



บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย อภิปรายผลและข้อเสนอแนะ

สรุปผลการวิจัย

จากผลการศึกษาที่ได้รับ สามารถสรุปได้ว่าข้อกำหนดเรื่อง “การห้ามผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น รายใหญ่และผู้ที่เกี่ยวข้องขายหุ้นภายในระยะเวลาที่กำหนด (Silent Period)” ที่กำหนดโดย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนและปริมาณการซื้อขายของ หลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบ จากการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นที่มีต่ออัตราผลตอบแทนและ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ แบ่งได้เป็น 3 ช่วงเวลาใหญ่ ๆ คือ

1. ช่วงเวลาก่อนสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น [t-9,t-6]

พบว่า ปริมาณการซื้อขายผิดปกติและอัตราผลตอบแทนผิดปกติไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่า การซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลานี้ไม่ได้มีความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงของราคา หลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ปริมาณการซื้อขายอยู่ในระดับที่สูง เมื่อเทียบกับปริมาณซื้อขายในอดีต คือ อยู่ในช่วง 20% - 70% ประกอบกับเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเชิงลบ (-0.002) – (-0.005) ซึ่งน่าจะมีสาเหตุมาจาก นักลงทุนบางกลุ่มไม่เชื่อในข้อมูลของบริษัทที่มีการเผยแพร่ในตลาด รวมถึงอาจกังวลในสภาพการณ์ของตลาดที่น่าจะเปลี่ยนไปจากการสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขาย หุ้นของผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ที่เกี่ยวข้อง ดังนั้นจึงอาจทำการขายหุ้นในส่วนของตน

2. ช่วงวันที่สิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น [t-5,t+1]

พบว่า ปริมาณการซื้อขายผิดปกติและอัตราผลตอบแทนผิดปกติไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เช่นกัน รวมถึงปริมาณการซื้อขายคงอยู่ในระดับที่สูง เมื่อเทียบกับปริมาณซื้อขายในอดีต คือ อยู่ใน ช่วง 20% - 80% อย่างไรก็ตาม ในช่วงเวลานี้เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติในเชิงบวก โดยอยู่ใน ช่วง 0.002 - 0.003 ซึ่งแตกต่างจากผลการศึกษาของประเทศสหรัฐอเมริกาที่พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น ซึ่งอาจเกิด จากการสร้างข่าวในทางที่เกิดกระแสที่ดีต่อบริษัทก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น เช่น มีการ คาดการณ์จากที่ปรึกษาทางการเงินว่าบริษัทน่าจะมีผลกำไรในการดำเนินงาน รวมถึงอาจ ประกาศข่าวดีของบริษัทในช่วงเวลาดังกล่าว เช่น ประกาศจ่ายเงินปันผล หรือ การสร้างพฤติกรรม ชี้นำตลาด นั่นคือ ผู้บริหาร หรือผู้ถือหุ้น และบุคคลกลุ่มอื่นที่สามารถใช้ประโยชน์จากข้อมูล ภายในของบริษัทอาจทำการซื้อหุ้นก่อนวันที่สิ้นสุดระยะเวลาที่ห้ามขายช่วงเวลาหนึ่งเพื่อให้ นักลงทุนปฏิบัติตามพฤติกรรมกรรมการซื้อขายของตน

จากที่กล่าวมาโดยรวม ส่งผลให้นักลงทุนในตลาดเกิดความเชื่อมั่นในบริษัทเพิ่มขึ้น ความต้องการลงทุนในหุ้นจึงไม่ต่ำมากนัก ทำให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติในช่วงเวลานี้มีค่าบวก ไม่ได้ติดลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเหมือนกับผลการศึกษาที่ได้จากประเทศสหรัฐอเมริกา

นอกจากนั้น อาจเป็นเพราะการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับจำนวนหุ้นที่ห้ามขายและระยะเวลาที่ห้ามขายหุ้นในตลาดเป็นไปอย่างค่อนข้างมีประสิทธิภาพ ทำให้นักลงทุนส่วนใหญ่ทราบถึงจำนวนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายและระยะเวลาสิ้นสุดการห้ามขายหุ้นอย่างแน่นอน ดังนั้นจึงไม่ได้มีการตระหนกตกใจไปกับการเทขายหุ้นสามัญในช่วงเวลาดังกล่าว ทำให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นไม่ต่ำลงมากนัก และอีกสาเหตุหนึ่งคือ นักลงทุนอาจมีความต้องการลงทุนในระยะยาวกับหลักทรัพย์ที่ตนตัดสินใจลงทุน เพราะคาดว่าน่าก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนได้มากกว่าวันที่สิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น ดังนั้นจึงไม่ได้เทขายหุ้นตามพฤติกรรมในตลาด อัตราผลตอบแทนจึงไม่ได้ลดต่ำลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

3. ช่วงเวลาหลังสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น $[t+2, t+20]$

ในช่วงเวลานี้ เห็นได้ว่าการซื้อขายหลักทรัพย์หลังจากสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นไม่ได้มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นกัน จากข้อมูลทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าปริมาณการซื้อขายหลังจากสิ้นสุดวันที่กำหนดห้ามขายในระยะสั้น ๆ มีการลดลงอย่างมาก และมีการแกว่งตัวค่อนข้างมาก ซึ่งผลการศึกษาที่ได้รับคล้ายกับผลที่เกิดขึ้นกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งอาจเป็นเพราะไม่มีการสร้างกระแสข่าวในทางที่ดีแก่บริษัท ณ ช่วงเวลานี้เพราะผู้บริหารได้รับประโยชน์ไปแล้วจากวันที่สิ้นสุดวันแรก ดังนั้นการซื้อขายทั้งในระยะสั้นและระยะยาวหลังจากสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นจึงเป็นการตัดสินใจลงทุนโดยพิจารณาจากข้อมูลข่าวสารที่มีการแพร่กระจายอยู่ในตลาดขณะนั้น

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาที่กล่าวมาข้างต้นเป็นผลการศึกษาที่ได้รับจากการใช้บริษัทกลุ่มตัวอย่างจำนวน 128 บริษัท ซึ่งรวมข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของ 2 บริษัทที่มีปริมาณการซื้อขายสูงผิดปกติ ดังนั้นเมื่อทำการตัดข้อมูลการซื้อขายของบริษัทที่มีปริมาณการซื้อขายสูงผิดปกติ พบว่าผลการศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติมีความคล้ายคลึงกับการใช้บริษัทตัวอย่างจำนวน 128 บริษัท แต่ได้รับผลการศึกษาเกี่ยวกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์แตกต่างจากผลการศึกษาข้างต้น คือ พบว่าปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นไม่ได้มีปริมาณการซื้อขายสูงผิดปกติเหมือนที่ได้รับจากการศึกษาโดยใช้กลุ่มบริษัทตัวอย่างจำนวน 128 บริษัทข้างต้น แต่ยังคงพบปริมาณการซื้อขายผิดปกติที่สูงในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นเมื่อเทียบกับช่วงก่อนสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น ทำให้สามารถสรุปได้ว่า ข้อกำหนดการห้ามขายหุ้น (Silent Period) ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดมีผลกระทบต่อ

ปริมาณการซื้อขายในตลาดในช่วงเวลานั้น แต่อย่างไรก็ตามไม่ได้ก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติและปริมาณการซื้อขายผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น สำหรับผลการศึกษเกี่ยวกับปัจจัยที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงเวลาสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น พบว่าไม่มีปัจจัยใดสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ทำการศึกษ [−5,+1] ได้ และผลการศึกษเกี่ยวกับ ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่ทำการศึกษกับปัจจัยอธิบาย พบว่าอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหุ้นในตลาดเป็นวันแรก (IR) กับ ระยะเวลาที่ถูกกำหนดห้ามขายหุ้น (LENGTH) แทบจะไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมที่เกิดขึ้น เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์เข้าใกล้ศูนย์ จำนวนหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นที่ชำระเงินแล้ว (SHARE) และ มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (BTMV) มีความสัมพันธ์เชิงบวก ในขณะที่มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นตัวแทนขนาดของบริษัท [MV(EQUITY)] และ สัดส่วนระหว่างสินทรัพย์ที่มีตัวตน (สินทรัพย์ถาวร) ต่อ สินทรัพย์รวมของบริษัท (FTV) มีความสัมพันธ์เชิงลบ

สำหรับผลการศึกษเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด สรุปได้ว่า ผู้บริหารของบริษัทกลุ่มตัวอย่างไม่ได้มีปริมาณการซื้อขายหุ้นมากนักในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งเป็นเหตุผลสนับสนุนอย่างหนึ่งของอัตราผลตอบแทนผิดปกติในช่วงเวลานั้นที่ไม่มีค่าติดลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ข้อจำกัดในการวิจัย

วิทยานิพนธ์นี้ศึกษาถึงผลกระทบจากการตอบสนองของตลาดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด (Silent Period) และหาปัจจัยที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาดังกล่าว อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้มีข้อจำกัดในการศึกษา ดังนี้

1. ในการศึกษาเป็นการศึกษาในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นของแต่ละบริษัทซึ่งครอบคลุมช่วงเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2536 – 2543 ซึ่งในช่วงเวลาดังกล่าวสภาวะเศรษฐกิจขณะนั้นมีตั้งแต่ในช่วงรุ่งเรืองจนกระทั่งเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ ดังนั้นจึงอาจมีความแปรปรวนในด้านปริมาณและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ รวมถึงข้อมูลทางการเงินที่นำมาศึกษา ทำให้ผลการศึกษอาจไม่แม่นยำมากนัก

2. การศึกษาโดยใช้ Market Model มาเป็นตัวแทนในการศึกษา ซึ่งเป็นสมการที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของตลาด ในรูปแบบของสมการเส้นตรง ซึ่งในความเป็นจริงความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจไม่ได้อยู่ในรูปแบบนี้เสมอไป

ประกอบกับค่าคงที่ที่นำมาใช้ในการคำนวณ คือ ค่าเบต้า (β) และ ค่าอัลฟา (α) ที่การศึกษานี้ สมมติให้มีค่าคงที่ตลอดช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา ซึ่งในความเป็นจริงแล้ว ค่าเบต้า (β) และ ค่าอัลฟา (α) ที่เป็นตัวแปรของ Market Model อาจไม่ใช่ค่าคงที่ตลอดช่วงระยะเวลาที่ทำการทดสอบ ทำให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติที่คำนวณได้ อาจไม่ถูกต้อง

3. การศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้นที่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด (Silent Period) นำข้อมูลมาจากรายงานการถือครอง หลักทรัพย์ (แบบ 59-1) และ รายงานการเปลี่ยนแปลงการถือครองหลักทรัพย์ (แบบ 59-2) ในช่วง ปี พ.ศ. 2536-2543 ซึ่งกฎการจัดทำรายงานที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และ ตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กำหนดไว้ในช่วงปี พ.ศ. 2536-2540 ได้กำหนดให้รายงานการซื้อขาย ของผู้บริหารในกรณีที่มีมูลค่าการซื้อขายเกินกว่าสิบล้านบาท หรือมีจำนวนเกินกว่าร้อยละศูนย์จุด ห้าของทุนชำระแล้วของบริษัทจดทะเบียน ดังนั้นการซื้อขายที่มีมูลค่าหรือปริมาณน้อยกว่าที่ กำหนด จะไม่ได้มีการจัดทำรายงาน ดังนั้นผลการศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ ของผู้บริหารจึงอาจไม่ได้รวมข้อมูลการซื้อขายทั้งหมดที่เกิดขึ้นจริง

4. ข้อกำหนดการห้ามขายหุ้นของประเทศสหรัฐอเมริกา (Lock up Agreement) เป็นข้อ ตกลงกันอย่างสมัครใจระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทจดทะเบียนใหม่ (IPO firms) กับผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (underwriter) ไม่ได้มีเกณฑ์บังคับลักษณะของบริษัทที่ต้องมี Lock up Agreement โดยมีวัตถุประสงค์ให้นักลงทุนเกิดความเชื่อมั่นในบริษัทมากยิ่งขึ้น และขจัด ปัญหาในการเข้าถึงข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันของนักลงทุนแต่ละกลุ่ม แต่สำหรับข้อกำหนดการห้าม ขายหุ้นของประเทศไทย (Silent Period) เป็นข้อตกลงระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทจดทะเบียนใหม่ กับ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่กำหนดให้ทุกบริษัทที่จะจด ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ต้องห้ามขายหุ้นในระยะเวลาที่กำหนด เพื่อสร้างความน่าเชื่อถือให้ บริษัท รวมถึงเพื่อขจัดปัญหาในความไม่เท่าเทียมกันในการเข้าถึงข้อมูลข่าวสาร ดังนั้นคุณภาพ ของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่แตกต่างกัน อาจส่งผลให้เกิดความแตกต่างในผลการศึกษาที่ได้รับ

ข้อเสนอแนะ

จากผลการศึกษาที่ได้รับ สามารถสรุปได้ว่าพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุน แต่ละกลุ่มเกิดจากการใช้ข้อมูลข่าวสารเป็นปัจจัยหลักในการตัดสินใจลงทุน ดังนั้นข้อมูลข่าวสาร ที่มีการกระจายอยู่ในตลาดที่มาจากแหล่งข้อมูลต่าง ๆ จึงเป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจลงทุน อย่างมาก ดังนั้น การศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบจากคำแนะนำทางการเงิน จากที่ปรึกษาทางการเงิน หลัก (Lead Financial Analyst) และจากที่ปรึกษาทางการเงินอื่น (Non-Lead Financial Analyst) ที่มีต่อพฤติกรรมกรรมการซื้อขายของนักลงทุน ว่ามีผลกระทบต่อพฤติกรรมกรรมการซื้อขายของ

นักลงทุนในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด (Silent Period) แตกต่างกันหรือไม่ เป็นการศึกษาหนึ่งที่น่าสนใจ เพราะน่าจะเป็นไปได้ว่า ที่ปรึกษาทางการเงินหลักจะปล่อยข่าวในแง่ดีแก่บริษัทที่ตนมีความสัมพันธ์อยู่ ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้น เพื่อให้ได้รับประโยชน์จากความต้องการซื้อหุ้นในตลาดที่เพิ่มสูงขึ้น