

# บทที่ 1

## บทนำ



### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในประเทศสหรัฐอเมริกา ได้มีการกำหนดข้อตกลงระหว่างบริษัทที่ต้องการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชน กับ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (underwriter) ของบริษัท ว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผู้ที่มีอำนาจในการบริหารงานของบริษัท และผู้ที่เกี่ยวข้องของบุคคลดังกล่าว ยินยอมที่จะไม่ขายหลักทรัพย์ของตนในช่วงเวลานับตั้งแต่วันที่เสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชน ซึ่งข้อตกลงนี้เรียกว่า "Lock up Agreement" โดยที่นักลงทุนทั่วไปยังคงสามารถซื้อขายหุ้นได้ตามปกติในช่วงเวลานั้น

ข้อตกลงนี้ได้จัดทำขึ้นเนื่องจาก การกระจายข้อมูลข่าวสารในตลาดไม่ได้เป็นไปอย่างสมบูรณ์ และการเข้าถึงข้อมูลของนักลงทุนแต่ละกลุ่มไม่ได้เป็นไปอย่างเท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) ทำให้ผู้ที่มีข้อมูลภายในเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท เช่น ผู้บริหารของบริษัท หรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถใช้ประโยชน์จากข้อมูลนั้นได้มากกว่านักลงทุนกลุ่มอื่น คือ อาจทำการขายหุ้นในส่วนของตนทั้งหมดในกรณีที่ทราบว่าจะมีเหตุการณ์ไม่ดีขึ้น ทำให้มูลค่าของบริษัทลดลงอย่างมากในอนาคต ซึ่งจะส่งผลให้เกิดความเสียหายแก่นักลงทุนที่ลงทุนในบริษัทนั้น เพราะสูญเสียผลประโยชน์จากการที่รู้ข้อมูลน้อยกว่าบุคคลกลุ่มดังกล่าว และไม่มีคนมาคอยควบคุมดูแลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นข้อตกลงนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อปกป้องผลประโยชน์ของนักลงทุนจากการที่รู้ข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน และเพื่อให้นักลงทุนเกิดความเชื่อมั่นในบริษัทเพิ่มขึ้น

Shleifer (1986) และ Harris และ Gurel (1986) เสนอแนวคิดเกี่ยวกับผลกระทบจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาของข้อตกลงดังกล่าว (Lock up Agreement) ที่มีต่อปริมาณการซื้อขายและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ว่า ราคาหุ้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาของข้อตกลงดังกล่าวไม่น่าจะได้รับผลกระทบจากการสิ้นสุดข้อตกลงนั้น เนื่องจากจำนวนหุ้นที่ห้ามขายและระยะเวลาที่ห้ามขายหุ้นได้ถูกกำหนดไว้อย่างชัดเจนและรู้ล่วงหน้าตั้งแต่วันที่ออกเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชน นักลงทุนจึงไม่น่าที่จะตกใจต่อปริมาณหุ้นที่ถูกขายออกมาในตลาดจำนวนมาก ส่งผลให้ไม่ควรจะมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และ Allen และ Postlewaite (1984) ได้อธิบายในลักษณะที่คล้ายคลึงกันว่า ราคาหุ้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาของข้อตกลงดังกล่าวไม่น่าจะได้รับผลกระทบจากการสิ้นสุดข้อตกลงนั้น โดยให้เหตุผลสนับสนุนว่า นักลงทุนบางกลุ่มน่าจะคาดการณ์ปริมาณหุ้นที่น่าจะถูกนำมาขายในตลาดสูงเกินไป และนักลงทุนบางกลุ่มน่าจะคาดการณ์ปริมาณหุ้นที่น่าจะถูกนำมาขายในตลาดต่ำเกินไป ดังนั้นโดยเฉลี่ยแล้วน่าจะ

คาดการณ์ปริมาณหุ้นที่ถูกนำมาขายในตลาดได้อย่างถูกต้อง จึงไม่น่าจะมีความตกใจต่อปริมาณหุ้นที่ถูกนำมาขายในตลาด ส่งผลให้ไม่ควรมีผลกระทบต่อราคาหุ้น

สำหรับการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ (Empirical Study) ของประเทศสหรัฐอเมริกาเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาของข้อตกลงที่จะไม่ขายหุ้น (Lock up Agreement) คือ Field และ Hanka (2000) พบว่าในช่วงระยะเวลาสิ้นสุดข้อตกลงดังกล่าวมีปริมาณการซื้อขายเพิ่มขึ้นถึง 40% และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงอย่างมีนัยสำคัญถึง 1.5% ซึ่งส่วนใหญ่เป็นผลมาจากการขายหุ้นที่ถูกกำหนดห้ามขายออกมาสู่ตลาด อีกทั้ง Dussold และ Stephens (2000) ยังศึกษาพบว่าในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาของข้อตกลงดังกล่าวมีปริมาณการซื้อขายเพิ่มสูงขึ้นกว่าเดิมประมาณ 60% และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงนั้นลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติถึง 1.8% รวมถึงยังศึกษาพบอีกว่าในเดือนที่สิ้นสุดข้อตกลงดังกล่าว อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงอย่างมีนัยสำคัญถึง 4% นอกจากนี้ Ofek และ Richardson (2000) พบว่า ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นประมาณ 40% และราคาของหลักทรัพย์ลดลงประมาณ 1% - 3% ในช่วงเวลาที่ศึกษา รวมถึง Brav และ Gompers (2000) พบว่า ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาของข้อตกลงห้ามขายหุ้นดังกล่าว มีปริมาณการซื้อขายเพิ่มขึ้นประมาณ 20% - 50% และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงอย่างมีนัยสำคัญถึง 1.2%

โดยสรุป จากผลการศึกษา เห็นได้ว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาของข้อตกลงที่จะไม่ขายหุ้น (Lock up Agreement) มีผลกระทบต่อปริมาณการซื้อขายและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งจากปรากฏการณ์ดังกล่าว ส่งผลทางลบต่อสภาพคล่องและประสิทธิภาพของการซื้อขายในตลาดเป็นอย่างมาก เพราะนักลงทุนส่วนใหญ่จะขาดความเชื่อมั่นในตลาดและไม่กล้าลงทุน

สำหรับประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เล็งเห็นความสำคัญของการเข้าถึงข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันของนักลงทุนแต่ละกลุ่มเช่นกัน โดยเฉพาะในช่วงที่บริษัทจดทะเบียนเพื่อออกหลักทรัพย์เสนอขายแก่ประชาชน เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ผู้บริหาร หรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ทราบถึงมูลค่าแท้จริงของบริษัทอาจขายหุ้นส่วนของตนทั้งหมด ในกรณีนี้รู้ล่วงหน้าถึงเหตุการณ์ไม่ดีที่จะส่งผลให้มูลค่าของบริษัทลดลงอย่างมากในอนาคต ซึ่งจะเกิดความเดือดร้อนแก่นักลงทุนทั่วไปในทำนองเดียวกัน ดังนั้น ในปี พ.ศ. 2536 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงมีประกาศ เลขที่ บจ. 30-2-01 สั่งห้าม ผู้บริหาร<sup>1</sup> ผู้ที่เกี่ยวข้องของผู้บริหาร

<sup>1</sup> ผู้บริหาร หมายถึง กรรมการ กรรมการบริหาร ผู้จัดการ พนักงานระดับผู้จัดการฝ่ายขึ้นไป หรือผู้ซึ่งดำรงตำแหน่งเทียบเท่าที่มีอำนาจในการจัดการของบริษัทจดทะเบียน

ผู้ถือหุ้นรายใหญ่<sup>2</sup> และ/หรือผู้ที่เกี่ยวข้องของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ นำหุ้นของตนออกขายภายในระยะเวลาเวลานับตั้งแต่วันที่หุ้นของบริษัทจดทะเบียนใหม่เริ่มมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ เรียกว่า “Silent Period” ในขณะที่นักลงทุนทั่วไปยังคงสามารถซื้อขายหุ้นได้ตามปกติ เพื่อปกป้องผลประโยชน์ของประชาชนที่มาร่วมลงทุนจากการที่ผู้บริหารอาจนำหุ้นทั้งหมดในส่วนของตนออกขาย ทำให้ไม่มีผู้ควบคุมการดำเนินงานของบริษัท และเพื่อจำกัดความได้เปรียบเสียเปรียบในเรื่องข้อมูลของนักลงทุนแต่ละกลุ่ม โดยนักลงทุนมีเวลาในการหาข้อมูลให้การตัดสินใจลงทุนอยู่บนเกณฑ์แห่งความถูกต้องมากขึ้น

การศึกษานี้คาดว่าจะมีประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดทุนไทยในอนาคต โดยมีประโยชน์ทั้งต่อนักลงทุน ที่สามารถนำผลการศึกษานี้ไปใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ และมีประโยชน์ต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำผลการศึกษานี้ไปใช้ในการปรับปรุงข้อกำหนดเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนใหม่ ให้การเปิดเผยข้อมูลตั้งแต่ออกเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนจนถึงวันที่สิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นเป็นไปอย่างโปร่งใส ถูกต้อง ครบถ้วน เหมาะสม และกระจายไปสู่ให้นักลงทุนได้อย่างทั่วถึงมากขึ้น เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดทุนไทยในอนาคต ซึ่งถือว่าเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญแหล่งหนึ่งในการระดมทุนในอนาคต ให้กิจการสามารถอยู่รอดจากภาวะวิกฤติในปัจจุบันได้

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ต้องการศึกษาพฤติกรรมของตลาดที่มีต่อข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเรื่อง “การห้ามผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และผู้ที่เกี่ยวข้องขายหุ้นภายในระยะเวลาที่กำหนด” โดยมีประเด็นของการศึกษา ดังนี้

1. เพื่อศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบจากการตอบสนองของตลาดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนและปริมาณการซื้อขายหุ้นสามัญของตลาดทุนไทยในช่วงวันครบกำหนดการห้ามขายหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด (Silent Period) ว่ามีอัตราผลตอบแทนผิดปกติและปริมาณการซื้อขายผิดปกติเหมือนกันกับประเทศสหรัฐอเมริกาหรือไม่

2. เพื่อศึกษาปัจจัยที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นในช่วงวันครบกำหนดการห้ามขายหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด (Silent Period) ได้ ในกรณีที่ผลการทดสอบพบว่า อัตราผลตอบแทนผิดปกติ

<sup>2</sup> ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หมายถึง ผู้ถือหุ้นไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อมในบริษัทรวมกันเกินกว่าร้อยละสิบของทุนชำระแล้วของบริษัท

### ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาในครั้งนี้จะศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการเสนอขายหุ้นสามัญเป็นครั้งแรกแก่ประชาชนในช่วงปี พ.ศ. 2536-2540<sup>3</sup> ที่สามารถหาข้อมูลได้ครบถ้วน ได้แก่

1. ระยะเวลาการห้ามขายหุ้นและปริมาณหุ้นที่ห้ามขายที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด
2. ข้อมูลการซื้อขายหุ้นสามัญในอดีต ทั้งปริมาณการซื้อขายและราคาการซื้อขาย โดยใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์รายวัน (Closed price) ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติ
3. ข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวข้อง

### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. การทราบถึงปริมาณและอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหุ้นสามัญในช่วงวันครบกำหนดการห้ามผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ที่เกี่ยวข้องขายหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด ทำให้นักลงทุนสามารถใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ
2. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำผลการศึกษานี้ไปใช้ในการปรับปรุงข้อกำหนดเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนใหม่ ให้การเปิดเผยข้อมูลตั้งแต่ออกเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนจนถึงวันที่สิ้นสุดระยะเวลาการห้ามขายหุ้นเป็นไปอย่างโปร่งใส ถูกต้อง ครบถ้วน เหมาะสม และกระจายไปสู่นักลงทุนได้อย่างทั่วถึงมากขึ้น เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดทุนไทยในอนาคต
3. การทราบถึงปัจจัยที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นในช่วงสิ้นสุดระยะเวลาห้ามขายหุ้น (Silent Period) ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดได้

---

<sup>3</sup> เลือกช่วงเวลานี้ในการศึกษา เนื่องจากเป็นช่วงเวลาที่เริ่มออกข้อกำหนดเกี่ยวกับการห้ามขายหุ้น โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และจำนวนที่ถูกต้องกำหนดห้ามขายยังไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงในช่วงเวลาดังกล่าว ทำให้มีมาตรฐานในการศึกษา

## ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

ในงานวิจัยฉบับนี้มีขั้นตอนในการนำเสนอ ดังต่อไปนี้

บทที่ 1 บทนำ กล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ของการวิจัย ขอบเขตของการวิจัย และประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

บทที่ 2 เอกสาร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งต่างประเทศและในประเทศไทย

บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย กล่าวถึง ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ช่วงเวลาในการศึกษา หลักเกณฑ์การคัดเลือกกลุ่มบริษัทตัวอย่าง และวิธีการดำเนินการศึกษา

บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล กล่าวถึง ผลกระทบจากการตอบสนองของตลาดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ปัจจัยที่อธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้น พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร ผลการศึกษาเมื่อตัดข้อมูลการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่มีค่าผิดปกติ

บทที่ 5 บทสรุปผลการวิจัย ข้อจำกัดในการวิจัยและข้อเสนอแนะ