

การซื้อขายในช่วงวันครบกำหนดการห้ามขายหุ้นของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์  
เป็นครั้งแรกแก่ประชาชน : หลักฐานจากตลาดหุ้นไทย



นางสาว กฤตพร ประสิทธิ์รัตน์

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2544

ISBN 974-03-0694-2

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

19 ต.ค. 2548

I 201 29233

TRADING DURING THE IPO SILENT PERIOD EXPIRATION:  
EVIDENCE FROM THAI CAPITAL MARKET

Miss Kritaporn Prasittirat

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Science in Finance  
Department of Banking and Finance  
Faculty of Commerce and Accountancy  
Chulalongkorn University  
Academic Year 2001  
ISBN 974-03-0694-2

หัวข้อวิทยานิพนธ์

การชื้อขายในช่วงวันครบกำหนดการห้ามขายหุ้นของบริษัทที่เสนอขาย  
หลักทรัพย์เป็นครั้งแรกแก่ประชาชน : หลักฐานจากตลาดหุ้นไทย

โดย

นางสาวกฤตพร ประสิทธิ์รัตน์

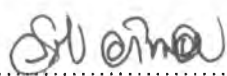
ภาควิชา

การธนาคารและการเงิน


อาจารย์ที่ปรึกษา

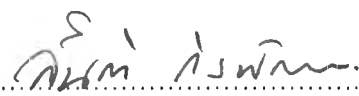
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์

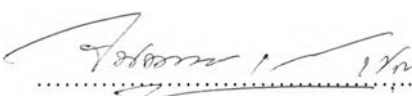
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้รับวิทยานิพนธ์  
ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

  
..... คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. วิรัช อภิเมธีธำรง)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

  
..... ประธานกรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. วิรัช อภิเมธีธำรง)

  
..... อาจารย์ที่ปรึกษา  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์)

  
..... กรรมการ  
(อาจารย์ จัญญา เสถียรโชค)

นางสาว กฤตพร ประสิทธิ์รัตน์ : การซื้อขายในช่วงวันครบกำหนดการห้ามขายหุ้นของบริษัท  
ที่เสนอขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกแก่ประชาชน : หลักฐานจากตลาดทุนไทย. (TRADING  
DURING THE IPO SILENT PERIOD EXPIRATION: EVIDENCE FROM THAI CAPITAL  
MARKET) อาจารย์ที่ปรึกษา : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์, 86 หน้า.

วิทยานิพนธ์นี้ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบจากการซื้อขายในช่วงวันครบกำหนดการห้ามขายหุ้น  
(Silent Period) ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ พบว่ามีปริมาณการซื้อขาย  
สูงและพบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเชิงบวกอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งผลการศึกษาที่ได้รับ  
ขัดแย้งกับผลการศึกษาของตลาดทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา ที่พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติ  
เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับผลการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุดระยะ  
เวลาห้ามขายหุ้น พบว่า ไม่มีปัจจัยใดสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่  
ศึกษาได้ อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษา พบว่า ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนผิด  
ปกติสะสม คือ สัดส่วนระหว่างจำนวนหุ้นที่ห้ามขายเทียบกับจำนวนหุ้นที่จดทะเบียนชำระเงินแล้ว  
และสัดส่วนระหว่างมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของบริษัท ในขณะที่มูลค่าตลาดของหุ้นและสัด  
ส่วนระหว่างสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท เป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตรา  
ผลตอบแทนผิดปกติสะสม และอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายในตลาดวันแรก กับ ระยะเวลาที่ถูก  
กำหนดห้ามขายหุ้นเป็นปัจจัยที่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงสิ้นสุด  
ระยะเวลาห้ามขายหุ้น

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน  
สาขาวิชา การเงิน  
ปีการศึกษา 2544

ลายมือชื่อนิสิต..... กฤตพร ประสิทธิ์รัตน์  
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา..... สันติ ธิรพัฒน์

# # 438 21590 26 : MAJOR FINANCE

KEY WORD: LOCK UP AGREEMENT / SILENT PERIOD

KRITAPORN PRASITTIRAT : TRADING DURING THE IPO SILENT PERIOD

EXPIRATION: EVIDENCE FROM THAI CAPITAL MARKET. THESIS ADVISOR : SUNTI

TIRAPAT, Ass. Prof., Ph.D., 86 pp.

This study investigates the effect of trading during the IPO silent period expiration to return and trading volume in Thai capital market. The results suggest that there are insignificantly high trading volume and positive abnormal return, which contrast to those of the U.S. capital market having a significantly negative abnormal return.

The relationship between the cumulative abnormal return during the IPO silent period expiration and IPO firms' characteristics demonstrates that no explanatory variables correlate with the cumulative abnormal return. The results also illustrate that a ratio of locked shares to the outstanding shares and a proportion of book value to market value have a positive relationship with the cumulative abnormal return. However, the market values of equity and a ratio of fixed assets to total assets have a negative relationship with the cumulative abnormal return. Finally, initial returns and length of silent period have no relationship with the cumulative abnormal return.

Department Banking and Finance  
Field of study Finance  
Academic year 2001

Student's signature.....*Kritaporn Prasittirat*  
Advisor's signature.....*Sunti Tirapat*

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี ด้วยความช่วยเหลือจากท่านผู้มีพระคุณหลายท่าน ทั้งนี้ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณท่านผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ท่านได้ช่วยชี้แนะแนวทางในการทำวิทยานิพนธ์ และให้ข้อคิดเห็นต่าง ๆ ในการวิจัย ตลอดจนติดตามความคืบหน้าของการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มาด้วยดี ขอกราบขอบพระคุณท่านผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. วิรัช อภิเมธีธำรง ประธานกรรมการ และท่านอาจารย์จันัญญา เสถียรโชค กรรมการหลักสูตร ที่ให้ข้อคิดและแนวทางที่เป็นประโยชน์ต่องานวิจัยนี้ ทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความเรียบร้อยสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

สุดท้ายนี้ ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณ บิดาและมารดาที่ให้ความช่วยเหลือทางด้านทุนทรัพย์และให้กำลังใจ รวมถึงพี่ ๆ และเพื่อน ๆ ร่วมชั้นรุ่นที่ 4 โดยเฉพาะพี่สิรินทรที่ได้ให้คำแนะนำและความช่วยเหลือ อีกทั้งพี่สุภารัตน์และพี่ ๆ ห้องภาควิชาการธนาคารและการเงิน ที่ให้ความช่วยเหลือในด้านข้อมูลและติดต่อประสานงานเป็นอย่างดี ทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์ได้ หากมีข้อผิดพลาดประการใด ผู้เขียนขออภัยไว้แต่เพียงผู้เดียว

กฤตพร ประสิทธิ์รัตน์

ธันวาคม 2544

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฅ
สารบัญภาพ.....	ญ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
ขอบเขตของการวิจัย.....	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	4
ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย.....	5
บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	6
งานวิจัยที่เกี่ยวข้องของต่างประเทศ.....	6
การศึกษาเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงสิ้นสุทธระยะเวลา	
การห้ามขายหลักทรัพย์ (Lock up Agreement).....	6
การศึกษาเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายใน.....	8
การศึกษาเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรก.....	10
งานวิจัยที่เกี่ยวข้องในประเทศไทย.....	14
บทที่ 3 ข้อมูลและวิธีการวิจัย.....	17
ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา.....	17
หลักเกณฑ์การคัดเลือกกลุ่มบริษัทตัวอย่างที่นำมาศึกษา.....	18
ช่วงเวลาในการศึกษา.....	18
วิธีการดำเนินการศึกษา.....	19
การศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์.....	19
การศึกษาเกี่ยวกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์.....	22
การศึกษาปัจจัยอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม.....	24

	หน้า
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	28
4.1 ผลกระทบจากการตอบสนองของตลาดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์.....	28
4.1.1 การวิเคราะห์ด้วยแผนภาพ.....	28
4.1.2 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ.....	28
4.1.3 ผลการทดสอบทางสถิติ.....	32
4.2 ผลกระทบจากการตอบสนองของตลาดที่มีต่อปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์.....	35
4.2.1 การวิเคราะห์ด้วยแผนภาพ.....	35
4.2.2 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ.....	35
4.2.3 ผลการทดสอบทางสถิติ.....	39
4.3 ผลการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่อธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม.....	41
4.3.1 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ.....	41
4.3.2 ผลการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทน ผิดปกติสะสมโดยใช้วิธีประมาณการความถดถอย.....	43
4.4 ผลการศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร.....	46
4.5 ผลการศึกษาเมื่อตัดข้อมูลการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่มีค่าผิดปกติ.....	51
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	53
สรุปผลการวิจัย.....	53
ข้อจำกัดในการวิจัย.....	55
ข้อเสนอแนะ.....	56
รายการอ้างอิง.....	58
ภาคผนวก.....	62
ภาคผนวก ก ผลการศึกษาเมื่อตัดข้อมูลการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่มีค่าผิดปกติ.....	63
ภาคผนวก ข รายชื่อกลุ่มบริษัทตัวอย่างที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก แก่ประชาชนในช่วงปี พ.ศ. 2536 – 2540.....	71
ภาคผนวก ค ขั้นตอนการออกเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนครั้งแรก.....	79
ภาคผนวก ง ขั้นตอนการเผยแพร่ข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์.....	84
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	86



## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
ตารางที่ 1 แสดงจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี 2536 ถึงปี 2540	18
ตารางที่ 2 แสดงค่าทางสถิติของอัตราผลตอบแทนผิดปกติ	31
ตารางที่ 3 แสดงค่าการทดสอบทางสถิติของอัตราผลตอบแทนผิดปกติ	33
ตารางที่ 4 แสดงค่าทางสถิติของปริมาณการซื้อขายผิดปกติ	37
ตารางที่ 5 แสดงค่าการทดสอบทางสถิติของปริมาณการซื้อขายผิดปกติ	40
ตารางที่ 6 แสดงค่าทางสถิติของปัจจัยอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม	42
ตารางที่ 7 แสดงผลประมาณค่าสมการของแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมกับตัวแปรอธิบาย	44
ตารางที่ 8 แสดงการซื้อขายหุ้นของผู้บริหารในช่วงวันครบกำหนดการ ห้ามขายหุ้น (Silent Period)	47
ตารางที่ 9 แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยของผู้บริหารเทียบกับปริมาณ การซื้อขายรายวันที่คาดการณ์	50
ตารางที่ ก-1 แสดงค่าทางสถิติของอัตราผลตอบแทนผิดปกติ (126 บริษัท)	63
ตารางที่ ก-2 แสดงค่าการทดสอบทางสถิติของอัตราผลตอบแทนผิดปกติ (126 บริษัท)	65
ตารางที่ ก-3 แสดงค่าทางสถิติของปริมาณการซื้อขายผิดปกติ (126 บริษัท)	66
ตารางที่ ก-4 แสดงค่าการทดสอบทางสถิติของปริมาณการซื้อขายผิดปกติ (126 บริษัท)	68
ตารางที่ ก-5 แสดงค่าทางสถิติของปัจจัยอธิบายอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม(126 บริษัท)	69
ตารางที่ ก-6 แสดงผลประมาณค่าสมการของแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมกับตัวแปรอธิบาย (126 บริษัท)	70

## สารบัญภาพ

ภาพประกอบ	หน้า
แผนภาพที่ 1 แสดงอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในช่วงสิ้นสุดระยะเวลา การห้ามขายหุ้น (Silent Period).....	29
แผนภาพที่ 2 แสดงปริมาณการซื้อขายผิดปกติเฉลี่ยในช่วงสิ้นสุดระยะเวลา การห้ามขายหุ้น (Silent Period).....	36
แผนภาพที่ ค-1 แสดงขั้นตอนการออกเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่ประชาชน.....	83