการทำกำไรจากการถือครองหุ้นในระยะยาวจึงน่าจะเกิดขึ้นได้ยาก สาเหตุอาจเนื่องมาจากการรับรู้ราคาหุ้นที่บริษัทนำเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีการตั้งราคาเสนอขาย (IPO Price) ในระดับที่สูงกว่าปัจจัยพื้นฐาน หรือความสามารถในการคาดการณ์ผลการดำเนินงานภายหลังการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ว่าอาจมีแนวโน้มปรับตัวในทิศทางที่ลดลง อันเนื่องจากความสามารถและศักยภาพในการเติบโตของบริษัท แนวโน้มเศรษฐกิจ และสภาวะอุตสาหกรรม เป็นต้น ส่งผลให้กลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ที่เกี่ยวข้องตัดสินใจขายหุ้นบางส่วน เป็นผลให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงในที่สุด

**ตารางที่ 7** ผลการทดสอบทางสถิติของปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย

	N	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Significant	Correlations		
		B	Std. Error	B				Zero-order	Partial	Part
(Constant)		3.4485	2.1064		1.637	0.103		0.1028	0.1028	0.1028
LogMKT	276	-0.3436	0.4606	-0.0456	-0.746	0.456		0.4564	0.4564	0.4564
S.D.Price	276	0.0003	0.0703	0.0002	0.004	0.997		0.9970	0.9970	0.9970
IR	276	-0.0019	0.0028	-0.0421	-0.684	0.494		0.4944	0.4944	0.4944
<b>SPLength</b>	<b>276</b>	<b>-0.0052</b>	<b>0.0026</b>	<b>-0.1567</b>	<b>-2.000</b>	<b>0.046</b>	<b>**</b>	<b>0.0465</b>	<b>0.0465</b>	<b>0.0465</b>
SPLockShare	276	0.0133	0.0200	0.0515	0.666	0.506		0.5063	0.5063	0.5063
Shareholder	276	-0.0124	0.0164	-0.0465	-0.757	0.450		0.4497	0.4497	0.4497
Age	276	0.0019	0.0074	0.0160	0.262	0.793		0.7932	0.7932	0.7932
Dummy Underwriter	276	-0.3573	0.5529	-0.0396	-0.646	0.519		0.5187	0.5187	0.5187

\*\*\* ระดับนัยสำคัญ 0.01, \*\* ระดับนัยสำคัญ 0.05, \* ระดับนัยสำคัญ 0.001

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาครั้งนี้ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาที่ผ่านมา ซึ่งพบว่าระยะเวลาห้ามขายไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Brav and Gompers (2000) และ Brau, Carter, Christophe and Key (2004) ซึ่งอาจเนื่องมาจากลักษณะของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยเป็นตลาดเกิดใหม่ (Emerging Stock Market) ทำให้มีโอกาสเกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) สูงกว่า เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศที่พัฒนาแล้ว ทั้งนี้ผลการศึกษาครั้งนี้ไม่สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศไทยของ Sirima Disara (2007) อาจเนื่องด้วยข้อจำกัดเรื่องช่วงเวลาของข้อมูลที่น่ามาใช้ในการศึกษาทำให้สภาวะตลาดหลักทรัพย์มีความแตกต่างกัน



## สรุปผลการศึกษา (Conclusions)

ผลการศึกษาในส่วนของผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรกในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period) สามารถสรุปได้ว่า ราคาหุ้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period) มีการปรับตัวในเชิงลบ สอดคล้องกับผลการศึกษาก่อนหน้านี้ในประเทศไทย ประเทศสหรัฐอเมริกา และประเทศอังกฤษ โดยผลการศึกษาครั้งนี้พบว่า มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งอาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในอุปสงค์และอุปทานของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากกลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ที่เกี่ยวข้อง สามารถขายหุ้นในส่วนที่ตนครอบครองได้เต็มจำนวน โดยการปรับตัวในเชิงลบของราคาหุ้นจะเกิดขึ้นเพียงในระยะสั้นเท่านั้น จากนั้นจึงปรับตัวเข้าสู่ระดับปกติ

และสำหรับผลการทดสอบทางสถิติของปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period) พบว่าตัวแปรระยะเวลาห้ามขาย (SPLength) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ระยะเวลาห้ามขาย มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อาจเนื่องมาจากการที่กลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ที่เกี่ยวข้อง ทำการปรับลดปริมาณการถือครองหุ้นบางส่วนเพื่อทำกำไรหลังจากช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย เนื่องจากคาดการณ์ว่ามีโอกาสสูงที่ราคาหุ้นจะปรับตัวลดลงไปสู่ระดับที่เหมาะสม ดังนั้นการทำการถือครองหุ้นในระยะยาวจึงน่าจะเกิดขึ้นได้ยาก ส่งผลให้กลุ่มผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ที่เกี่ยวข้อง ตัดสินใจขายหุ้นบางส่วน เป็นผลให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงในที่สุด อย่างไรก็ตามผลการศึกษาครั้งนี้ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาก่อนหน้านี้ ซึ่งพบว่าระยะเวลาห้ามขายไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Brav and Gompers (2000) และ Brau, Carter, Christophe and Key (2004) และการศึกษาในประเทศไทยของ Sirima Disara (2007)

## ข้อเสนอแนะจากการศึกษา (Suggestions)

1. สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ควรมีการกำหนดหลักเกณฑ์การกำหนดราคาเสนอขายหุ้นสามัญให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรก (IPO) ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม เพื่อเป็นการปกป้องสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนและผู้ลงทุนจากความเสี่ยงในการขาดทุน เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวลดลงภายหลังช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period)

2. นักลงทุนควรให้ความสำคัญในการศึกษาข้อมูลสำหรับการลงทุนในหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก (IPO) โดยเฉพาะกรณีการลงทุนเพื่อถือครองหุ้นในระยะยาว เนื่องจากเมื่อสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period) ราคาหุ้นอาจมีการปรับตัวลดลงอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของอุปทานหุ้นที่มีในตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ นักลงทุนควรให้ความสำคัญในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของบริษัทจดทะเบียน สภาพของตลาดหลักทรัพย์ แนวโน้มเศรษฐกิจ และสภาวะอุตสาหกรรม เพื่อใช้เป็นข้อมูลสำคัญประกอบการตัดสินใจลงทุนในหุ้นที่ออกใหม่แก่ประชาชนครั้งแรก



## ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาค้างต่อไป (Suggestions for Future Research)

1. ควรศึกษาเพิ่มเติมสำหรับตัวแปรอื่นที่อาจส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมต่อราคาหุ้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย (Silent Period) เช่น อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) อัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E) และสัดส่วนการกระจายการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) เป็นต้น
2. ควรศึกษารวบรวมและวิเคราะห์ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในระยะยาว เช่น การศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมภายหลังสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขาย 1 ปี เพื่อลดผลกระทบของเหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียน



## References

- Brau, J., C., Carter, D., A., Christophe, S., E., and Key, K., G., 2004. “Markets Reaction to the Expiration of IPO Lockup Provisions” *Journal of Managerial Finance*, 30, 75-91.
- Brav, A., and Gompers, P., A., 2000. “Insider Trading Subsequent to Initial Public Offerings: Evidence from Expirations of Lock-Up Provisions” Working Paper.
- Field, L., C., and Hanka, G., 2001. “The Expiration of IPO Share Lockups” *Journal of Financial*, 56, 471-500.
- Hoque, H., and Lasfer, M., 2009. “Insider Trading Before IPO Lockup Expiry Dates: The UK Evidence” Working Paper.
- Sirima Disara 2007. “Stock Reaction to the Expiration of IPO Lockup Period: Evidence in Thailand” Working Paper.
- <http://www.set.or.th/>