

ผลกระทบของการซื้อขายรายใหญ่ และ ความแตกต่างระหว่างผลกระทบของ ราคาของ  
หลักทรัพย์สูงกว่าและต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์เมื่อวันก่อน ต่อความสอดคล้องกันของ  
ราคาหลักทรัพย์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรมของประเทศไทย



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

พ.ศ. 2564

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

## สารนิพนธ์

## เรื่อง

ผลกระทบของการซื้อขายรายใหญ่ และ ความแตกต่างระหว่างผลกระทบของ ราคาของ  
หลักทรัพย์สูงกว่าและต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์เมื่อวันก่อน ต่อความสอดคล้องกันของ  
ราคาหลักทรัพย์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรมของประเทศไทย

ได้รับการพิจารณาให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 17 มีนาคม พ.ศ. 2564

นางสาวพรวดี คูภิรมย์

ผู้วิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ นริรัตน์ เตชพิรุณทอง,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ปิยภัทร ธาระวานิช,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

รองศาสตราจารย์วิชา รักธรรม,

Ph.D.

คณบดีวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร์โคติกา,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

## กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ฉบับนี้สามารถสำเร็จลุล่วงลงไปได้ด้วยดี ต้องขอขอบพระคุณอาจารย์ที่ปรึกษา ผศ.ดร.นริรัตน์ เตชพิรุณทอง ที่ได้ให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะ ตลอดจนกรุณาตรวจสอบแก้ไขให้สารนิพนธ์ฉบับนี้ถูกต้องสมบูรณ์ยิ่งขึ้น และขอขอบพระคุณ รศ.ดร.ชาติรี จันทร โคลิกา ที่ได้ให้คำแนะนำในส่วนของการทดสอบแบบจำลองต่างๆและข้อมูลอันเป็นประโยชน์ ซึ่งผู้วิจัยขอขอบพระคุณอาจารย์ทุกท่านเป็นอย่างสูง

ผู้วิจัยต้องขอขอบพระคุณบิดา มารดา พี่น้อง และเพื่อนๆ ที่คอยให้กำลังใจ รวมทั้งให้ความช่วยเหลือและสนับสนุนทั้งด้านข้อมูล รวมถึงให้คำปรึกษาในการจัดทำสารนิพนธ์ฉบับนี้ ทางผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าสารนิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้สนใจ และสามารถนำข้อมูลไปพัฒนาให้เกิดประโยชน์ต่อไปไม่มากนัก

พรวดี ภูภิรมย์

ผลกระทบของการซื้อขายรายใหญ่ และ ความแตกต่างระหว่างผลกระทบของ ราคาของหลักทรัพย์สูงกว่าและต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์เมื่อวันก่อน ต่อความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรมของประเทศไทย

THE IMPACT OF BLOCK TRADES AND THE ASYMMETRIC IMPACT BETWEEN PREMIUM BLOCK TRADES AND DISCOUNT BLOCK TRADES ON STOCK PRICE SYNCHRONICITY IN THAILAND STOCK MARKET

พรวดี คุภิรมย์ 6250031

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ นริรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติร์ จันทร์ โคลิกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีจุดประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการซื้อขายรายใหญ่ (Block trade) ในสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอ้างอิงราคาหลักทรัพย์รายตัว (Single stock future) ในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (TFEX) ระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562 การวิจัยนี้ค้นพบว่าการซื้อขายรายใหญ่ (Block trade) มีความสัมพันธ์กับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) กับดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ไปในทิศทางตรงกันข้าม แต่Block trade กลับไม่มีความสัมพันธ์กับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) กับกลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับการซื้อขาย Block trade ที่ราคาของหลักทรัพย์สูงกว่าราคาหลักทรัพย์เมื่อวันก่อน (Premium Block Trade) ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) กับตลาดหลักทรัพย์ มากกว่าการซื้อขาย Block trade ที่ราคาของหลักทรัพย์ต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์เมื่อวันก่อน (Discount Block Trade) จากข้อมูลทั้งหมดสามารถสรุปได้ว่าBlock trade ในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (TFEX) สามารถเผยแพร่ข้อมูลเฉพาะของบริษัท ลงไปสู่ราคาของหลักทรัพย์ได้

คำสำคัญ : Block trade/ Synchronicity/ Premium Block Trade/ Discount Block Trade

## สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ณ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	5
2.1.1 แนวความคิดเกี่ยวกับสมมติฐานการซื้อขาย Block มีผลกับความ สอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคา อุตสาหกรรม	5
2.1.2 แนวความคิดเกี่ยวกับสมมติฐานการซื้อขายของ Premium (Discount) Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity)	6
2.2 งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	7
2.2.1 สมมติฐานที่อธิบายถึงการซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้อง ของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม	7
2.2.2 สมมติฐานการซื้อขายของ Premium (Discount) Block มีผลกับ ความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) หรือไม่	7
บทที่ 3 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาสมมติฐาน ตัวแปรและวิธีดำเนินการวิจัย	9
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	9
3.2 การซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและ ราคาอุตสาหกรรม	12
3.3 ผลการวิจัยขั้นพื้นฐาน	13
3.4 ความแตกต่างของผลกระทบจาก Premium Block Trade และ Discount Block Trade	15
3.5 ทดสอบความแม่นยำของแบบจำลอง (Robustness check) ด้วยวิธีการวิเคราะห์ ทางเลือก เพื่อทดสอบ sensitivity	16

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 4 ผลการวิจัย	17
4.1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่างๆ	17
4.2 ผลการวิจัยขั้นพื้นฐาน	20
4.3 ความแตกต่างของผลกระทบจาก Premium Block Trade และ Discount Block Trade ต่อความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity)	24
4.4 ทดสอบความแม่นยำของแบบจำลอง (Robustness check) ด้วยวิธีการวิเคราะห์ทางเลือก เพื่อทดสอบ sensitivity	27
4.4.1 การซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรมผิดพลาด! ไม่ได้กำหนดที่คั่นหน้า	
4.4.2 ความแตกต่างของผลกระทบจาก Premium Block Trade และ Discount Block Trade ต่อความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity)	32
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	34
บรรณานุกรม	36
ภาคผนวก	39
ภาคผนวก ก	40
ภาคผนวก ข	59
ประวัติผู้วิจัย	61

## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า	
3.1	แสดงจำนวนบริษัทจดทะเบียน, จำนวนบริษัทที่มี BLOCK TRADE และจำนวน BLOCK TRADE รายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562	9
3.2	ตารางอธิบายบทนิยาม, จำนวนข้อมูล, ช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล และแหล่งที่มาข้อมูล ของ ตัวแปรต้นและตัวแปรควบคุมในงานวิจัย	10
4. 1	แสดงสถิติเชิงพรรณนาตัวแปรต่างๆของการซื้อขายรายใหญ่	17
4.2	แสดงผลการดำเนินการสมการการถดถอยของการซื้อขาย BLOCK มีผลกับความ สอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม	20
4.3	แสดงสถิติเชิงบรรยายของ DISCOUNTED และ PREMIUM BLOCKTRADE	25
4.4	แสดงความความสัมพันธ์ของ DISCOUNTED และ PREMIUM BLOCKTRADE ที่ ACCUMULATE SERIES Z และความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (SYNCHRONICITY)	25
4. 5	แสดงผลการดำเนินการสมการการถดถอยของการซื้อขาย BLOCK มีผลกับความ สอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม (ROBUSTED)	28
4. 6	แสดงความความสัมพันธ์ของ DISCOUNTED และ PREMIUM BLOCKTRADE ของ หลักทรัพย์แบบล่าช้า และความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (SYNCHRONICITY) (ROBUSTED)	32
ผ. 1	ตาราง Block indicator ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และ แบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z	40
ผ. 2	ตาราง BLOCK NUMBERของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และ แบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z	43

ผ. 3	ตาราง BLOCK RATIO ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z	45
ผ. 4	ตาราง DISCOUNT BLOCK INDICATOR ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z	47
ผ. 5	ตาราง PREMIUM BLOCK INDICATOR ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z	49
ผ. 6	ตาราง DISCOUNT BLOCK NUMBERของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z	51
ผ. 7	ตาราง PREMIUM BLOCK NUMBER ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z	53
ผ. 8	ตาราง DISCOUNT BLOCK RATIO ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z	55
ผ. 9	ตาราง PREMIUM BLOCK RATIO ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z	57
ผ. 10	ลักษณะของสัญญา SINGLE STOCK FUTURE (SSF)	60



## บทที่ 1

### บทนำ

การพัฒนาขึ้นของตลาดทางการเงินสามารถสร้างความเติบโตทางเศรษฐกิจได้ โดยการพัฒนาจากการจัดสรรงบประมาณอย่างมีประสิทธิภาพ (King & Levine, 1993; Rajan & Zingales, 1998) ตลาดหลักทรัพย์ที่มี synchronicity ต่ำ ก็จะมีข้อมูลจำเพาะของแต่ละบริษัทนั้นอยู่เยอะ ซึ่งทำให้การจัดสรรงบประมาณไหลไปยังโครงการหรือบริษัทที่ดี (Wurgler, 2000) ถ้าเทียบกับตลาดที่พัฒนาแล้ว กับตลาดที่กำลังเติบโตซึ่งปกติจะมี synchronicity ที่สูง หลักๆแล้วก็มาจากความไม่สมบูรณ์ในการบังคับใช้ข้อกำหนดให้บริษัทต่างๆเปิดเผยข้อมูล โครงสร้างการเป็นเจ้าของซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการซื้อขายน้อยกว่าแบบมีข้อมูล ทำให้ข้อมูลจำเพาะของแต่ละบริษัทจะถูกกระจายเข้าไปในราคาหลักทรัพย์ได้น้อย (Gul, Kim, & Qiu, 2010)

ตลาดหลักทรัพย์ที่กำลังเติบโตและมีค่า synchronicity มาก จะมีความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดอยู่ค่อนข้างมาก ซึ่งบ่งชี้ถึงความไม่มีประสิทธิภาพของการจัดสรรงบประมาณ ในการเติบโตของเศรษฐกิจที่ดี ทำให้นักลงทุนเริ่มเข้าใจถึงประสิทธิภาพที่ดีของเศรษฐกิจ ว่ามีความสำคัญมากกว่าการเติบโตเพียงอย่างเดียว เพราะฉะนั้นการดูถึงปัจจัยต่างๆ ที่มีผลกระทบกับ synchronicity อาจจะทำให้ผู้วิจัยเห็นแนวทางใหม่เกี่ยวกับปัญหาของประสิทธิภาพในการเติบโตของเศรษฐกิจ และการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์

ถึงแม้ว่าหลักฐานทางงานวิจัยต่างๆ จะมีการกล่าวถึงผลกระทบของตลาดหลักทรัพย์ซึ่งมีที่มาจากการบริหารภายในองค์กร นักลงทุนสถาบัน นักลงทุนต่างชาติ และ คุณภาพของผู้ตรวจสอบบัญชีภายนอก (Gul et al., 2010) แต่การศึกษาในเรื่องของBlock trade ในประเทศไทยกลับไม่ได้รับความสนใจเท่าที่ควร เนื่องจากข้อมูลที่มีน้อยที่จะศึกษา ซึ่งงานวิจัยชิ้นนี้จะเติมเต็มช่องว่างโดยการศึกษาผลกระทบของBlock trade ที่มีผลต่อราคา synchronicity เนื่องจาก Block trade จะนำข้อมูลจำเพาะต่างๆ ของบริษัทเข้าไปกระจายอยู่ในราคาหลักทรัพย์ด้วยเหตุผลหลักๆคือมีการสื่อสารอย่างมีประสิทธิภาพเนื่องจากการสื่อสารโดยตรงจากทั้งฝั่งของผู้ซื้อและผู้ขาย (e.g., Easley and O'Hara, 1987) ทำให้มีการส่งผ่านข้อมูลกันโดยไม่ผ่านตัวกลาง ทำให้ข้อมูลจำเพาะต่างๆ ยิ่งสะท้อนถึงราคาหลักทรัพย์ ซึ่งราคาหลักทรัพย์เองก็จะสะท้อนมาจากBlock trade เช่นกัน จากงานวิจัยที่ทางผู้วิจัยได้นำมาใช้อ้างอิงผลคือBlock trade มีการทำให้ค่า synchronicity ลดลงอย่างมาก งานวิจัยได้มีการสรุปว่าบริษัทที่มีBlock trade จะมีการพัฒนาการกระจายข้อมูลจำเพาะของแต่ละ

ละบริษัทให้เข้าไปอยู่ในราคาหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น (Qingbin Meng a,\* , Xuan Song a , Chunlin Liu b , Qun Wu b , Hongchao Zeng b, 2020)

ในการพิสูจน์คำอธิบายที่เชื่อมโยงความสอดคล้องกันของผลตอบแทนจากหุ้นที่ต่ำกับการซื้อขายรอบกว่นที่มากขึ้นนั้น ผู้วิจัยได้สร้างผลกระทบด้านราคาอย่างถาวรของBlock tradeขึ้นมาและใช้เพื่อวัดเนื้อหาข้อมูลของBlock trade หากการลดลงของ synchronicity เกิดจากการเพิ่มขึ้นของการซื้อขายรอบกว่น ผู้วิจัยควรพบความสัมพันธ์ระหว่างเนื้อหาข้อมูลของ Block trade กับ synchronicity อย่างไรก็ตามผลลัพธ์ของผู้วิจัยไม่ได้สอดคล้องกับการคาดเดานี้ จากนั้นผู้วิจัยจะแยกความแตกต่างระหว่าง Premium block trade และ Discount block trade ในแง่ของผลกระทบเกี่ยวกับ Stock price synchronicity จากหลักฐานที่แสดงว่าการซื้อขายแบบบล็อกที่เริ่มต้นโดยผู้ซื้อและผู้ขายมีผลกระทบที่ไม่สมดุลต่อหุ้นราคา (เช่น Kraus & Stoll, 1972; Chan & Lakonishok, 1993, 1995; Keim & Madhavan, 1996; Saar, 2001) อาจมีความแตกต่างระหว่าง Premium block trade และ Discount block trade ในเรื่องของจำนวนข้อมูลเฉพาะของบริษัทที่รวมอยู่ในราคาหุ้น ผู้วิจัยพบว่าผลกระทบของ Premium block trade ที่มีต่อ Synchronicity นั้นมีมากกว่ากว่า Discount block trade อย่างมีนัยสำคัญ

ผู้วิจัยทำการทดสอบเพิ่มเติมเพื่อตรวจสอบความแม่นยำของแบบจำลอง (Robustness check) โดยการใช้ Lead และ Lag term ก่อนหน้าหรือย้อนหลังออกไปเพื่อลดปัญหาที่อาจเกิดความเลื่อมล้ำของการถ่ายทอดข้อมูลต่างๆทำให้ผลที่เกิดขึ้นนั้นแสดงผลก่อนหรือหลังจากการกระทำที่เกิดขึ้นจริง จากการบันทึกราคาปิด ณ เวลาที่แตกต่างกัน

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา ผลกระทบของ Block trade ต่อความเป็นไปในทิศทางเดียวกันของราคาหลักทรัพย์ (synchronicity) เริ่มตั้งแต่ก่อนที่จะมีBlock trade มากกระทั่ง Block trade ได้เข้ามาในตลาด จนถึงตลาดในปัจจุบัน และศึกษาอิทธิพลต่างๆ ที่อาจจะส่งผลกระทบต่อ Block trade เช่น ข้อมูลข้อเท็จจริงและสาระสำคัญภายในของบริษัท, ผลการดำเนินงานของบริษัท, ผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ที่มีสิทธิออกเสียงในบริษัท โดยศึกษาในกลุ่มของ ผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ที่สุดของบริษัท นักลงทุนสถาบัน รัฐบาล หรือรัฐวิสาหกิจ, Premium/Discount Block ซึ่งจาก indicator ต่างๆในหลากหลายด้าน สามารถนำมาตอบโจทย์ของวัตถุประสงค์ของการศึกษาในการศึกษารั้งนี้ได้ โดยมีวัตถุประสงค์หลักของการศึกษาดังนี้

1. ศึกษาผลกระทบของ Block trade ที่มีต่อความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (synchronicity)

2. ศึกษาความเชื่อมโยงของจำนวนข้อมูลข่าวสารของ block trades ที่มีต่อความเปลี่ยนแปลงของความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (synchronicity)

3. ศึกษาความแตกต่างระหว่าง Premium Block Trade และ Discount Block Trade ที่มีต่อความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (synchronicity)

สำหรับขอบเขตข้อมูลในการศึกษาวิจัยนี้ได้แบ่งขอบเขตข้อมูลเป็น 3 ขอบเขตดังต่อไปนี้

1. ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ของราคาหลักทรัพย์รายวันและสัปดาห์ และตัวบ่งชี้รายปี ระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562

2. ข้อมูลBlock trade และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอ้างอิงราคาหลักทรัพย์รายตัว (Single stock future) ในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (TFEX) ระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562

3. ข้อมูลBlock trade ของจำนวนการซื้อขายแลเสถณะคงค้างของสัญญาในตลาด (Open Interest) ระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562

## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อค่า synchrononicity ของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งมีงานวิจัยที่ได้ทำการศึกษาค้นคว้าวิจัยไว้มากมาย วรรณกรรมที่เริ่มศึกษาเกี่ยวกับค่า synchrononicity ของ King (1966) ได้ศึกษาไว้ว่า ปัจจัยของตลาดและอุตสาหกรรมเป็นตัวบ่งชี้ที่มีความสำคัญสำหรับทิศทางและขนาดของการเคลื่อนที่ของราคาเฉพาะหลักทรัพย์นั้น ต่อมา Roll (1987) พบว่า การมีส่วนร่วมกันของระดับตลาด, ระดับอุตสาหกรรม และข้อมูลที่เฉพาะเจาะจงของหลักทรัพย์ มีผลต่อการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์และการแนะนำของการลงทุน ซึ่งค่า synchrononicity ของราคาหลักทรัพย์นั้นขึ้นอยู่กับความสัมพันธ์ของจำนวนข้อมูลที่แตกต่างกันของเฉพาะหลักทรัพย์นั้นๆ ค่า synchrononicity จะลดลงหรือเพิ่มขึ้นนั้นขึ้นอยู่กับข้อมูลเฉพาะเจาะจงของหลักทรัพย์นั้นๆ การใช้ค่า R-squares (R<sup>2</sup>) ในการวัดที่พัฒนาโดย Roll (1987), Morck, Young, and Yu (2000) อธิบายว่า ค่า synchrononicity ของราคาหลักทรัพย์ในตลาดเกิดใหม่ (Emerging markets) มีค่าสูงกว่าหลักทรัพย์ในตลาดที่พัฒนาแล้ว ซึ่ง Roll (1987), Morck, Young, and Yu (2000) ค้นพบหลักฐานว่า ข้อมูลที่เฉพาะเจาะจงของหลักทรัพย์มีน้อย เนื่องจากมีการปกปิดข้อมูลที่เฉพาะเจาะจงเกี่ยวกับบริษัทหลักทรัพย์ของนักลงทุนบางกลุ่ม เพื่อไม่ให้มีผลกระทบต่อราคาการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ตั้งแต่นั้นมา มีการศึกษาเชิงประจักษ์มากมายเกี่ยวกับข้อมูลของหลักทรัพย์ที่เฉพาะเจาะจงส่งผลกระทบต่อลดลงของค่า synchrononicity ของราคาหลักทรัพย์ เช่น Durnev, Morck, & Yeung, 2004; Durnev, Morck, Yeung, & Zarowin, 2003

การศึกษาค่า synchrononicity ของราคาหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับข้อมูลที่เฉพาะเจาะจงของบริษัทหลักทรัพย์นั้นๆ การศึกษาที่มีอยู่นั้นได้ระบุไว้หลากหลาย ปัจจัยที่มีผลต่อค่า synchrononicity ของราคาหลักทรัพย์โดยมีอิทธิพลทั้งการผลิตและการเผยแพร่ของข้อมูล ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบต่อค่า synchrononicity เช่น การปกปิดข้อมูลหลักทรัพย์ของนักลงทุนที่ไม่ดี (Morck, Young, and Yu, 2000), การที่ตลาดทุนมีการเปิดและกฎระเบียบของระบบตลาด (Li, Morck, Yang, & Yeung, 2004), และสถานะของข้อมูลที่เป็นสาธารณะ (Jin, & Myers, 2006), Dang, Moshirian, and Zhang (2015) ที่พบว่า โดยปกติแล้วข้อมูลข่าวสารทั่วโลกและสภาพแวดล้อมของเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อข่าวสารและเงินทุนของเฉพาะบริษัทหลักทรัพย์นั้นด้วย ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อค่า synchrononicity ของราคาหลักทรัพย์นั้นๆด้วย การศึกษาปัจจัยที่เกี่ยวข้องระดับบริษัทได้อธิบายไว้ใน Jin & Myer (2006)

การศึกษาของ Ferreira and Laux (2007) พบว่า บทบัญญัติการต่อกรครอบของบริษัทมีผลในเชิงลบ ต่อผลตอบแทนของเฉพาะหลักทรัพย์นั้น Hutton et al. (2009) พบว่า ข้อมูลเกี่ยวกับการเงินของ เฉพาะหลักทรัพย์ที่ไม่ได้อยู่ในตลาดส่งผลกระทบต่อค่า synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ Piotroski and Roulstone (2004) พบว่า การซื้อขายของผู้ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์มี 3 รูปแบบคือ นักวิเคราะห์ การเงิน (financial analyst), นักลงทุนสถาบัน (institutional investors) และผู้ที่มีข้อมูลภายใน (Insiders) ซึ่งจะมีข้อมูลที่แตกต่างกัน โดยไม่พบความเกี่ยวข้องกับค่า synchronicity ของราคา หลักทรัพย์ Brockman and Yan (2009) ศึกษาเกี่ยวกับการเป็นเจ้าของ Block trade กับข้อมูล เฉพาะเจาะจงของหลักทรัพย์ในบริษัทอเมริกา (U.S.) และ Li, Qiao, and Zhao (2019) ศึกษา ผลกระทบของการสื่อสารของ CEO และนโยบายที่มีต่อหลักทรัพย์นั้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อค่า synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งพวกเขาพบว่า การสื่อสารของ CEO จะช่วยลดค่า synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ได้ด้วยการใช้ข้อมูลที่ไม่เหมือนใครในตลาดหลักทรัพย์จีน และ Qingbin Meng, Xuan Song, Chunlin Liu, Qun Wu, และ Hongchao Zeng (2020) พบว่า การซื้อขาย Block trade ของราคาหลักทรัพย์, ข้อมูลข่าวที่เพิ่มขึ้น และการซื้อขาย Premium Block trade มีต่อทำให้ค่า synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ลดลง ซึ่งตลาดทุนจีนเป็นตลาดเกิดใหม่เป็นแรงบันดาลใจ ของงานวิจัยนี้ที่จะศึกษาการศึกษาการซื้อขาย Block Trade ข้อมูลข่าวสารมีผลต่อค่า synchronicity ของราคาหลักทรัพย์นั้นๆด้วย

## 2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 แนวความคิดเกี่ยวกับสมมติฐานการซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของ ราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม

แนวคิดนี้เกิดจากการที่การซื้อขาย Block ที่เพิ่มมากขึ้นจะมีผลกับปริมาณการซื้อขาย ของ Single Stock Future ที่อ้างอิงมาจากหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น ซึ่งจะทำให้ปริมาณการซื้อขายของ หลักทรัพย์เพิ่มขึ้น จะส่งผลกระทบต่อราคาของสินทรัพย์เป็นอย่างมาก การซื้อขาย Block นั้นเป็นการซื้อ ขายหลักทรัพย์ที่มีปริมาณมากต่อรายการซื้อขาย Block เช่น ผู้ซื้อรายการซื้อขาย Block โบรกเกอร์ จะไปซื้อหลักทรัพย์ที่อ้างอิงกับรายการซื้อขาย Block นั้น จะทำให้ราคาของหลักทรัพย์ขึ้นหรือมีผล กับผู้เสนอซื้อหลักทรัพย์ (Offer) ในตลาด จะมีผลต่อความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคา ตลาดและราคาอุตสาหกรรม

แนวคิดนี้จะต้องอธิบายได้ว่า การซื้อขาย Block มีผลกระทบต่อความสอดคล้องของ ราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรมหรือไม่ หรือมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร เช่น

ปริมาณการซื้อขาย Block มีผลทำให้ความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรมลดลง เนื่องมาจากผู้ที่ทำรายการซื้อขาย Block นั้นรู้ข้อมูลบางอย่างเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้น ค่าความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม ที่บอกว่าราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรมมีความสอดคล้องกับราคาหลักทรัพย์ (Price Synchronicity) เป็นอย่างไร

2.1.2 แนวความคิดเกี่ยวกับสมมติฐานการซื้อขายของ Premium (Discount) Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity)

แนวคิดนี้เกิดจากราคาของหลักทรัพย์สูงกว่าหรือต่ำกว่าราคาของหลักทรัพย์เมื่อวันก่อน อาจส่งผลต่อกลยุทธ์ของนักลงทุน ในทำนองเดียวกัน ถ้าราคาของหลักทรัพย์สูงกว่าหรือต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์เมื่อวันก่อน อาจส่งผลต่อการซื้อขาย Block ซึ่งถ้าราคาของหลักทรัพย์สูงกว่าราคาหลักทรัพย์เมื่อวันก่อน เรียกว่า Premium Block และถ้าราคาของหลักทรัพย์ต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์เมื่อวันก่อน เรียกว่า Discount Block การมี Premium (Discount) Block อาจส่งผลต่อความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม (Price Synchronicity) อย่างไร และมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร ซึ่งในวรรณกรรมเกี่ยวกับโครงสร้างจุลภาคของตลาดทุน มีข้อโต้แย้งกันระหว่างในเชิงทฤษฎี (Theoretical) และในเชิงประจักษ์ (Empirical) ความไม่สมมาตรกันของราคาของการซื้อ Block Trade ของผู้ซื้อ (Buyer) กับราคาของการขาย Block Trade ของผู้ขาย (Seller) ซึ่งมีงานวิจัยของ Kraus & Stoll, 1972; Chan & Lakonishok, 1993, 1995; Keim & Madhavan, 1996; Saar, 2001 ที่เป็นหลักฐานของการซื้อขาย Block Trade ของผู้ซื้อและผู้ขายมีผลกระทบต่อค่า Synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ ถึงแม้ว่าการศึกษานี้อาจจะไม่สามารถบอกได้ว่าการซื้อขาย Block Trade เริ่มต้นที่ผู้ซื้อ (Buyer) หรือผู้ขาย (Seller) เนื่องมาจากข้อมูลที่แตกต่างกันในระดับการซื้อขายของแต่ละการซื้อขาย และข้อมูลที่แตกต่างกันระหว่างข้อมูลของ Premium Block Trade และ Discount Block Trade เนื่องจากการศึกษาของ Aitken & Frino, 1996; Bessembinder & Venkataraman, 2004 พบว่า การซื้อขายของ Block Trade ส่วนใหญ่ Premium Block Trade เริ่มต้นที่ผู้ซื้อ (Buyer) และ Discount Block Trade เริ่มต้นที่ผู้ขาย (Seller) เอง การซื้อของ Premium Block Trade และ Discount Block Trade อาจส่งผลต่อค่า Synchronicity ของราคาหลักทรัพย์



## 2.2 งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 สมมติฐานที่อธิบายถึงการซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม

จากงานวิจัยในอดีตพบว่า มีสมมติฐานต่างๆ เกี่ยวกับผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากการซื้อขาย Block ซึ่งการซื้อขาย Block จะต้องอ้างอิงกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งจะศึกษาผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่เกิดจากสภาพคล่องของหลักทรัพย์ (Liquidity Hypothesis) ดังต่อไปนี้

Holthausen, Leftwich และ Mayers (1990) อธิบายว่า เมื่อมีการซื้อขาย Block ของปริมาณอุปสงค์ (กรณีซื้อ Block) และปริมาณอุปทาน (กรณีขาย Block) ของหลักทรัพย์ในตลาดจะถูกกระทบมากกว่าปกติ ซึ่งจะทำให้ราคาของหลักทรัพย์จะมีการเปลี่ยนแปลงไปจากราคาคดุลยภาพ ตัวอย่างเช่น ในการขายหลักทรัพย์ที่เดียวที่มีปริมาณมาก ราคาของหลักทรัพย์จะมีการปรับตัวลดลงเพื่อมาดึงดูดให้ผู้ซื้อยอมรับซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าว ซึ่งราคาที่ปรับตัวลดลงมานั้นจะสะท้อนถึงต้นทุนในการหาและดึงดูดผู้ที่ต้องการรับซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งถ้าหากแนวคิดนี้เป็นจริงในตลาด ราคาหลักทรัพย์ควรมีการปรับเสถียรขึ้นภายในการซื้อขายในรายการถัดไป เนื่องจากการซื้อขาย Block ได้ผ่านไปแล้ว แต่ก็ยังได้เสนอว่า ในกรณีที่ผู้รับซื้อหลักทรัพย์ในรายการดังกล่าว ไม่ต้องการเก็บหลักทรัพย์ไว้ในพอร์ตของตัวเอง ผู้ซื้อจะต้องทยอยขายหลักทรัพย์ออกในตลาด แต่จะขายออกมาในราคาที่สูงกว่าราคาที่เกิดจากรายการซื้อขาย Block (ราคาที่มีการซื้อขาย Block รับซื้อไว้) ดังนั้น ราคาของหลักทรัพย์อาจจะใช้เวลานานในการปรับตัวมากขึ้นกว่าจะเข้าสู่ระดับราคาคดุลยภาพ (Mean Reversion) นอกจากนี้ Holthausen และคณะ (1990) ยังได้กล่าวว่า ผลกระทบต่อราคารายการซื้อขาย Block ควรมีความใกล้เคียงกัน ไม่ว่าผู้ซื้อหรือผู้ขายจะเปิดสถานะทำรายการซื้อขาย Block

2.2.2 สมมติฐานการซื้อขายของ Premium (Discount) Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) หรือไม่

Kraus and Stoil, 1972; Chan and Lakonishok, 1993,1995; Keim and Madhavan, 1996; Saar, 2001 ได้ศึกษาการซื้อขายของผู้ซื้อและผู้ขายในระดับโครงสร้างจุลภาค (Microstructure) ในตลาดอเมริกา ซึ่งพบว่า การซื้อขาย Block นั้นยังไม่สามารถหาได้ว่า เริ่มจากผู้ซื้อ Block หรือมาจากผู้ขาย Block เนื่องมาจากข้อมูลยังไม่เพียงพอต่อการศึกษาและไม่สามารถแยกได้ว่าเป็น Premium (Discount) Block

Qingbin Meng, Xuan Song, Chunlin Liu, Qun Wu, Hongchao Zeng (2019) ได้ศึกษาเกี่ยวกับ Premium (Discount) Block จาก Shanghai Stock Exchange Market และ Shenzhen Stock

Exchange Market ซึ่งเขาได้นิยามขึ้นมาว่า ถ้าราคาของหลักทรัพย์สูงกว่าราคาหลักทรัพย์เมื่อวันก่อน เรียกว่า Premium Block และถ้าราคาของหลักทรัพย์ต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์เมื่อวันก่อน เรียกว่า Discount Block พบว่า Premium (Discount) Block มีผลกระทบทำให้ค่าความสอดคล้องระหว่างราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม (Price Synchronicity) ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่ง Premium Block มีผลกระทบขนาดใหญ่กว่า Discount Block เนื่องมาจากนักลงทุนที่ซื้อขายที่เป็นรายการ Premium Block อาจจะมีข้อมูลมากกว่านักลงทุนที่ซื้อขายที่เป็นรายการ Discount Block ซึ่งจะไปสอดคล้องกับ Chan และ Lakonishok (1993,1995) ที่บอกว่า ผู้ขายเป็นผู้เริ่มรายการก่อนจะส่งผลในเรื่องสภาพคล่องมากกว่าส่งต่อข้อมูล แต่ถ้าผู้ซื้อเป็นคนเริ่มทำรายการก่อนจะช่วยเป็นตัวขับเคลื่อนข้อมูลที่จะออกเผยแพร่ได้





### บทที่ 3

## ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาสมมุติฐาน ตัวแปรและวิธีดำเนินการวิจัย

### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ในงานวิจัยนี้เก็บข้อมูล Block trade ระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562 จากฐานข้อมูล SETSMART เนื่องจากข้อจำกัดของข้อมูล Block Trade ที่ทำการศึกษา ข้อมูลในงานวิจัยนี้เป็นข้อมูลการประมาณการ โดยคำนวณจากขนาดของสัญญา (Contract Size) ที่ 1,000 สัญญา และไม่รวมข้อมูลที่ไม่มีการเปิดเผย มูลค่าการซื้อขาย Block Trade ต่อตลาดหลักทรัพย์

ตารางที่ 3.1 แสดงจำนวนบริษัทจดทะเบียน, จำนวนบริษัทที่มี block trade และจำนวน block trade รายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562

ปี พ.ศ.	จำนวนบริษัทจดทะเบียน	จำนวนบริษัทที่มี block trade	จำนวน block trade
2553	457	1	1
2554	467	10	38
2555	487	28	143
2556	513	46	248
2557	548	60	350
2558	587	70	363
2559	607	70	437
2560	644	94	600
2561	664	91	594
2562	684	110	687
รวม	5,658	580	3,461

และข้อมูลตัวแปรต่างๆ (ตามตารางที่ 3.2) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562 จากฐานข้อมูล SETSMART Eikon Reuter และ BLOOMBERGE

ตารางที่ 3.2 ตารางอธิบายบทนิยาม, จำนวนข้อมูล, ช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล และแหล่งที่มาข้อมูล ของ ตัวแปรต้นและตัวแปรควบคุมในงานวิจัย

ตัวแปร	นิยาม	ช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล (พ.ศ.)	จำนวนบริษัทที่มีข้อมูล	จำนวนที่เก็บข้อมูล	แหล่งที่มาข้อมูล
B l o c k Indicator	การซื้อขายรายปีของ block trades ของบริษัท ถ้ามีการซื้อขายใน 1 ปี เป็น 1 ถ้าไม่มีการซื้อขายใน 1 ปี เป็น 0	2553-2562	122	122	SETSMART
B l o c k Number	จำนวนseries ของ block trade ในแต่ละปี	2553-2562	122	122	SETSMART
B l o c k Ratio	อัตราส่วนของ block trade volme (thb) / market cap ของบริษัท นั้นๆ ในแต่ละปีสะสม ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา Z	2553-2562	122	122	SETSMART
Lev	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในแต่ละปี	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
AOM	การซื้อขายที่ระบบคอมพิวเตอร์ของตลาดหลักทรัพย์จะทำการเรียงลำดับ และจับคู่คำสั่งซื้อขายให้โดยอัตโนมัติ	2553-2562	122	122	SETSMART
OI	สถานะคงค้างของสัญญาในตลาด	2553-2562	122	122	SETSMART
MTB	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
Roa	อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในแต่ละปี	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART

ตารางที่ 3.3 ตารางอธิบายบทนิยาม, จำนวนข้อมูล, ช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล และแหล่งที่มาข้อมูล ของ ตัวแปรต้นและตัวแปรควบคุมในงานวิจัย (ต่อ)

ตัวแปร	นิยาม	ช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล (พ.ศ.)	จำนวนบริษัทที่มีข้อมูล	จำนวนที่เก็บข้อมูล	แหล่งที่มาข้อมูล
Size	Log สิ้นทรัพย์รวม	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
Inshare	ร้อยละที่นักลงทุนสถาบันถือหลักทรัพย์ ในช่วงต้นปี	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
Topshare	ร้อยละที่ผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ที่สุดถือหลักทรัพย์ ในช่วงต้นปี	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
Soe	รัฐบาล หรือรัฐวิสาหกิจ เป็นผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ที่มีสิทธิออกเสียง หรือไม่	2553-2562	6,870	5,658	EIKON
Big4	ตรวจสอบบัญชี โดย บริษัทตรวจสอบบัญชีที่ใหญ่ที่สุดสี่แห่ง คือ คิลอยด์ทูนทอมตส, ไพรซ์วอเตอร์เฮาส์คูปเปอร์ส, อีวาย และ เคพีเอ็มจี	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
StdRoa	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมห้าปีย้อนหลัง	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
SET Indicator	ให้ 1 ถ้าเป็น set ให้ค่าเป็น 0 ถ้าเป็น mai	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
Media Reports	จำนวนข่าวที่รายงานของบริษัทนั้นๆ ในแต่ละปี	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
Analyst Coverage	จำนวนบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนนั้นๆ ใน 1 ปี	2553-2562	6,870	5,658	B L O O M - B E R G E

ตารางที่ 3. 4 ตารางอธิบายบทนิยาม, จำนวนข้อมูล, ช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล และแหล่งที่มาข้อมูล ของตัวแปรต้นและตัวแปรควบคุมในงานวิจัย (ต่อ)

ตัวแปร	นิยาม	ช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล (พ.ศ.)	จำนวนบริษัทที่มีข้อมูล	จำนวนที่เก็บข้อมูล	แหล่งที่มาข้อมูล
$P_7$	ราคาของหลักทรัพย์หลังจากจบ series block trade ไป 7 วัน	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
$P_{cls}$	ราคาปิดของหลักทรัพย์ก่อนจบ series block trade 1 วัน	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
Premium Block	ราคาของหลักทรัพย์มากกว่าราคาปิดของหลักทรัพย์วันก่อนหน้า	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
Discount Block	ราคาของหลักทรัพย์น้อยกว่าราคาปิดของหลักทรัพย์วันก่อนหน้า	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART

3.2 การซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม

ในงานวิจัยได้เลือกใช้ผลตอบแทนรายสัปดาห์ในขั้นตอนนี้ เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาของข้อมูลที่เกิดจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในปริมาณน้อย และไม่ใช้ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่มีการเพิกถอน, การห้ามซื้อขาย หรือมีการซื้อขายน้อยกว่า 30 สัปดาห์ ภายใน 1 ปี

โดยใช้  $R^2$  เป็นเครื่องมือชี้วัด ซึ่งใช้อย่างแพร่หลายในงานวิจัยก่อนหน้า (Roll, 1987) ซึ่งผู้วิจัยจะทำการวิจัยตาม An, Zhang (2013) และ Qing Meng, Xuan Song, Chunlin Liu, Qun Wu, Hongchao Zeng (2020) โดยคำนวณมาจากสมการ

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 r_{ind,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

โดยที่  $r_{i,t}$  คือผลตอบแทนของบริษัทต่อสัปดาห์ที่รวมเงินปันผลของหุ้น  $i$  ในสัปดาห์  $t$ ,  $r_{m,t}$  คือผลตอบแทนของตลาดต่อสัปดาห์  $t$ , คำนวณมาจาก weekly tradable value-weighted market return (with dividend reinvested) of stocks listed on the SET and MAI และ  $r_{ind,t}$  คือผลตอบแทนของอุตสาหกรรมต่อสัปดาห์  $t$  คำนวณมาจาก weekly tradable value-weighted industry return (with dividend reinvested) ในสัปดาห์  $t$  ซึ่งอุตสาหกรรมจัดกลุ่มอุตสาหกรรมโดย SETSMART

จากสมการ (1) เมื่อนำมาวิเคราะห์ด้วยสมการแบบถดถอยจะได้ค่า  $R^2$  ซึ่งเป็นค่าที่อธิบายว่า ผลตอบแทนของตลาดและผลตอบแทนของอุตสาหกรรมสามารถอธิบายผลตอบแทนของบริษัทนั้นๆ ได้มากน้อยแค่ไหน

เนื่องจากการแจกแจงค่า  $R^2$  ที่ได้มีความเบ้มากและเป็นเชิงเส้นตรง (linear) จึงใช้การแปลงโดยใช้ลอการิทึมฐานธรรมชาติ (ln) เพื่อให้ขอบเขต (boundary) ไม่เกินหน่วยศูนย์ถึงหนึ่ง ให้ค่า fix เป็น exponential โดยค่า Synchronicity ที่สูง จะบ่งชี้ว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีการสอดคล้องกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรมสูงเช่นกัน

$$Synch_i = \ln\left(\frac{R_i^2}{1-R_i^2}\right) \quad (2)$$

ผู้วิจัยจะศึกษาตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายรายใหญ่ (Block trade) ดังนี้คือ Block Indicator, Block number, Block ratio, AOM และ OI โดยที่ Block Indicator เป็นตัวบ่งชี้ว่าหลักทรัพย์หนึ่งๆ มีการซื้อขายรายใหญ่ออย่างน้อย 1 ครั้งใน 1 ปีหรือไม่ Block number คือ จำนวนวิธีการซื้อขายรายใหญ่ (Block trade) ของบริษัทใน 1 ปี Block ratio คือ ปริมาณ Block trade ของบริษัทในหนึ่งปี หน่วย THB ต่อ มูลค่าทางตลาดของบริษัทนั้น หน่วยบาท AOM คือ อัตราส่วนการซื้อขายที่ระบบคอมพิวเตอร์ของตลาดหลักทรัพย์จะทำการเรียงลำดับ และจับคู่คำสั่งซื้อขายให้โดยอัตโนมัติ OI คือ อัตราส่วนสถานะคงค้างของสัญญาในตลาด

### 3.3 ผลการวิจัยขั้นพื้นฐาน

ศึกษาตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับ Block trade จากตารางที่ 4.2 คือ Block Indicator, Block number, Block ratio, AOM และ OI กับตัวแปรควบคุมต่างๆ คือ Lev, MB, Roa, Size, Inshare, Topshare, Soe, Big4, StdRoa และ SET indicator ว่าสามารถอธิบายความสอดคล้องกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synchronicity) ได้หรือไม่ และไปในทิศทางใด โดยตัวแปรและตัวแปรควบคุมมีการกำหนดความหมายดังต่อไปนี้

Block Indicator คือ การซื้อขายรายปีของ Block Trades ของบริษัท โดยกำหนดให้ ถ้ามีการซื้อขายรายใหญ่ (Block Trade) ใน 1 ปี มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่มีการซื้อขายรายใหญ่ (Block Trade) ใน 1 ปี มีค่าเป็น 0, Block number คือ จำนวน Block Trade ของบริษัทใน 1 ปี, Block ratio คือ ปริมาณการซื้อขายรายใหญ่ (Block Trade) ของบริษัทในหนึ่งปี หน่วย THB ต่อ มูลค่าทางตลาดของบริษัทนั้น หน่วยบาท, AOM คือ การซื้อขายที่ระบบคอมพิวเตอร์ของตลาดหลักทรัพย์จะทำการเรียงลำดับ และจับคู่คำสั่งซื้อขายให้โดยอัตโนมัติ, OI คือ สถานะคงค้างของสัญญาในตลาด,

Leverage (Lev) คือ หนี้สินทั้งหมดของบริษัทต่อสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทใน 1 ปี, Return on Asset (Roa) คือ รายได้สุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทใน 1 ปี, Major Shareholder Ownership (Topshare) คือ สัดส่วนของผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ที่สุด ณ ต้นปี, Institutional Ownership (Inshare) คือ สัดส่วนการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบัน ณ ต้นปี ในงานวิจัยนี้เลือกศึกษาจากนักลงทุนสถาบัน ประเภทกองทุน, Firm Size คือ ขนาดของบริษัท โดยวัดจาก มูลค่าของสินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, SOE คือ บริษัทที่มีรัฐบาล หรือ รัฐวิสาหกิจ เป็นผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ที่มีสิทธิออกเสียง โดยกำหนดให้ ถ้ามีการซื้อขายรายใหญ่ (Block Trade) ใน 1 ปี มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่มีการซื้อขายรายใหญ่ (Block Trade) ใน 1 ปี มีค่าเป็น 0, Market to book Ratio (MTB) คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี, Big4 คือ บริษัทตรวจสอบบัญชีที่ใหญ่ที่สุดสี่แห่ง คือ ศิลอยด์ทูน โทมัสตัส, ไพรซ์วอเตอร์เฮาส์คูปเปอร์ส, อีวาย และ เคพีเอ็มจี โดยในงานวิจัยนี้ รวมถึงสำนักงานตรวจเงินแผ่นดิน โดยกำหนดให้ ถ้ามีการตรวจสอบบัญชี โดย Big4 ใน 1 ปี มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่มีการตรวจสอบบัญชีโดย Big4 ใน 1 ปี มีค่าเป็น 0, SET Indicator คือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกำหนดให้ ถ้าเป็นบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่เป็นบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเป็น 0, Earning Volatility (StdRoa) คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมห้าปีย้อนหลัง, Media Report (Media) คือ จำนวนข้อมูลข่าวสารของบริษัทจดทะเบียนนั้นๆ ใน 1 ปี, Analyst Coverage คือ จำนวนบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนนั้นๆ ใน 1 ปี

$$Synch_i = \beta_0 + \beta_1 \times Block\ Trade_{i,t} + \sum_{j=2}^n \beta_j (Control\ Variables)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

ตัวแปรตามคือความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) ที่นิยามไว้ในบทที่ 3 และ 3 ตัวแปรอิสระหลักที่น่าสนใจคือตัวชี้วัดสามข้อของ Block trade ได้แก่ Block Indicator, Block Number, และ Block Ratio ในการวิเคราะห์แบบจำลองเต็มรูปแบบ ผู้วิจัยได้ควบคุมปีและผลกระทบคงที่ในอุตสาหกรรมโดยที่อุตสาหกรรมต่างๆถูกกำหนดโดย หมวดหมู่อุตสาหกรรมของ บริษัท จดทะเบียนที่ออกโดย SET ในสมการการถดถอยทั้งหมดผู้วิจัยได้ทำการจัดกลุ่ม Standard errors ในระดับบริษัทเพื่อแก้ไขปัญหาอคติที่อาจเกิดขึ้นจากการพึ่งพาแบบอนุกรมฯในข้อมูล

### 3.4 ความแตกต่างของผลกระทบจาก Premium Block Trade และ Discount Block Trade

ในวรรณกรรมเกี่ยวกับโครงสร้างจุลภาคของตลาดทุนมีข้อโต้แย้งกันระหว่างในเชิงทฤษฎี (Theoretical) และในเชิงประจักษ์ (Empirical) ความไม่สมมาตรกันของราคาของการซื้อ Block Trade ของผู้ซื้อ (Buyer) กับราคาของการขาย Block Trade ของผู้ขาย (Seller) ซึ่งมีงานวิจัยของ Kraus & Stoll, 1972; Chan & Lakonishok, 1993, 1995; Keim & Madhavan, 1996; Saar, 2001 ที่เป็นหลักฐานของการซื้อขาย Block Trade ของผู้ซื้อและผู้ขายมีผลกระทบต่อค่า Synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ ถึงแม้ว่าการศึกษานี้อาจจะไม่สามารถบอกได้ว่าการซื้อขาย Block Trade เริ่มต้นที่ผู้ซื้อ (Buyer) หรือผู้ขาย (Seller) เนื่องจากข้อมูลที่แตกต่างกันในระดับการซื้อขายของแต่ละการซื้อขาย และข้อมูลที่แตกต่างกันระหว่างข้อมูลของ Premium Block Trade และ Discount Block Trade เนื่องจากการศึกษาของ Aitken & Frino, 1996; Bessembinder & Venkataraman, 2004 พบว่า การซื้อขายของ Block Trade ส่วนใหญ่ Premium Block Trade เริ่มต้นที่ผู้ซื้อ (Buyer) และ Discount Block Trade เริ่มต้นที่ผู้ขาย (Seller)เอง การซื้อของ Premium Block Trade และ Discount Block Trade อาจส่งผลต่อค่า Synchronicity ของราคาหลักทรัพย์

Qingbin Meng (2019) ได้ศึกษาเกี่ยวกับ Premium (Discount) Block จาก Shanghai Stock Exchange Market และ Shenzhen Stock Exchange Market ซึ่งเขาได้นิยามขึ้นมาว่า ถ้าราคาของหลักทรัพย์สูงกว่าราคาหลักทรัพย์เมื่อวันก่อน เรียกว่า Premium Block trade และถ้าราคาของหลักทรัพย์ต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์เมื่อวันก่อน เรียกว่า Discount Block trade

ในการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอย เพื่อหาค่าตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับ Premium (Discount) Block trade ต่างๆ ได้แก่ Premium (Discount) Indicator เป็นตัวบ่งชี้ว่าราคาของหลักทรัพย์มากกว่า (หรือน้อยกว่า) ราคาปิดของหลักทรัพย์วันก่อนหน้าอย่างน้อย 1 ครั้ง ใน 1 ปี Premium (Discount) Number เป็นจำนวนของราคาของหลักทรัพย์มากกว่า (หรือน้อยกว่า) ราคาปิดของหลักทรัพย์วันก่อนหน้าของบริษัทนั้นๆ ใน 1 ปี และ Premium (Discount) Ratio เป็นปริมาณการซื้อขายรายใหญ่ที่ราคาหลักทรัพย์มากกว่า (หรือน้อยกว่า) ราคาปิดของหลักทรัพย์วันก่อนหน้า (หน่วยบาท) ต่อมูลค่าทางตลาดของบริษัทนั้นๆ ใน 1 ปี ร่วมกับตัวแปรควบคุมอื่นๆ ในตารางที่ 3.2 สามารถอธิบายค่าความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ได้หรือไม่ ไปไหนทิศทางใด รวมถึงความแตกต่างของผลกระทบของ Premium Block trade และ Discount Block trade จากสมการที่ (4)

$$Synch_i = \beta_0 + \beta_1 \times Pre (Dis) Block_{i,t} + \sum_{j=2}^n \beta_j (Control Variables)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$



### 3.5 ทดสอบความแม่นยำของแบบจำลอง (Robustness check) ด้วยวิธีการวิเคราะห์ทางเลือกเพื่อทดสอบ sensitivity

ทดสอบความแม่นยำของแบบจำลอง (Robustness check) โดยการนำ Lead และ Lag term ก่อนหน้าหรือย้อนหลังออกไป 1 และ 2 สัปดาห์ เพื่อลดปัญหาที่อาจเกิดความเลื่อมล้ำของการถ่ายทอดข้อมูลต่างๆ ทำให้ผลที่เกิดขึ้นนั้นแสดงผลก่อนหรือหลังจากการกระทำที่เกิดขึ้นจริงจากการบันทึกราคาปิด ณ เวลาที่แตกต่างกันในแต่ละวัน (Nonsynchronous Trading) ของแต่ละหลักทรัพย์

โดยผลที่ได้จากสมการ (5) มาวิเคราะห์ด้วยสมการแบบถดถอยจะได้ค่า  $R^2$  เพื่อมาแทนค่าหาความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ในสมการที่ (3)

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 r_{m,t-2} + \beta_1 r_{m,t-1} + \beta_1 r_{m,t} + \beta_1 r_{m,t-1} + \beta_1 r_{m,t-2} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

โดยที่  $r_{m,t+2}$  คือผลตอบแทนของตลาดรายสัปดาห์ที่  $t+2$ ,  $r_{m,t+1}$  คือผลตอบแทนของตลาดรายสัปดาห์ที่  $t+1$ ,  $r_{m,t}$  คือผลตอบแทนของตลาดรายสัปดาห์ที่  $t$ ,  $r_{m,t-1}$  คือผลตอบแทนของตลาดรายสัปดาห์ที่  $t-1$ ,  $r_{m,t-2}$  คือผลตอบแทนของตลาดรายสัปดาห์ที่  $t-2$ , คำนวณมาจาก ดัชนีผลตอบแทนรวมรายสัปดาห์ (TRI) ของ SET และ MAI

ผู้วิจัยจะศึกษาตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับ Block trade กับตัวแปรควบคุมต่างๆ จากตารางที่ 3.2 ว่าสามารถอธิบายความสอดคล้องกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (Synchronicity) ที่ได้จากสมการที่ (5) ได้หรือไม่ และไปในทิศทางใด และการที่ผลที่เกิดขึ้นแสดงผลก่อนหรือหลัง 1-2 สัปดาห์ จะส่งผลที่แตกต่างจากหัวข้อ 4.3 - 4.4 อย่างไร



บทที่ 4  
ผลการวิจัย

4.1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่างๆ

ตารางที่ 4. 1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาตัวแปรต่างๆของการซื้อขายรายใหญ่

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าที่มากที่สุด	ค่ามัธยฐาน	ค่าที่น้อยที่สุด	จำนวน
Synch	-1.6434	1.6122	8.65146	-1.4345	-12.4607	5658
Block Indicator	0.0815	0.2736	1	0	0	5658
Block Number	0.4891	1.6977	8	0	0	5658
Block Ratio	0.4165	3.5158	153.5139	0	0	5658
OI	0.0136	0.0859	1	0	0	5658
AOM	0.0559	0.1989	1	0	0	5658
MTB	2.2231	21.5004	1739.5533	1.2142	-29.4651	5658
Lev	0.3815	0.3175	8.1029	0.3825	0	5658
ROA	0.0366	0.6254	51.0090	0.0261	-2.1968	5658
Size	18.6073	8.3381	28.8231	21.5426	0	5658

ตารางที่ 4. 1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาตัวแปรต่างๆของการซื้อขายรายใหญ่ (ต่อ)

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าที่มากที่สุด	ค่ามัธยฐาน	ค่าที่น้อยที่สุด	จำนวน
Inshare	0.0081	0.0330	0.5972	0	0	5658
Topshare	0.2539	0.2027	0.9848	0.2299	0	5658
Soe	0.0049	0.0702	1	0	0	5658
Big4	0.0259	0.1589	1	0	0	5658
StdRoa	0.0626	0.6265	23.0733	0.0259	0	5658
SET Indicator	0.7755	0.4173	1	1	0	5658
Media Reports	28.5897	20.6346	170.0000	26	0	5658
Analyst Coverage	2.7757	6.4941	34.0000	0	0	5658
Sum Price Impact	0.0048	0.0199	0.6481	0	0	5658
Ave Price Impact	0.0012	0.0051	0.1620	0	0	5658

ศึกษาค่าสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean), ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.), ค่ามากที่สุด (Max), ค่ามัธยฐาน (Median), ค่าน้อยที่สุด (Min) และจำนวนข้อมูล ของตัวแปรต่างๆจากตาราง (4.1) ดังนั้นค่าความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์ (Synch) มีค่าเฉลี่ย ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และค่ามัธยฐาน คือ -1.6434, 1.6122 และ -1.4345 ตามลำดับ

จากข้อมูลสถิติแต่ละบริษัทที่เก็บข้อมูลรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562 พบว่า 8% ของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่เก็บข้อมูล มีการซื้อขายรายใหญ่ออย่างน้อย 1 ครั้งใน 1 ปี และมีค่าเฉลี่ย

จำนวนซีรียการซื้อขายรายใหญ่ของหลักทรัพย์หนึ่งๆ คือ 0.489 ซีรียต่อปี อัตราส่วนของสถานะคงค้างของสัญญาในตลาดเฉลี่ย (OI) คือ 1.36% ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนของการซื้อขายที่ระบบคอมพิวเตอร์ของตลาดหลักทรัพย์จะทำการเรียงลำดับ และจับคู่คำสั่งซื้อขายให้โดยอัตโนมัติ (AOM) คือ 5.59% ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (MTB) คือ 2.223 ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนของหนี้สินทั้งหมดของบริษัทต่อสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทใน 1 ปี (Leverage) คือ 38.14% รายได้สุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทใน 1 ปีเฉลี่ย (ROE) คือ 3.66 % ค่าเฉลี่ยสัดส่วนของผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ที่สุด ณ ต้นปี (Major shareholder) คือ 25.39 % โดยที่ 0.49% ของบริษัทที่เก็บข้อมูล เป็นบริษัทที่มีรัฐบาล หรือรัฐวิสาหกิจ เป็นผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ที่มีสิทธิออกเสียง (SOE) และมี 2.59% ของบริษัทที่เก็บข้อมูลมีการตรวจสอบบัญชีบริษัทโดยบริษัทตรวจสอบบัญชีที่ใหญ่ที่สุดสี่แห่ง (Big 4) ในแต่ละปี



## 4.2 ผลการวิจัยขั้นพื้นฐาน

ตารางที่ 4.2 แสดงผลการดำเนินการสมการการถดถอยของการซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*, \*\*, \*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

ตัวแปร	0	1	2	3	4	5	6
block indicator		-0.3865 ***	-0.2733 *				
block number				-0.0844 ***	-0.0765 ***		
block ratio						-0.0231 ***	-0.0159 ***
lev	-0.2771		-0.2777 *		-0.2768 *		-0.2627
mtb	-0.0003		-0.0003		-0.0003		-0.0003
roa	0.3084		0.3089		0.3086		0.3168
size	0.0095		0.0099		0.0100		0.0094
Variables	0	1	2	3	4	5	6

ตารางที่ 4.2 แสดงผลการดำเนินการสมการการถดถอยของการซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*, \*\*, \*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (ต่อ)

ตัวแปร	0	1	2	3	4	5	6
inshare	-1.6464		-1.4956		-1.4644		-1.6633
topshare	-0.8685 ***		-0.8672 ***		-0.8701 ***		-0.8655 ***
soe	-0.3170 ***		-0.2360		-0.0963		-0.2911 ***
big4	-0.1818		-0.1825		-0.1847		-0.1786
stdroa	-0.0342 ***		-0.0348		-0.0353		-0.0343 ***
set	0.2789		0.2838		0.2855		0.2751
aom	-0.2320 **		0.0106		0.2478		-0.1004
oi	0.4430 ***		0.3565		0.1799		0.3563 ***
_cons	-2.4158 ***	-1.9572 ***	-2.4351 ***	-1.9453 ***	-2.4436 ***	-1.9837 ***	-2.4179 ***
N	5658	5658	5658	5658	5658	5658	5658

ตารางที่ 4.2 แสดงผลการดำเนินการสมการการถดถอยของการซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*, \*\*, \*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (ต่อ)

ตัวแปร	0	1	2	3	4	5	6					
N_g	687		687		687		687		687		687	
F	28.2460		26.9052		24.6751		60.5882		24.9767		65.0373	30.0679
R <sup>2</sup>	00.0982		00.0030		00.0988		00.0061		00.0999		00.0033	00.0995

จากผลการศึกษาที่ได้ใช้โมเดลดังต่อไปนี้ในการหาความสัมพันธ์ระหว่าง Block trade และความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) จากสมการ (3)

ตัวแปรตามคือความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) ที่นิยามไว้ในหัวข้อที่ 3 และ 3 ตัวแปรอิสระหลักที่น่าสนใจคือตัวชี้วัดสามข้อของ Block trade ได้แก่ Block Indicator, Block Number, และ Block Ratio ในการวิเคราะห์แบบจำลองเต็มรูปแบบ ผู้วิจัยได้ควบคุมปีและผลกระทบคงที่ในอุตสาหกรรมโดยที่อุตสาหกรรมต่างๆถูกกำหนดโดยหมวดหมู่อุตสาหกรรมของบริษัท จดทะเบียนที่ออกโดย SET ในสมการการถดถอยทั้งหมดผู้วิจัยได้ทำการจัดกลุ่ม Standard errors ในระดับบริษัทเพื่อแก้ไขปัญหาอคติที่อาจเกิดขึ้นจากการพึ่งพาแบบอนุกรมในข้อมูล

จากตารางที่ 4.2 รายงานสมการการถดถอยของสัญญา SSF Block Trade ของ Series Z ในคอลัมน์ (1), (3) และ (5) ผู้วิจัยนำเสนอผลลัพธ์จาก สมการการถดถอยของความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) บนตัวแปร Block trade โดยไม่มีตัวแปรควบคุมเพิ่มเติมและผลกระทบคงที่ ตัวแปร Block trade ทั้งสามมีความสัมพันธ์เชิงลบ ในคอลัมน์ (1) (3) และ (5) มีนัยระดับความเชื่อมั่นที่สำคัญทางสถิติที่อยู่ระดับ 1% กับค่าความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) ของราคาหลักทรัพย์ โดยในคอลัมน์ (2), (4), (6) ผู้วิจัยนำเสนอผลลัพธ์สำหรับแบบจำลองเต็มรูปแบบพร้อมตัวแปรควบคุมและให้ผลกระทบของอุตสาหกรรมและปีที่คงที่

ดังที่แสดงในคอลัมน์ (2) ค่าสัมประสิทธิ์ของ Block Indicator นั้นคิดลบอย่างมีนัยระดับความเชื่อมั่นที่สำคัญทางสถิติที่อยู่ระดับ 10% ซึ่งบ่งชี้ว่าหลังจากควบคุมปัจจัยอื่นแล้วความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) ในคอลัมน์ (4) ค่าสัมประสิทธิ์ของ Block Number มีนัยระดับความเชื่อมั่นที่สำคัญทางสถิติที่อยู่ระดับ 1% ส่วนในคอลัมน์ (6) ค่าสัมประสิทธิ์ของ Block Ratio เป็นค่าบวกและมีนัยสำคัญอยู่ที่ 1%

เมื่อเพิ่มตัวแปรควบคุมค่าสัมประสิทธิ์ของ Lev เป็นค่าลบและมีนัยระดับความเชื่อมั่นที่สำคัญทางสถิติที่อยู่ระดับ 10% ในคอลัมน์ (2) และ(4) แต่ไม่มีนัยสำคัญ ในคอลัมน์ (6)

ค่าสัมประสิทธิ์ของ MTB Int Share และ Big4 เป็นค่าลบและไม่มีความสำคัญในทุกคอลัมน์ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี ไม่ว่าจะมากหรือน้อยก็ไม่ได้ส่งผลให้ค่าความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) ลดลง ในส่วนของบริษัทบัญชี Big Four ไม่แตกต่างจาก บริษัทบัญชีขนาดเล็กในด้านของผลกระทบต่อความสัมพันธ์ ความแตกต่างอาจเกิดขึ้นจากวิวัฒนาการของอุตสาหกรรมการบัญชีในประเทศไทย

เมื่อเวลาผ่านไป ช่วงตัวอย่างของการศึกษานี้อยู่ระหว่างปี 2553 ถึง 2562 ในขณะที่ Gul et al (2010) ครอบคลุมช่วงปี 2539-2546 ในช่วงปีแรก ๆ การให้บริการโดยบริษัทบัญชี Big4 นั้นดีกว่าบริษัทบัญชีขนาดเล็กในท้องถิ่นอย่างมีนัยสำคัญในแง่ของคุณภาพการรายงานทางบัญชีและประสิทธิภาพในการผลิตและการประมวลผลข้อมูล (Gul et al., 2010) ในช่วงที่ผ่านมาอุตสาหกรรมการบัญชีในประเทศไทยได้เห็นการเปลี่ยนแปลงครั้งใหญ่และบริษัทบัญชีขนาดเล็กเติบโตขึ้นอย่างก้าวกระโดดทั้งในด้านปริมาณและคุณภาพ เป็นผลให้ช่องว่างระหว่างบริษัทบัญชี Big Four และบริษัทบัญชีขนาดเล็กลดลงอย่างมาก สิ่งนี้อาจอธิบายถึงผลกระทบที่ไม่มีนัยสำคัญของ Big4 ในการทดสอบของผู้วิจัย

ค่าสัมประสิทธิ์ของ ROA และ Size เป็นค่าบวกและไม่มีนัยสำคัญในทุกคอลัมน์ ซึ่งบ่งชี้ว่าราคาหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดใหญ่และขนาดเล็กในไทย เปลี่ยนแปลงตามตลาดในระดับที่ไม่แตกต่างกัน

ค่าสัมประสิทธิ์ของ Top Share เป็นค่าลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ในทุกคอลัมน์ ซึ่งชี้ให้เห็นว่า การเป็นเจ้าของผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ และมีความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch)

ค่าสัมประสิทธิ์ของ SOE, STDROA และ OI เป็นค่าลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ในคอลัมน์ (0) และ (6) แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในคอลัมน์ (2) และ (4)

ค่าสัมประสิทธิ์ของ SET เป็นค่าบวกและไม่มีนัยสำคัญในทุกคอลัมน์ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าไม่ว่าหลักทรัพย์จะอยู่ใน SET หรือ MAI ผลกระทบที่มีต่อค่าความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) นั้น ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งจะสอดคล้องกับค่าสัมประสิทธิ์ของ Size และค่าสัมประสิทธิ์ของ AOM ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์ของ Size เป็นค่าบวกและไม่มีนัยสำคัญในทุกคอลัมน์ และค่าสัมประสิทธิ์ของ AOM เป็นค่าลบและไม่มีนัยสำคัญในคอลัมน์ (6) แต่เป็นค่าบวกและไม่มีนัยสำคัญในคอลัมน์ (2) และ (4)

#### 4.3 ความแตกต่างของผลกระทบจาก Premium Block Trade และ Discount Block Trade ต่อความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity)



ตารางที่ 4.3 แสดงสถิติเชิงบรรยายของ Discounted และ Premium Blocktrade

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าที่มากที่สุด	ค่ามัธยฐาน	ค่าที่น้อยที่สุด	จำนวน
Dis indicator	0.0744	0.2624	1	0	0	5658
Pre indicator	0.0735	0.2610	1	0	0	5658
Dis number	0.7674	3.2273	28.0000	0	0	5658
Pre number	0.7980	3.3498	29.0000	0	0	5658
Dis Ratio	0.2112	2.1659	52.0446	0	0	5658
Pre Ratio	0.1196	2.2964	153.5139	0	0	5658

ตารางที่ 4.4 แสดงความสัมพันธ์ของ Discounted และ Premium Blocktrade ที่ Accumulate series Z และความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ค่า t-values โดยที่ \*, \*\*, \*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

ตัวแปร	(1)	(2)	(3)
Dis indicator	-0.1345		
Pre indicator	-0.1901		
Dis number		-0.0154 *	
Pre number		-0.0042	
Dis ratio			-0.0134 **
Pre ratio			-0.0229 ***
Other Controls	Yes	Yes	Yes
Industry Fixed Effects	No	No	No
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes

ตารางที่ 4.4 แสดงความสัมพันธ์ของ Discounted และ Premium Blocktrade ที่ Accumulate series Z และความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ค่า t-values โดยที่ \*, \*\*, \*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (ต่อ)

ตัวแปร	(1)	(2)	(3)
N	5658	5658	5658
R <sup>2</sup>	0.0992	0.0989	0.1001

Discount indicator เป็นตัวบ่งชี้ว่าราคาของหลักทรัพย์น้อยกว่าราคาปิดของหลักทรัพย์วันก่อนหน้าอย่างน้อย 1 ครั้ง ใน 1 ปี ในขณะที่ Premium indicator เป็นตัวบ่งชี้ว่าราคาของหลักทรัพย์มากกว่าราคาปิดของหลักทรัพย์วันก่อนหน้า อย่างน้อย 1 ครั้ง ใน 1 ปี จากตารางที่ 4.10 ค่าสถิติเชิงบรรยายของ Discount indicator และ Premium indicator มีค่าเฉลี่ย คือ 7.44% และ 7.35% ตามลำดับ และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน คือ 0.2624 และ 0.2610 ตามลำดับ

จากตาราง 4.4 คอลัมน์ (1) แสดงค่า Discount indicator และ Premium indicator ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์คือ -0.1345 และ -0.1940 ตามลำดับ อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

Discount number เป็นจำนวนของราคาของหลักทรัพย์น้อยกว่าราคาปิดของหลักทรัพย์วันก่อนหน้าของบริษัทนั้นๆ ใน 1 ปี ในขณะที่ Premium number เป็นจำนวนของราคาของหลักทรัพย์มากกว่าราคาปิดของหลักทรัพย์วันก่อนหน้าของบริษัทนั้นๆ ใน 1 ปี จากตารางที่ 4.10 ค่าสถิติเชิงบรรยายของ Discount number และ Premium number มีค่าเฉลี่ย คือ 0.7674 และ 0.7980 ตามลำดับ และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน คือ 3.2273 และ 3.3498 ตามลำดับ

จากตาราง 4.4 คอลัมน์ (2) แสดงค่า Discount number และ Premium number ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์คือ -0.0154 และ -0.0042 ตามลำดับ โดยมีเพียง Dis number เท่านั้นที่สามารถอธิบายความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ได้อย่างมีนัยสำคัญที่ 10%

Discount ratio เป็นปริมาณการซื้อขายรายใหญ่ที่ราคาหลักทรัพย์น้อยกว่าราคาปิดของหลักทรัพย์วันก่อนหน้า (หน่วยบาท) ต่อมูลค่าทางตลาดของบริษัทนั้นๆ ใน 1 ปี ส่วน Premium ratio เป็นปริมาณการซื้อขายรายใหญ่ที่ราคาหลักทรัพย์มากกว่าราคาปิดของหลักทรัพย์วันก่อนหน้า ของบริษัท ต่อ มูลค่าทางตลาดของบริษัทนั้น ใน 1 ปี จากตารางที่ 4.10 ค่าสถิติเชิงบรรยายของ Discount ratio และ Premium ratio มีดังนี้ ค่าเฉลี่ย คือ 0.2112 และ 0.1196 ตามลำดับ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน คือ 2.1659 และ 2.2964 ตามลำดับ

จากตาราง 4.4 คอลัมน์ (3) แสดงค่า Discount ratio และ Premium ratio ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) สามารถอธิบายความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ได้ 10% อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่น 1% โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ คือ -0.0134 และ -0.0229 ตามลำดับ โดย Dis number ที่สามารถอธิบายความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ได้อย่างมีนัยสำคัญที่ 5% ในขณะที่ Pre number ที่สามารถอธิบายได้อย่างมีนัยสำคัญที่ 1%

4.4 ทดสอบความแม่นยำของแบบจำลอง (Robustness check) ด้วยวิธีการวิเคราะห์ทางเลือก เพื่อทดสอบ sensitivity



4.4.1 การซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม

ตารางที่ 4. 5 แสดงผลการดำเนินการสมการการถดถอยของการซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคา โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*,\*\*,\*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

ตัวแปร	0	1	2	3	4	5
block indicator		-0.3176 ***	-0.0923			
block number				-0.0728 ***	-0.0454 ***	
block ratio						-0.0151
lev	-0.0942		-0.0945		-0.0941	
mtb	-0.0003		-0.0003		-0.0004	
roa	0.2834		0.2836 **		0.2835 **	
size	0.0056		0.0057		0.0059	
inshare	-2.7416 ***		-2.6907 ***		-2.6337 ***	
topshare	-0.9253 ***		-0.9249 ***		-0.9262 ***	
soe	-0.5376 ***		-0.5102 *		-0.4067	
big4	-0.5014 *		-0.5017 **		-0.5031 **	
stdroa	-0.0178 *		-0.0180		-0.0185	
set	1.2773 **		1.2789 **		1.2812 **	

ตารางที่ 4.5 แสดงผลการดำเนินการสมการการถดถอยของการซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*, \*\*, \*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (Robusted) (ต่อ)

ตัวแปร	0	1	2	3	4	5	6
aom	-0.0102		0.0717		0.2744 **		0.0469
oi	0.4632 ***		0.4340 ***		0.3071 *		0.4256 ***
cons	-2.2865 ***	-1.3416 ***	-2.2930 ***	-1.3298 ***	-2.3030 ***	-1.3654 ***	-2.2874 ***
N	5658	5658	5658	5658	5658	5658	5658
N_g	687	687	687	687	687	687	687
F	29.9925	28.7434	27.7661	75.6082	28.1036	16.3921	30.1339
R <sup>2</sup>	0.1097	0.0044	0.1099	0.0099	0.1111	0.0031	0.1102

ผลลัพธ์โดยใช้การวัดทางเลือกของความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch)

การวิเคราะห์เชิงประจักษ์ของผู้วิจัย จนถึงขณะนี้ใช้คำจำกัดความของ ค่าความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) ของราคาหลักทรัพย์ตาม  $R^2$  จากการประมาณสมการ (2) ในส่วนย่อยนี้ผู้วิจัยตรวจสอบว่าผลลัพธ์ของผู้วิจัยเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับผลลัพธ์พื้นฐานตารางที่ 4.2 หรือไม่ สำหรับการวัดทางเลือกของความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์ (Synch1) ผู้วิจัยใช้สมการด้านล่างเพื่อประมาณ  $R^2$  สำหรับหลักทรัพย์ในหนึ่งปีตามข้อมูลรายสัปดาห์ จากสมการที่ (10)

ที่  $r_{i,t}$  คือผลตอบแทนรายสัปดาห์พร้อมด้วยเงินปันผลที่น่ากลับมาลงทุนในหลักทรัพย์  $i$  ในสัปดาห์  $t$  และ  $r_{m,t}$  คือผลตอบแทนรายสัปดาห์ของตลาดที่ถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าพร้อมด้วยเงินปันผลที่น่ากลับมาลงทุน ในสัปดาห์  $t$  ตาม Dimson (1979) ผู้วิจัยจะลอคคิตีที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายโดยรวมค่านำหน้า,  $r_{m,t+1}$  และ  $r_{m,t+2}$  และและค่าล่าหลัง,  $r_{m,t-1}$  และ  $r_{m,t-2}$  จากนั้นผู้วิจัยจะคำนวณ ค่า Synch ของราคาหลักทรัพย์  $i$  ในหนึ่งปี ตามรูปแบบสมการที่ (2) ผู้วิจัยประมาณแบบจำลองการถดถอยแบบเดียวกับในตารางที่ 4.2 โดยใช้การวัดทางเลือกของ synchronicity (Synch1) และผลลัพธ์จะถูกรายงานในตารางที่ 4.5 ค่าสัมประสิทธิ์ของ Block Indicator, Block Number, and Block Ratio เป็นค่าลบทั้งหมดและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ซึ่งบ่งชี้ว่า Block Trade ช่วยลดการเคลื่อนไหวรวมของราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญตามการวัดทางเลือกของSynchนี้ ขนาดและนัยสำคัญทางสถิติของสัมประสิทธิ์มักใกล้เคียงกับค่าในตารางที่ 4.2 ซึ่งสามารถสรุปค่าตารางที่ 4.5 ได้ดังนี้

จากตารางที่ 4.5 รายงานสมการการถดถอยของสัญญา SSF Block Trade ของ Series Z ในคอลัมน์ (1), (3) และ (5) ผู้วิจัยนำเสนอผลลัพธ์จาก สมการการถดถอยของความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) บนตัวแปร Block trade โดยไม่มีตัวแปรควบคุมเพิ่มเติมและผลกระทบคงที่ ตัวแปร Block trade ทั้งสามมีความสัมพันธ์เชิงลบ ในคอลัมน์ (1), (3) และ (5) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% โดยในคอลัมน์ (2), (4), (6) ผู้วิจัยนำเสนอผลลัพธ์สำหรับแบบจำลองเต็มรูปแบบพร้อมตัวแปรควบคุมและให้ผลกระทบของอุตสาหกรรมและปีที่คงที่

ดังที่แสดงในคอลัมน์ (2) ค่าสัมประสิทธิ์ของ Block Indicator นั้นติดลบอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งบ่งชี้ว่าหลังจากควบคุมปัจจัยอื่นแล้วความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) ของราคาหลักทรัพย์จะลดลง 0.0923 โดยเฉลี่ยสำหรับ บริษัทที่มี Block trade อย่างน้อยหนึ่งครั้งในปีนั้นๆ ในคอลัมน์ (4) ค่าสัมประสิทธิ์ของ

Block Number (-0.0454, p-value <0.01) ยังคงเป็นค่าลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ในคอลัมน์ (6) ค่าสัมประสิทธิ์ของ Block Ratio (-0.0069, p-value <0.01) ยังคงเป็นค่าลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

ตัวแปรควบคุมที่มีผลไม่แตกต่างจากตารางที่ 4.2 มีดังนี้

- ค่าสัมประสิทธิ์ของ MTB เป็นค่าลบและไม่มีนัยสำคัญในทุกคอลัมน์
- ค่าสัมประสิทธิ์ของ Size เป็นค่าบวกและไม่มีนัยสำคัญในทุกคอลัมน์
- ค่าสัมประสิทธิ์ของ Top Share เป็นค่าลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ในทุก

คอลัมน์

- ค่าสัมประสิทธิ์ของ STDROA เป็นค่าลบและ โดย STDROA ไม่มีนัยสำคัญใน

คอลัมน์ (2) และ (4)

ตัวแปรควบคุมที่มีผลแตกต่างจากตารางที่ 4.2 มีดังนี้

- ค่าสัมประสิทธิ์ของ Lev เป็นค่าลบและไม่มีนัยสำคัญในทุกคอลัมน์
- ค่าสัมประสิทธิ์ของ SET เป็นค่าบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5%
- ค่าสัมประสิทธิ์ของ In Share เป็นค่าลบและมีนัยสำคัญในทุกคอลัมน์
- ค่าสัมประสิทธิ์ของ SOE เป็นค่าลบและมีนัยสำคัญเพิ่มในคอลัมน์ (2)
- ค่าสัมประสิทธิ์ของ AOM เป็นค่าบวกและมีนัยสำคัญเพิ่มในคอลัมน์ (4)
- ค่าสัมประสิทธิ์ของ OI เป็นค่าบวก และมีนัยสำคัญเพิ่มในคอลัมน์ (2) และ (4)

จะเห็นได้ว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติในตารางที่ 4.5 มีตัวแปรควบคุมหลายตัวที่มีระดับนัยสำคัญ ที่ให้ผลที่ผิดกว่าในตารางที่ 4.2 แสดงให้เห็นว่าตลาดไทยนั้น อาจจะมีความเสี่ยงต่ำของการถ่ายทอดข้อมูลต่างๆ ทำให้ผลที่เกิดขึ้นนั้นแสดงผลหลังจากการกระทำที่เกิดขึ้นจริง ซึ่งอาจจะเกิดผลกระทบก่อนหรือล่าช้าออกไป 1-2 สัปดาห์ ซึ่งสามารถชี้วัดได้ถึงพฤติกรรมและลักษณะของตลาดหลักทรัพย์ในไทยและนักลงทุนที่ผลกระทบนั้นอาจจะไม่ได้เกิดขึ้น ณ วันซื้อขายจริง ซึ่งเป็นหัวข้อที่น่าสนใจที่จะศึกษาเพิ่มเติม

#### 4.4.2 ความแตกต่างของผลกระทบจาก Premium Block Trade และ Discount Block Trade ต่อความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity)

ตารางที่ 4. 6 แสดงความสัมพันธ์ของ Discounted และ Premium Blocktrade ของหลักทรัพย์แบบล่าช้า และความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ค่า t-values โดยที่ \*, \*\*, \*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (Robusted)

ตัวแปร	(1)	(2)	(3)
Dis indicator	-0.0001		
Pre indicator	-0.1419		
Dis number		0.0065	
Pre number		-0.0158 **	
Dis ratio			-0.0088 **
Pre ratio			-0.0114 ***
Other Controls	Yes	Yes	Yes
Industry Fixed Effects	No	No	No
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes
N	5658	5658	5658
R <sup>2</sup>	0.1102	0.1104	0.1109

Discount indicator จากตาราง 4.6 คอลัมน์ (1) แสดงค่าของ Discount indicator และ Premium indicator เป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม และมีค่าสัมประสิทธิ์ -0.0001 และ -0.1419 ตามลำดับ โดยทั้ง Dis และ Pre indicator ไม่สามารถอธิบายความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ได้

เมื่อเปรียบเทียบผลจากคอลัมน์ (1) จากตาราง 4.4 และตาราง 4.6 พบว่าค่า Discount indicator และ Premium indicator เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

Discount number จากตาราง 4.6 คอลัมน์ (2) แสดงค่า Dis indicator เป็นไปในทิศทางเดียวกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) และมีสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0065 แต่



Pre indicator เป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม และมีค่าสัมประสิทธิ์  $-0.0158$  โดยมีเพียง pre indicator เท่านั้นที่สามารถอธิบายความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ได้อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่น 5%

เมื่อเปรียบเทียบผลจากคอลัมน์ (2) พบว่าค่า Premium number ของตารางที่ 4.6 สามารถอธิบายความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ได้อย่างมีนัยสำคัญมากกว่า ตารางที่ 4.4 แสดงว่า Premium number ที่เกิดขึ้นนั้นแสดงผลหลังจากการกระทำที่เกิดขึ้นจริง ซึ่งอาจจะเกิดผลกระทบก่อนหรือล่าช้าออกไป

Discount ratio จากตาราง 4.6 คอลัมน์ (3) แสดงค่า Discount ratio และ Premium ratio เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) โดยสามารถอธิบายความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ได้ 11.04% อย่างมีนัยสำคัญ โดยที่ Discount ratio มีค่าสัมประสิทธิ์ คือ  $-0.0088$  ที่ระดับความเชื่อมั่น 5% และ Premium ratio คือ  $-0.0114$  ที่ระดับความเชื่อมั่น 1%

เมื่อเปรียบเทียบผลจากคอลัมน์ (3) พบว่าค่า Discount ratio และ Premium ratio ของ ตารางที่ 4.4 และ 4.6 มีค่าลบ และมีนัยสำคัญที่เท่ากัน สามารถอธิบายความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ได้มากกว่าตารางที่ 4.4 แสดงว่า Discount ratio และ Premium ratio ณ วันซื้อขายจริง มีผลน้อยกว่าวันก่อนหน้าหรือล่าช้าออกไป 1-2 สัปดาห์ (Lead และ Lag term)

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

ความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์เกี่ยวข้องกับประสิทธิภาพของการจัดสรรเงินทุน ความสอดคล้องกันในระดับที่ค่อนข้างสูงอาจขัดขวางการเติบโตทางเศรษฐกิจซึ่งโดยปกติแล้วจะเป็นสิ่งสำคัญอันดับต้น ๆ สำหรับเศรษฐกิจในประเทศ ในการศึกษาที่ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่าการซื้อขาย Block Trade ที่เริ่มต้นบนแพลตฟอร์มการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น จะกำหนดข้อมูลเฉพาะของ บริษัท ลงในราคาหลักทรัพย์ ซึ่งลดการเคลื่อนไหวแบบความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) ของราคาหลักทรัพย์

จากผลการทดลองผู้วิจัยสรุปได้ว่า ผลกระทบของการซื้อขายของ Block Trade ที่มีต่อความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์นั้น พบว่าการซื้อขาย Block Trade มีความเกี่ยวข้องในเชิงลบกับ ค่าความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) นอกจากนี้ผลกระทบของการซื้อขาย Block Trade จะแตกต่างกันไปตามสภาพแวดล้อมข้อมูลของบริษัท

ผลการทดลอง Premium Block Trade และ Discount Block Trade พบว่าข้อมูล ณ วันทำการซื้อขายจริง จะทำให้ Premium Block Trade และ Discount Block Trade มีความสัมพันธ์กับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ในทิศทางตรงกันข้าม โดยมี Discount number Premium Ratio และ Discount Ratio ที่สามารถอธิบายความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ได้อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ข้อมูลก่อนหน้าหรือล่าช้าจะส่งผลต่อทิศทางความสัมพันธ์ โดยส่งผลให้ Discount Indicator และ Discount Number มีผลในทิศทางเดียวกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) โดยมี Pre Indicator Dis number Pre Ratio และ Dis Ratio ที่สามารถอธิบายได้อย่างมีนัยสำคัญ เมื่อเปรียบเทียบผลกระทบระหว่าง Premium Block Trade และ Discount Block Trade พบว่า Premium Block Trade มีผลกระทบมากกว่า คือราคาของหลักทรัพย์มากกว่าราคาปิดของหลักทรัพย์วันก่อนหน้า (Premium Block Trade) ที่มีผลต่อ Synchronicity มากกว่า Discount Block Trade เนื่องมาจากนักลงทุนที่ซื้อขายที่เป็นรายการ Premium Block Trade อาจจะมีข้อมูลมากกว่านักลงทุนที่ซื้อขายที่เป็นรายการ Discount Block Trade

การค้นคว้าวิจัยนี้มีผลกระทบต่อผู้กำหนดนโยบายและผู้มีส่วนร่วมในตลาดทุน และระบบเศรษฐกิจในประเทศ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดเกิดใหม่ที่คล้ายกับตลาดหลักทรัพย์จีน ซึ่งสภาพแวดล้อมของนักลงทุนค่อนข้างน้อยและค่านักลงทุนมีเงินลงทุนน้อยเมื่อเทียบกับตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว การที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดเกิดใหม่จะมีการถูกระเบียบที่เข้มข้นน้อยกว่าตลาดทุนพัฒนาแล้ว การการบังคับใช้เกี่ยวกับการเผยแพร่ข้อมูลเข้าถึงนักลงทุนอย่างมีจำกัด และการมีอิทธิพลของรัฐบาลที่มากเกินไปจะทำให้บริษัทไม่สามารถดำเนินกิจการไปได้ดี ซึ่งนักลงทุนสามารถนำงานวิจัยนี้ไปใช้สร้างแผนในการลงทุนได้ ซึ่งงานวิจัยที่ผู้วิจัยค้นพบเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ที่ลดลงจากการมี Block trade ซึ่งประสิทธิภาพของตลาดในประเทศที่เกิดใหม่นั้นอาจจะต้องมีการออกแบบกลไกการซื้อขายให้มีความเหมาะสม เช่น มีระบบหรือแพลตฟอร์มการซื้อขาย Block Trade ที่เข้าถึงได้ง่าย ที่อำนวยความสะดวกให้กับนักลงทุนหรือผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุนและมีข้อมูลเฉพาะเจาะจงแต่หลักทรัพย์มากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ Chan, Hameed, and Kang (2013) พบว่า ราคาของหลักทรัพย์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับความสัมพันธ์ของแต่ละหลักทรัพย์ เนื่องมาจากสภาพคล่องของแต่ละหลักทรัพย์น้อยและมีการปกปิดข้อมูลบางอย่างเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นด้วย ซึ่งสภาพคล่องมีความสำคัญมากต่อการเติบโตและการพัฒนาตลาดทุนด้วย

บรรณานุกรม

- An, H., & Zhang, T. (2013). Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. **Journal of Corporate Finance**, 21, 1-15. doi:10.1016/j.jcorpfin.2013.01.001
- Ball, R., & Finn, F. J. (1989). The effect of block transactions on share prices: Australian evidence. **Journal of Banking and Finance**, 13(3), 397-419.
- Chan, L. K., & Lakonishok, J. (1993). Institutional trades and intraday stock price behavior. **Journal of financial economics**, 33(2), 173-199.
- Chan, L. K., & Lakonishok, J. J. T. J. o. F. (1995). The behavior of stock prices around institutional trades. 50(4), 1147-1174.
- Dang, T. L., Moshirian, F., & Zhang, B. (2015). Commonality in news around the world. **Journal of financial economics**, 116(1), 82-110. doi:10.1016/j.jfineco.2014.11.007
- Dann, L. Y., Mayers, D., & Raab Jr, R. J. (1977). Trading rules, large blocks and the speed of price adjustment. **Journal of financial economics**, 4(1), 3-22.
- Easley, D., & O'Hara, M. (1987). Price, trade size, and information in securities markets. **Journal of financial economics**, 19(1), 69-90.
- Fama, E. F. (1965). The behavior of stock-market prices. **The journal of Business**, 38(1), 34-105.
- Gul, F. A., Kim, J.-B., & Qiu, A. A. (2010). Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China. **Journal of financial economics**, 95(3), 425-442.
- Gul, F. A., Kim, J.-B., & Qiu, A. A. (2010). Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China. **Journal of financial economics**, 95(3), 425-442.
- Holthausen, R. W., Leftwich, R. W., & Mayers, D. (1987). The effect of large block transactions on security prices: A cross-sectional analysis. **Journal of financial economics**, 19(2), 237-267.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Holthausen, R. W., Leftwich, R. W., & Mayers, D. (1990). Large-block transactions, the speed of response, and temporary and permanent stock-price effects. **Journal of financial economics**, 26(1), 71-95.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. **Journal of financial economics**, 79(2), 257-292.
- Keim, D. B., & Madhavan, A. (1996). The upstairs market for large-block transactions: Analysis and measurement of price effects. **The Review of Financial Studies**, 9(1), 1-36.
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. **The quarterly journal of economics**, 108(3), 717-737.
- Kraus, A., & Stoll, H. R. (1972). Price impacts of block trading on the New York Stock Exchange. **The Journal of Finance**, 27(3), 569-588.
- Li, K., Morck, R., Yang, F., & Yeung, B. (2004). Firm-specific variation and openness in emerging markets. **Review of Economics Statistics**, 86(3), 658-669.
- Li, K., Morck, R., Yang, F., & Yeung, B. (2004). Firm-specific variation and openness in emerging markets. **Review of Economics Statistics**, 86(3), 658-669.
- Meng, Q., Song, X., Liu, C., Wu, Q., & Zeng, H. (2020). The impact of block trades on stock price synchronicity: Evidence from China. **International Review of Economics and finance**, 68, 239-253.
- Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? **Journal of financial economics**, 58(1-2), 215-260.
- Piotroski, J. D., & Roulstone, D. T. J. T. a. r. (2004). The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. **The accounting review**, 79(4), 1119-1151.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. **The American Economic Review**, 88(3), 559-586.
- Roll, R. (1988). R2. **Journal of Finance**, 43(3), 541-566.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

Saar, G. (2001). Price impact asymmetry of block trades: An institutional trading explanation. **The Review of Financial Studies**, 14(4), 1153-1181.

Scholes, M. S. J. T. J. o. B. (1972). The market for securities: Substitution versus price pressure and the effects of information on share prices. 45(2), 179-211.

Wurgler, J. (2000). Financial markets and the allocation of capital. **Journal of financial economics**, 58(1-2), 187-214.





ภาคผนวก

## ภาคผนวก ก

ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมใน Block ratio ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z

## ผลการวิจัยขั้นพื้นฐาน

ตารางที่ ผ. 1 ตาราง Block indicator ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*,\*\*,\*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

model	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
Accumulated H			(-)**									
Accumulated M						(-)						
Accumulated U									(-)			
Accumulated Z												(-)**
Closed H			(-)									
Closed M						(+)						



ตารางที่ พ. 1 ตาราง Block Indicator ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*,\*\*,\*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (ต่อ)

model	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
Closed U									(-)			
Closed Z												(-)*
Every 15	(+)*	(-)*	(-)	(-)*	(-)**	(-)	(+)*	(-)**	(+)	(-)**	(-)**	(+)
Every 30	(-)	(-)	(-)*	(-)*	(-)	(-)	(-)**	(+)	(-)	(-)**	(-)**	(-)
Accumulated H robusted			(-)									
Accumulated M robusted						(-)						
Accumulated U robusted									(-)			
Accumulated Z robusted												(-)**
Closed H robusted			(+)									
Closed M robusted						(+)						

ตารางที่ ผ. 1 ตาราง Block Indicator ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*,\*\*,\*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (ต่อ)

model	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
Closed U robusted									(+)			
Closed Z robusted												(-)**
Every 15 robusted	(+)** *	(+)	(-)	(-)	(-)**	(-)	(+)	(-)**	(-)	(-)	(-)**	(-)
Every 30 robusted	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)	(+)	(-)**	(-)	(+)	(-)**	(-)**	(-)

ตารางที่ ผ. 2 ตาราง Block numberของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*, \*\*, \*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

model	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
Accumulated H			(-)**									
Accumulated M						(-)**						
Accumulated U									(-)**			
Accumulated Z												(-)**
Closed H			(-)**									
Closed M						(-)**						
Closed U									(-)**			
Closed Z												(-)**
Every 15	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**
Every 30	(-)**	(-)**	(-)*	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)*	(-)*	(-)**	(-)**	(-)**

ตารางที่ ผ. 2 ตาราง Block numberของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*,\*\*,\*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (ต่อ)

model	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
Accumulated H robusted			(-)**									
Accumulated M robusted						(-)**						
Accumulated U robusted									(-)**			
Accumulated Z robusted												(-)**
Closed H robusted			(-)**									
Closed M robusted						(-)*						
Closed U robusted									(-)			
Closed Z robusted												(-)**
Every 15 robusted	(-)**	(-)**	(-)*	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**
Every 30 robusted	(-)**	(-)*	(-)	(-)**	(-)**	(-)*	(-)*	(-)*	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**

ตารางที่ ผ. 3 ตาราง Block ratio ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*,\*\*,\*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

model	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
Accumulated H			(-)**									
Accumulated M						(-)**						
Accumulated U									(-)**			
Accumulated Z												(-)**
Closed H			(-)									
Closed M						(-)						
Closed U									(+)			
Closed Z												(+)
Every 15	(+)*	(-)	(-)**	(-)**	(-)**	(-)	(-)	(-)*	(-)	(-)**	(-)	(+)
Every 30	(-)	(-)**	(-)	(-)**	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)*	(-)**	(-)	(+)



Premium (Discount) Block กับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ตารางที่ ผ. 4 ตาราง Discount Block indicator ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปลอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*\*,\*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

model	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
Accumulated H			(-)									
Accumulated M						(-)						
Accumulated U									(-)			
Accumulated Z												(-)
Closed H			(-)									
Closed M						(-)						
Closed U									(-)			
Closed Z												(-)
Every 15	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Every 30	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Accumulated H robusted			(+)									
Accumulated M robusted						(+)						
Accumulated U robusted									(+)			





ตารางที่ ผ. 5 ตาราง Premium Block indicator ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*, \*\*, \*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

model	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
Accumulated H			(-)*									
Accumulated M						(-)						
Accumulated U									(-)*			
Accumulated Z												(-)
Closed H			(-)									
Closed M						(-)						
Closed U									(-)			
Closed Z												(-)
Every 15	(-)*	(-)*	(-)*	(-)	(-)*	(-)*	(-)*	(-)	(-)*	(-)	(-)*	(-)*
Every 30	(-)*	(-)	(-)	(-)*	(-)*	(-)	(-)*	(-)	(-)	(-)*	(-)*	(-)
Accumulated H robusted			(-)									
Accumulated M robusted						(-)						
Accumulated U robusted									(-)			

ตารางที่ ผ. 5 ตาราง Premium Block indicator ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*, \*\*, \*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (ต่อ)

model	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
Accumulated Z robusted												(-)
Closed H robusted			(-)									
Closed M robusted						(-)						
Closed U robusted									(-)			
Closed Z robusted												(-)
Every 15 robusted	(-)	(-)*	(-)	(-)	(-)*	(-)	(-)*	(-)*	(-)	(-)	(-)*	(-)*
Every 30 robusted	(-)*	(-)*	(-)	(-)*	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)*	(-)*	(-)

ตารางที่ ผ. 6 ตาราง Discount Block numberของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*, \*\*, \*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

model	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
Accumulated H			(-)*									
Accumulated M						(-)*						
Accumulated U									(-)*			
Accumulated Z												(-)*
Closed H			(-)									
Closed M						(-)*						
Closed U									(-)			
Closed Z												(-)*
Every 15	(-)**	(-)*	(-)*	(-)*	(-)*	(-)**	(-)*	(-)*	(-)**	(-)*	(-)*	(-)**
Every 30	(-)*	(-)*	(-)	(-)*	(-)*	(-)*	(-)*	(-)	(-)	(-)*	(-)*	(-)*
Accumulated H robusted			(+)									
Accumulated M robusted						(+)						
Accumulated U robusted									(+)			



ตารางที่ ผ. 7 ตาราง Premium Block number ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*, \*\*, \*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

model	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
Accumulated H			(-)									
Accumulated M						(-)						
Accumulated U									(-)			
Accumulated Z												(-)
Closed H			(-)									
Closed M						(-)						
Closed U									(-)			
Closed Z												(-)
Every 15	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Every 30	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Accumulated H robusted			(-)**									
Accumulated M robusted						(-)**						
Accumulated U robusted									(-)**			



ตารางที่ ๘ ตาราง Discount Block ratio ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสม วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปลอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*, \*\*, \*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

model	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
Accumulated H			(-)*									
Accumulated M						(-)						
Accumulated U									(-)			
Accumulated Z												(-)**
Closed H			(+)									
Closed M						(-)						
Closed U									(+)			
Closed Z												(-)**
Every 15	(+)	(+)*	(-)**	(-)	(-)	(+)*	(-)*	(-)	(-)**	(-)	(+)	(+)**
Every 30	(-)	(-)	(-)	(-)	(+)	(+)	(+)*	(-)	(-)**	(-)	(-)	(+)** *
Accumulated H robusted			(+)									
Accumulated M robusted						(-)						
Accumulated U robusted									(+)			

ตารางที่ ๘ ตาราง Discount Block ratio ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสม วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปลอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*, \*\*, \*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (ต่อ)

model	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
Accumulated Z robusted												(-)**
Closed H robusted			(+)									
Closed M robusted						(+)						
Closed U robusted									(+)			
Closed Z robusted												(-)
Every 15 robusted	(+)	(+)**	(-)**	(-)**	(-)	(+)	(-)	(-)**	(-)**	(-)**	(-)	(+)**
Every 30 robusted	(-)	(-)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(-)*	(-)**	(+)	(-)	(+)** *



ตารางที่ ผ. 9 ตาราง Premium Block ratio ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสม วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*, \*\*, \*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

model	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
Accumulated H			(-)**									
Accumulated M						(-)						
Accumulated U									(-)			
Accumulated Z												(-)**
Closed H			(-)									
Closed M						(+)						
Closed U									(-)			
Closed Z												(-)*
Every 15	(+)*	(-)*	(-)	(-)*	(-)**	(-)	(+)*	(-)**	(+)	(-)**	(-)**	(+)
Every 30	(-)	(-)	(-)*	(-)*	(-)	(-)	(-)**	(+)	(-)	(-)**	(-)**	(-)
Accumulated H robusted			(-)									
Accumulated M robusted						(-)						
Accumulated U robusted									(-)			

ตารางที่ ผ. 9 ตาราง Premium Block ratio ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสม วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ \*, \*\*, \*\*\* แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (ต่อ)

model	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
Accumulated Z robusted												(-)**
Closed H robusted			(+)									
Closed M robusted						(+)						
Closed U robusted									(+)			
Closed Z robusted												(-)**
Every 15 robusted	(+)**	(+)	(-)	(-)	(-)**	(-)	(+)	(-)**	(-)	(-)	(-)**	(-)
Every 30 robusted	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)	(+)	(-)**	(-)	(+)	(-)**	(-)**	(-)

## ภาคผนวก ข

กฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมการซื้อขายรายใหญ่ (Block Trade) สำหรับประเทศไทย

การลงทุนซื้อขายผลิตภัณฑ์ Single Stock Future (SSF) จำนวนหลายสัญญาผ่านระบบของบริษัทตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า(ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (TFEX) จะให้บริการการส่งคำสั่งซื้อขายผลิตภัณฑ์ SSF แบบ Block Trade ซึ่งเป็นบริการที่เปิดโอกาสให้นักลงทุนสามารถลงทุนซื้อขาย SSF ได้จำนวน หลาย ๆ สัญญา ตาม TFEX กำหนดไว้ จำนวนขั้นต่ำที่ 20 สัญญา 100 สัญญา 500 สัญญา หรือ 1,000 สัญญา (1 สัญญา = 1,000 หลักทรัพย์) ขึ้นกับหลักทรัพย์อ้างอิงที่ต้องการทำรายการ อ้างอิงจากประกาศตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า(ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (TFEX) มีผลบังคับใช้วันที่ 13 กรกฎาคม 2563 ดังนี้คือ

1. หลักทรัพย์อ้างอิง 20 สัญญา คือ ADVANC, AEONTS, AOT, BBL, BH, BJC, CBG, CPALL, CPN, DELTA, EGCO, GPSC, GULF, INTUCH, KBANK, KKP, M, MTC, PTTEP, PTTGC, RATCH, ROBINS, SAWAD, SCB, SCC, TCAP, TISCO, TOP, TQM

2. หลักทรัพย์อ้างอิง 100 สัญญา คือ AMATA, BANPU, BAY, BCH, BCP, BCPG, BGRIM, BDMS, BLA, BPP, BTS, CENTEL, CK, COM7, CPF, DTAC, EA, EASTW, GFPT, GLOBAL, HANA, HMPRO, IVL, KCE, KTB, KTC, JMT, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, OSP, PSH, PTG, PTT, RS, SPALI, SPCG, STA, STEC, TASCO, THG, TOA, TTW, TU, TVO, UNIQ, VNT

3. หลักทรัพย์อ้างอิง 500 สัญญา คือ AAV, AP, BA, BEAUTY, BEC, BEM, BLAND, CHG, CKP, EPG, ERW, ESSO, GUNKUL, ICHI, IRPC, ITD, JAS, LPN, ORI, PLANB, PRM, PSL, QH, S, SAMART, SGP, SIRI, SPRC, STPI, THANI, TKN, TMB, TTA, TTCL, VGI, VNG, WHA, WHAUP

อ้างอิงจากประกาศตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า(ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (TFEX) มีผลบังคับใช้วันที่ 10 มิถุนายน 2562 ดังนี้คือ หลักทรัพย์อ้างอิง 1000 สัญญา คือ SUPER

ตารางที่ ผ. 10 ลักษณะของสัญญา Single Stock Future (SSF)

ผลิตภัณฑ์	Single Stock Future
สินค้าอ้างอิง	หลักทรัพย์สามัญจดทะเบียนตามรายชื่อที่ TFEX ประกาศ
ตัวคูณดัชนี (1 จุดของดัชนี/ขนาดสัญญา)	1 สัญญา เท่ากับ 1000 หลักทรัพย์
เดือนที่สัญญาสิ้นอายุ	เดือนมีนาคม มิถุนายน กันยายน และธันวาคม โดยนับไปไม่เกิน 4 ไตรมาส
ราคาเสนอขายขั้นต่ำ(ต่อสัญญา)	0.01 บาท
ช่วงการเปลี่ยนแปลงของราคาสูงสุดแต่ละวัน	± 30% ของราคาที่ชำระล่าสุด
การจำกัดฐานะ	ตามประกาศ TFEX
วันซื้อขายวันสุดท้าย	วันทำการก่อนวันทำการสุดท้ายของเดือนที่สัญญาสิ้นอายุ โดยสัญญาที่ครบอายุจะสิ้นสุดการซื้อขายในเวลา 16.30 น.
ราคาที่ใช้ชำระราคาในวันซื้อขายวันสุดท้าย	ค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของการซื้อขายหลักทรัพย์อ้างอิงในวันซื้อขายวันสุดท้ายในช่วง 15 นาที สุดท้ายและค่าดัชนีราคาปิดของวันนั้น โดยใช้ทศนิยม 2 ตำแหน่ง
วิธีการส่งมอบ/ชำระราคา	ชำระราคาเป็นเงินสด
ตัวย่อเดือนหมดอายุ	H - มีนาคม, M - มิถุนายน, U - กันยายน, Z - ธันวาคม
ปีที่สัญญาครบอายุ	ปี ค.ศ. สองหลัก เช่นปี ค.ศ. 2018 ใช้เลข 18
เวลาซื้อขาย	Pre-Open : 09.15 น. - 09.45 น. Morning Session : 09.45 น. - 12.30 น. Pre-Open : 13.45 น. - 14.15 น. Afternoon Session : 14.15 น. - 16.55 น.