



ผลกระทบต่อราคาหุ้นเมื่อมีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน

โดย

นายชูโชติ เตียวพานิช

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ผลกระทบต่อราคาหุ้นเมื่อมีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน

โดย

นายชูโชติ เดี่ยวพานิช



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



THE IMPACT OF STOCK PRICE FROM INSIDER TRADING

BY

MR. CHOOCHOT DIAWPANICH



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE

FINANCIAL MANAGEMENT

FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY

THAMMASAT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2015

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นายชูโชติ เตียวพานิช

เรื่อง

ผลกระทบต่อราคาหุ้นเมื่อมีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

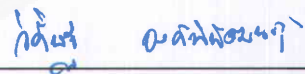
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

30 ธ.ค. 2559

เมื่อ วันที่

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(ดร.วิศิษฐ์ องค์พิพัฒน์กุล)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.อาณัติ ลิ้มคเดช)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ

ชื่อผู้เขียน

ชื่อปริญญา

สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย

ผลกระทบต่อราคาหุ้นเมื่อมีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน

นายชูโชติ เตียวพานิช

วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต

การบริหารการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

รองศาสตราจารย์ ดร.อาณัติ ลิ้มคเดช

ปีการศึกษา

2558

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ช่วงเวลาระหว่างปี 2544-2558 ของบริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน รวมไปถึงการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นของบริษัทภายในเครือ เพื่อให้เห็นถึงการตอบสนองของนักลงทุนต่อเครือของบริษัทเหล่านั้น โดยจะทำการศึกษด้วยวิธีวิจัยแบบเหตุการณ์ศึกษา (Event Study) แต่อย่างไรก็ตามการศึกษ้อัตราการเปลี่ยนแปลงราคาของบริษัทภายในเครืออาจเกิดปัญหา Calendar Effect จากการกระจุกตัวของวันที่เกิดเหตุการณ์ ดังนั้นผู้วิจัยจึงทำการประมาณค่าระบบสมการด้วยวิธี MVRM โดยผู้วิจัยพบว่าบริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติติดลบอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ไม่พบอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทภายในเครือด้วยวิธี MVRM

คำสำคัญ: เหตุการณ์ศึกษา, ราคาหุ้น, การใช้ข้อมูลภายใน, บริษัทภายในเครือ

Independent Title	THE IMPACT OF STOCK PRICE FROM INSIDER TRADING
Author	Mr. Choochot Diawpanich
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Advisor	Associate Professor Dr.Arnat Leemakdej
Academic Years	2015

ABSTRACT

This study investigates the impact of stock prices from insider trading, along with the consequential impacts to affiliates in their conglomerate. The empirical study is based on the sample from the Stock Exchange of Thailand during 2001-2015. By using event study method, we found significantly negative abnormal returns on stock prices from insider trading. Nevertheless, the empirical study of the effects on the affiliated companies employing event study method might suffer the calendar effect due to the clustering of sample date. We used multivariate regression model (MVRM) to solve this issue. By using MVRM, abnormal return is not detected from the event.

Keywords: event studies, calendar effect, stock prices, insider trading, affiliate

กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี เนื่องจากได้รับความกรุณาจากรองศาสตราจารย์ ดร.อานัติ ลิ้มคเดช อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ ที่คอยให้คำแนะนำ ข้อคิดเห็นซึ่งเป็นประโยชน์ตลอดการทำวิจัยนี้ รวมถึงขอบคุณ ดร.วิศิษฐ์ องค์กรพัฒนกุล กรรมการสอบ ที่ให้ความกรุณาสละเวลาอันมีค่ามาให้คำปรึกษา ข้อคิดเห็น และชี้ให้เห็นถึงข้อบกพร่องของงานวิจัย ซึ่งเป็นประโยชน์อย่างมากต่องานวิจัยฉบับนี้

นอกจากนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ พี่น้อง เพื่อนๆ เจ้าหน้าที่หลักสูตร ที่คอยเป็นกำลังใจ เป็นแรงผลักดัน และคอยสนับสนุนผู้วิจัยทำให้สามารถทำงานชิ้นนี้สำเร็จไปได้ด้วยดี

นายชูโชติ เตียวพานิช

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
สารบัญภาพ	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์การศึกษา	2
1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	2
1.4 ขอบเขตการศึกษา	2
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	3
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	3
2.1.1 แนวคิดภาพเหมารวม	3
2.1.2 ทฤษฎีสมมติฐานเรื่องตลาดที่มีประสิทธิภาพ	3
2.1.3 กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายใน	4
2.2 งานศึกษาที่เกี่ยวข้อง	5
2.2.1 การซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายใน	5
2.2.2 การตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารใหม่	6

บทที่ 3 วิธีการวิจัย	8
3.1 ข้อมูลและแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	8
3.2 ระเบียบวิธีการวิจัย	8
3.2.1 ช่วงเวลาในการศึกษาการทำกำไรเกินปกติ	9
3.2.2 การคำนวณแบบจำลองตลาด	10
3.2.2.1 การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง	10
3.2.2.2 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติ	10
3.2.2.3 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม	11
3.2.2.4 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย	11
3.2.2.5 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม	11
3.2.3 การทดสอบนัยสำคัญ	12
3.2.3.1 การทดสอบด้วยวิธี t-test	12
3.2.3.1 การทดสอบด้วยวิธี Sign Test	12
3.2.3.1 การทดสอบด้วยวิธี Rank Test	13
3.2.4 ขั้นตอนการทดสอบ	13
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	16
4.1 การศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทที่มีชาวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน	16
4.2 การศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทในเครือที่มีชาวผู้บริหาร ใช้ข้อมูลภายใน	17
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	20
5.1 สรุปผลการวิจัย	20
5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย	21
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	21
รายการอ้างอิง	22

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก	24
รายชื่อกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในและวันที่เกิดเหตุการณ์	
ภาคผนวก ข	25
รายชื่อกลุ่มตัวอย่างบริษัทในเครือที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในและวันที่เกิดเหตุการณ์	
ภาคผนวก ค	26
ผลการศึกษาด้วยวิธีเหตุการณ์ศึกษา	
ประวัติผู้เขียน	30

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 จำนวนบริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน	8
3.2 ตารางแสดงสมมติฐานของการทดสอบด้วยวิธี MVRM	15
4.1 ผลการทดสอบสัมประสิทธิ์บริษัทในเครือของบริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน	19



สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
4.1 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของบริษัทที่มีข่าวผู้บริหาร ใช้ข้อมูลภายใน	17
4.2 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของบริษัทในเครือที่มีข่าว ผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน	18



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ตลาดทุนในปัจจุบันมีการขยายตัวมากขึ้น ทำให้มีมูลค่าการซื้อขายเพิ่มขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม นักลงทุนก็ยังถูกเอาเปรียบในรูปแบบต่างๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการใช้ข้อมูลภายใน (Insider Trading) ซึ่งไม่เป็นธรรมต่อนักลงทุนในตลาดหุ้น ถึงแม้ในปัจจุบันจะมีหน่วยงานที่กำกับและดูแล นั่นคือ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้มีการบังคับใช้กฎหมายที่เข้ามาควบคุมการซื้อขาย เช่น มาตรา 241 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 หรือ การที่ผู้บริหารต้องรายงานการเปลี่ยนแปลงการถือครองหลักทรัพย์

แต่อย่างไรก็ตามก็ยังมีการศึกษาอยู่หลายครั้ง อาทิ ประเทศสหรัฐอเมริกา ในปี 2013 กรณีศึกษาการควบรวมกิจการของบริษัท Bluegreen Corporation และ BFC Financial Corporation ซึ่งทั้งสองบริษัทเจรจาควบรวมกันในเดือนสิงหาคม 2011 แต่ผู้บริหารกลับก็ได้ให้ข้อมูลกับคนสนิท และนำข้อมูลดังกล่าวไปซื้อหุ้นของ Bluegreen Corporation และขายเมื่อประกาศแผนการควบรวมทำให้สามารถทำกำไรกว่า 14,949.34 ดอลลาร์ ซึ่งในภายหลัง ก.ล.ต. ในประเทศสหรัฐอเมริกาก็ทราบเรื่องและดำเนินการตามกฎหมาย

เช่นเดียวกันกับกรณีศึกษาในประเทศไทย กรณีศึกษาการควบรวมกิจการในปี 2013 ของกรุงเทพดุสิตเวชการ เข้าทำการเจรจาซื้อกลุ่มของโรงพยาบาลพญาไทและโรงพยาบาลเปาโล เกิดการใช้ข้อมูลภายในมาซื้อขายก่อนที่จะประกาศข่าวสู่สาธารณชนขึ้น หรือ ในปี 2015 กรณีที่บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) เสนอเข้าซื้อหุ้น บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน) ในราคาหุ้นละ 787 บาท ซึ่งเป็นราคาที่สูงกว่าราคาตลาดอย่างมาก ซึ่งทางผู้บริหารบางคนจึงเข้าทำการซื้อหุ้น MAKRO ก่อนที่จะประกาศก่อนสู่สาธารณชน จนสุดท้ายผู้บริหารของบริษัท CPALL ก็ถูกปรับจากการใช้ข้อมูลภายใน

การที่บริษัทในเครือได้รับผลกระทบเรื่องราคาหุ้นและการซื้อขายหุ้นจากการใช้ข้อมูลภายในของบริษัทอาจส่งผลกระทบในแง่ลบต่างๆที่น่าสนใจ จึงนำมาสู่ความสนใจในการศึกษาถึงผลกระทบต่อราคาหุ้นเมื่อมีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน

1.2 วัตถุประสงค์การศึกษา

1. เพื่อศึกษาผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน
2. เพื่อศึกษาผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัทในเครือที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

งานวิจัยชิ้นนี้จะช่วยให้นักลงทุนเข้าใจถึงผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน อีกทั้งยังแสดงให้เห็นผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัทในเครือ และเป็นส่วนช่วยให้บริษัทได้มีความตระหนักถึงบรรษัทภิบาล เช่นถ้าหากบริษัทใดบริษัทหนึ่งทำผิด จะส่งผลกระทบต่อบริษัททั้งเครือได้ และเกิดการกำกับดูแลที่ดียิ่งขึ้น

1.4 ขอบเขตการศึกษา

กลุ่มตัวอย่างที่ผู้วิจัยเลือกศึกษาคือบริษัทที่ถูกจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ตั้งแต่ปี พ.ศ.2548-2558 โดยข้อมูลการใช้ข้อมูลภายในจากการซื้อขายโดยการใช้ข้อมูลภายในจะนำมาจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 แนวคิดภาพเหมารวม (Stereotype)

แนวคิดภาพเหมารวม เป็นแนวคิดที่ตัดสินบุคคล หรือ เหตุการณ์ ซึ่งอาจจะเป็นได้ทั้งสิ่งที่ “ดี” และ “ไม่ดี” โดยการตัดสินจะประเมินจากกลุ่มที่สังกัด ซึ่งอาจจะเกิดขึ้นจากบุคคลนั้นมีความแตกต่าง เช่น เชื้อชาติ ศาสนา สีผิว เพศ ซึ่งนำไปสู่การ “อคติ” ในการตัดสินใจ

จากการศึกษาพบว่าการใช้คำว่า “ภาพเหมารวม” ครั้งแรกเกิดขึ้นในปี ค.ศ. 1922 โดยนักหนังสือพิมพ์ชาวอเมริกันชื่อ “วอลเตอร์ ลิปปแมน” (Walter Lippmann) เพื่ออธิบายการตัดสินบุคคลโดยอาศัยความเป็นชาติพันธุ์ (Ethnic) ของผู้นั้น แต่ปัจจุบันนี้ คำว่าภาพเหมารวมถูกนำไปใช้กว้างขวางถึงการอธิบายตัดสินบุคคลอื่นโดยอาศัยจากความเป็นกลุ่มเดียวกัน

เช่นเดียวกันกับงานศึกษานี้การที่ผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในนับเป็นเหตุการณ์ไม่ดีที่เกิดขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อทัศนคติของนักลงทุน และเกิดการนำไปสู่การเหมารวมว่าบริษัทเครือข่ายเหมือนกันจะมีพฤติกรรมที่เหมือนกัน

2.1.2 ทฤษฎีสมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market

Hypothesis : EMH)

สมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพของตลาด Fama (1970) เชื่อว่าข้อมูลทั้งหมดจะสะท้อนให้เห็นถึงราคาของหลักทรัพย์ และไม่มีใครที่สามารถได้กำไรเกินปกติ โดยสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดแบ่งออกเป็น 3 ระดับ ได้แก่

1. ประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak form)

ราคาหุ้นสะท้อนผ่านทางข้อมูลการเคลื่อนไหวของราคาและปริมาณการซื้อขายในอดีต ทำให้การพยากรณ์ทางเทคนิค (Technical Analysis) ไม่สามารถสร้างกำไรเกินกว่าปกติได้ ราคาในอนาคตมีการเคลื่อนไหวที่ไม่แน่นอน โดยไม่สามารถคาดการณ์ทิศทางและราคาในอนาคตได้ (Random Walk)

2. ประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi-strong form)

นอกจากราคาหุ้นสะท้อนผ่านทางข้อมูลการเคลื่อนไหวในอดีตแล้ว ยังสะท้อนถึงข้อมูลทางพื้นฐานที่ประกาศให้กับสาธารณชนรับรู้ด้วย เช่น งบการเงิน การประกาศเงินปันผล การ

ควรวรรณกิจการ การเพิ่มทุน การแตกหุ้น เป็นต้น ดังนั้นประสิทธิภาพตลาดในระดับนี้ทำให้การพยากรณ์ราคาทางพื้นฐาน (Fundamental Analysis) ไม่สามารถสร้างกำไรเกินกว่าปกติได้

3. ประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong form)

ประสิทธิภาพตลาดในระดับสูงเชื่อว่าข้อมูลข่าวสารทั้งหมดได้สะท้อนเข้าไปอยู่ในราคาหุ้นแล้ว รวมกระทั่งถึงข้อมูลภายใน (Insider Information) ซึ่งไม่เปิดเผยให้แก่สาธารณชนทราบ ดังนั้นเมื่อข้อมูลข่าวสารทั้งหมดสะท้อนในราคาแล้ว จึงไม่มีนักลงทุนคนใด หรือแม้กระทั่งผู้บริหารที่จะสามารถสร้างกำไรเกินกว่าปกติได้

2.1.3 หลักกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายใน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการนำกฎระเบียบเกี่ยวกับการซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายใน นั่นคือ มาตรา 241 ซึ่งได้กล่าวไว้โดยสรุปว่า ในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์หรือบริษัทที่มีหลักทรัพย์ซื้อขายในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ ห้ามมิให้บุคคลใดทำการซื้อหรือขาย หรือทำการชักชวนให้บุคคลอื่นทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์หรือบริษัทที่มีหลักทรัพย์ซื้อขายในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะผ่านทางตรงหรือทางอ้อม เพื่อไม่ให้เกิดการเอาเปรียบต่อบุคคลภายนอกจากตำแหน่ง ไม่ว่าการกระทำจะเป็นประโยชน์ต่อตนเองหรือผู้อื่น หรือเพื่อให้ผู้อื่นกระทำโดยตนได้รับผลประโยชน์ตอบแทน

ซึ่งบุคคลใด ณ ที่นี้แบ่งออกเป็น 4 กลุ่ม ดังนี้

1. กรรมการ ผู้จัดการ ผู้รับผิดชอบในการดำเนินงานหรือผู้สอบบัญชีของบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หรือบริษัทที่มีหลักทรัพย์ซื้อขายในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์
2. ผู้ถือหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หรือบริษัท ที่มีหลักทรัพย์ซื้อขายในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ที่ถือหลักทรัพย์ตามมูลค่าที่ตราไว้เกินร้อยละห้าของทุนจดทะเบียน ในกรณีนี้ให้คำนวณมูลค่าหลักทรัพย์ของผู้ถือหลักทรัพย์โดยนับหลักทรัพย์ของคู่สมรส และบุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะของผู้ถือหลักทรัพย์ดังกล่าวรวมเป็นหลักทรัพย์ของผู้ถือหลักทรัพย์ด้วย
3. เจ้าหน้าที่ของหน่วยงานของรัฐ หรือกรรมการ ผู้จัดการ หรือพนักงานของตลาด หลักทรัพย์ หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งอยู่ในตำแหน่งหรือฐานะที่สามารถล่วงรู้ข้อเท็จจริงซึ่งสามารถส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์จากการปฏิบัติหน้าที่
4. ผู้ใดซึ่งเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ และหรือการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์

2.2 งานศึกษาที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 การซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายใน

Seyhun (1986) และ Lin and Howe (1990) ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของการใช้ข้อมูลภายในของสหรัฐอเมริกา พบว่าการใช้ข้อมูลภายในสามารถสร้างผลตอบแทนได้เกินกว่าปกติ เช่นเดียวกับงานศึกษาของ Gregory et al (1997) ซึ่งทำการศึกษาในประเทศอังกฤษพบว่าหากทำการซื้อขายหุ้นตามผู้บริหารและถือครอง 6 ถึง 12 เดือนจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติ

อีกทั้งยังมีผลสอดคล้องกันในประเทศเยอรมัน Betzer and Theissen (2009) พบว่าการใช้ข้อมูลภายในส่งผลต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยการซื้อสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CARs) 3.6% ในขณะที่การขายมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่ -3.54%

นอกจากนี้ยังมีงานศึกษาในฮ่องกง Cheuk et al (2006) ได้ศึกษาโดยมีการจัดกลุ่มซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้หลักเกณฑ์ Book to Market Ratio, แบ่งตามอุตสาหกรรม, PE Ratio และปริมาณการซื้อขายหุ้น พบว่าเกิดผลตอบแทนเกินกว่าปกติ อีกทั้งยังพบว่าถ้าหากบริษัทที่มีขนาดเล็กจะสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้มากที่สุด และยังพบว่าการทำกำไรฝั่จากการขายสามารถสร้างผลกำไรได้มากกว่าการซื้อ ซึ่งขัดแย้งกับงานศึกษาในสหรัฐอเมริกาของ Lin and Howe (1990) และ Fidrmuc et al (2006) ทางผู้ศึกษาคาดการณ์ว่าในสหรัฐอเมริกาผู้บริหารจะขายหุ้นน้อยกว่าเนื่องจากลักษณะของบริษัทและความเสี่ยงจากการสูญเสียอำนาจการบริหาร อีกทั้งการที่ผู้บริหารขายหุ้นของบริษัทจะเป็นการส่งสัญญาณลบต่อราคาหุ้น (Fan and Wan, 1998)

สำหรับงานศึกษาของ Lin and Howe (1990) ยังได้ศึกษาอีกว่า บุคคลภายในแต่ละคนจะมีข้อมูลภายในที่มีคุณภาพที่แตกต่างกันตามลำดับชั้น (Information hierarchy) โดยผู้ที่มีตำแหน่งระดับสูงจะมีข้อมูลที่มีคุณภาพมากกว่าและอัตราผลตอบแทนที่ได้รับก็จะมากกว่าเช่นกัน กรรมการผู้จัดการใหญ่, กรรมการบริหาร, ผู้จัดการฝ่าย, พนักงานในองค์กร และ ผู้ถือหุ้นรายย่อยตามลำดับ แต่อย่างไรก็ตามก็มีงานศึกษาที่มีความเห็นขัดแย้ง นั่นคือ งานศึกษาของ Fidrmuc et al (2006) และ Cheuk et al (2006) พบว่าหลักฐานที่ขัดแย้งในสมมติฐานของ Information hierarchy ถึงแม้ว่าจะมีผลในอดีตที่คาดว่า กรรมการผู้จัดการใหญ่ควรมีข้อมูลที่มากที่สุดในบริษัท แต่ว่าจากผลการศึกษาพบว่าคุณภาพของข้อมูลยังต่ำกว่ากรรมการบริหาร ซึ่งอาจเป็นผลมาจากการกรรมการผู้จัดการใหญ่เป็นบุคคลสำคัญซึ่งเป็นที่จับตามองของคณะกรรมการกำกับดูแลตลาด

หลักทรัพย์ จึงทำให้การซื้อขายของกรรมการผู้จัดการใหญ่ จึงต้องระมัดระวังและอยู่ในช่วงที่ประกาศข่าวสารไปแล้ว

นอกจากนี้ Fidrmuc et al (2006) ยังได้พบว่าราคาหุ้นสามารถตอบสนองต่อการซื้อขายหุ้นของผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้งลักษณะของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการตัดสินใจของบริษัท (Blockholder) ในการใช้ข้อมูลภายในมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้น โดยบริษัทที่มีครอบครัว, นักลงทุน และกลุ่มบริษัท เป็นผู้ถือหุ้นหลัก จะส่งผลให้การตอบสนองด้านราคาในการซื้อหุ้นของกรรมการลดลง ในขณะที่ถ้าหากเป็นนักลงทุนสถาบันจะให้ผลในทิศทางตรงข้าม

2.2.2 การตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารใหม่

Cheng and Leung (2008) ได้ศึกษาในตลาดฮ่องกงเกี่ยวกับการซื้อขายหุ้นโดยใช้ข้อมูลภายในก่อนการประกาศผลกำไรหรือเงินปันผล ซึ่งพบว่า ราคาหุ้นตอบสนองในทิศทางบวกกับข่าวดี และทิศทางลบกับข่าวร้าย อีกทั้งยังพบว่าการใช้ข้อมูลภายในซื้อขายสามารถทำกำไรได้เกินกว่าปกติอย่างมีนัยสำคัญ

Chan (2001) ได้ศึกษาเกี่ยวกับการตอบสนองของราคาหุ้นต่อข่าวสารในตลาด Dow Jones ซึ่งผู้ศึกษาได้ทำการแบ่งข้อมูลออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่ไม่มีข่าวสาร (No-News) และกลุ่มที่มีข่าวสาร (News) แล้วนำมาจัดเป็นพอร์ต โดยพบว่า หุ้นที่มีข่าวร้ายจะเกิดโอกาสในการกลับตัวที่ยาก และราคาหุ้นจะตอบสนองช้า สอง หากหุ้นไม่มีข่าวสารใหม่ในเดือนนั้น จะมีแนวโน้มเกิดตอบแทนในทิศทางตรงข้ามกันในเดือนถัดมา ซึ่งสอดคล้องในแนวคิดที่ว่านักลงทุนตอบสนองเกินปกติต่อราคาเกินจริง

เช่นเดียวกับงานศึกษาของ Boudoukh et al (2013) พบว่าราคาหุ้นมีความสัมพันธ์กับข่าวสารใหม่ โดยผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูลแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ ไม่มีข่าว (No-News), มีข่าวที่ไม่สามารถระบุได้ (Unidentified News) และข่าวที่สามารถระบุได้ (Identified News) ผู้วิจัยค้นพบว่า ความผันผวนของราคาหุ้นจะคล้ายกัน在公司ไม่มีข่าวและมีข่าวที่ไม่สามารถระบุได้ ในทางตรงข้าม เมื่อเป็นข่าวที่สามารถระบุได้ ความผันผวนของราคาหุ้นจะมากกว่า 150% และมีแนวโน้มได้กำไร มากถึง 25-30%

Korczak et al (2010) ได้ทดสอบเกี่ยวกับบริษัทที่มีการซื้อขายหุ้นโดยใช้ข้อมูลภายในก่อนการประกาศข่าวสาร โดยเกณฑ์ในการจำแนกข่าวดีและข่าวร้ายจะใช้อัตราผลตอบแทนหลังจากประกาศข่าว 2 วัน ซึ่งเห็นว่า การใช้ข้อมูลภายในซื้อขายพบมากในการประกาศข่าวดีมากกว่าข่าวร้าย ในข่าวดีผู้ใช้ข้อมูลภายในจะทำการซื้อผลักดันราคาให้สูงมากขึ้น ในขณะที่การซื้อขายก่อนที่จะมีการประกาศข่าวร้าย ผู้ใช้ข้อมูลภายในจะเลือกระหว่าง ขายหรือไม่ มากกว่า ขายจำนวนเท่าไร และความน่าจะเป็นในการขายของผู้ใช้ข้อมูลจะลดลงขึ้นอยู่กับความสำคัญของข่าว

นั้นๆ ยิ่งข่าวสำคัญมากก็จะลดลงมาก การศึกษานี้ถูกโต้แย้งเรื่องการตัดสินใจขายหุ้นของผู้ใช้ข้อมูลมีผลกระทบต่อความเสี่ยงเกี่ยวกับกฎหมาย ดังนั้นจึงหลีกเลี่ยงที่จะถูกสงสัยโดยการไม่ขายหุ้นเมื่อมีข่าวสำคัญเกิดขึ้น

กล่าวโดยสรุปว่า ทั้งข่าวดีและข่าวร้าย ผลของกลยุทธ์การซื้อขายหุ้นนั้น ถูกขับเคลื่อนมาจากเนื้อหาของข่าว โดยส่วนใหญ่จะเป็นการประกาศที่เกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงของราคา กล่าวคือ ข่าวเหล่านี้จะถูกจับตามองเป็นพิเศษจากผู้ควบคุมและสื่อต่างๆ นอกจากนี้ความเสี่ยงเกี่ยวกับกฎหมายและชื่อเสียงของบริษัทยังส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมการซื้อขายของผู้ใช้ข้อมูล



บทที่ 3

วิธีการวิจัย

3.1 ข้อมูลและแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

งานศึกษานี้ ผู้วิจัยเลือกกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) โดยผู้วิจัยจะศึกษาข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544-2558 เป็นระยะเวลาทั้งหมด 15 ปี โดยมีข้อมูลการใช้ข้อมูลภายในของผู้บริหารทั้งหมด 25 ครั้ง ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3.1 จำนวนบริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน

	จำนวนบริษัท	บริษัทเดี่ยว	เครือบริษัท
เปรียบเทียบ	21	16	5*
กล่าวโทษ	3	3	0

*ทั้งนี้ในการจำแนกเครือบริษัท ผู้วิจัยจะใช้เกณฑ์การถือครองหุ้นตั้งแต่ 50% ขึ้นไป

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งมาจากทั้งหมด 3 แหล่ง ได้แก่ ข้อมูลจากเว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th), เว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th) และฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SetSmart) โดยข้อมูลจะประกอบไปด้วยรายงาน 56-1 ราคาหุ้นรายบริษัท วันที่ประชุมเปรียบเทียบและกล่าวโทษ

3.2 ระเบียบวิธีวิจัย

งานศึกษานี้จะตอบคำถามสำคัญสองข้อ คือ หนึ่ง การที่บริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นอย่างไร สอง การที่บริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นของบริษัทในเครืออย่างไร โดยงานศึกษานี้จะใช้วิธีวิจัยแบบเหตุการณ์ศึกษา (Event Study) จากทฤษฎีประสิทธิภาพทุน (Efficient Market Hypothesis) แสดงให้เห็นว่าราคาหุ้นจะสามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารได้ดี ดังนั้นวิธีวัดการตอบสนองของนักลงทุนต่อเหตุการณ์จึงสามารถทำผ่านราคาหุ้น ตามขั้นตอนสามขั้นตอน ได้แก่ หนึ่ง

ระบุเหตุการณ์และวันที่เกิดเหตุการณ์ สอง วัดอัตราผลตอบแทนปกติของหุ้นหากไม่เกิดเหตุการณ์ และ สาม วัดอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นในช่วงเวลานั้นๆ

3.2.1 ช่วงเวลาในการศึกษาการทำการกำไรเกินปกติ

งานศึกษา Betzer and Theissen (2009) ได้กล่าวถึงการกำหนด Event date ในการศึกษาการใช้ข้อมูลภายในออกเป็น 2 รูปแบบ นั่นคือ ใช้วันที่ซื้อขายโดยการใช้ข้อมูลภายใน (Trading day) หรือ ใช้วันที่ที่มีการรายงานให้สาธารณชนทราบ (Reporting day) ซึ่งสำหรับงานศึกษานี้จะกำหนดวันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date = 0) จากวันที่มีการประชุมเปรียบเทียบหรือวันที่กล่าวโทษ โดยการยึดดังกล่าวเป็นวันที่เกิดเหตุการณ์อาจคลาดเคลื่อนจากความเป็นจริงได้เนื่องจากข้อมูลดังกล่าวอาจจะถูกเปิดเผยไปสู่ตลาดทุนก่อนในระหว่างการดำเนินการ จึงทำให้ราคาผิดไปจากความเป็นจริงได้ ดังนั้นเหตุการณ์ศึกษาจึงกำหนดช่วงเหตุการณ์ (Event Window) ให้ครอบคลุมถึงวันก่อนเกิดเหตุการณ์และวัดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาที่จะเกิดขึ้น

การศึกษาเหตุการณ์แบ่งเป็น 2 ช่วง

ช่วงที่ 1 ช่วงประมาณการณ์แบบจำลอง (Estimation Window) จะใช้ข้อมูลราคาปิดของดัชนีหลักทรัพย์รายวันจำนวน 260 วันก่อนช่วงเวลาก่อนช่วงเหตุการณ์ (Event Window) นั่นคือวันที่ (-280,-21) ในการคำนวณพารามิเตอร์ α และ β ตามงานศึกษาของ Cheuk, Fan and So (2006)

ช่วงที่ 2 ช่วงเหตุการณ์ (Event Window) จะใช้ข้อมูลจำนวน 41 วัน โดยจะใช้ช่วง (-20,20) รอบวันเกิดเหตุการณ์ ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากเหตุการณ์ และทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

ซึ่งเราจะสามารถเขียนเป็นแผนภาพได้ดังต่อไปนี้



3.2.2 การคำนวณแบบจำลองตลาด (Market Model)

3.2.2.1 การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return)

การคำนวณผลตอบแทนคาดหวังจะใช้ข้อมูลจากช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ เพื่อประมาณค่าตัวแปรในสมการ Market Model ดังแสดงในสมการ (1)

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta R_{mt} \quad (1)$$

โดยกำหนดให้

$E(R_{it})$ คือ อัตราผลตอบแทนคาดการณ์ตามปกติของหุ้น i ณ วันที่ t ขึ้นกับระดับราคา R_{mt}

R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้น ณ วันที่ t

การคำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาด (R_{mt}) จะคำนวณจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ก่อนวันที่ประกาศข่าว โดยคำนวณดังต่อไปนี้

$$R_{mt} = \frac{SET_t - SET_{t-1}}{SET_{t-1}} \quad (2)$$

โดยกำหนดให้

SET_t คือ ราคาปิดรายวันของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ t

SET_{t-1} คือ ราคาปิดรายวันของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ $t-1$

3.2.2.2 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return)

อัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเหตุการณ์ สามารถคำนวณได้จากส่วนต่างของผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงช่วงเหตุการณ์และผลตอบแทนคาดการณ์ที่ใช้อัตราผลตอบแทนตลาดในช่วงเหตุการณ์แทนค่าในสมการที่ (1)

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (3)$$

โดยกำหนดให้

AR_{it} คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น i ในเวลา t

3.2.2.3 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return)

การตอบสนองของราคาหุ้นจากเหตุการณ์จะพิจารณาจากการเปลี่ยนแปลงสะสมในช่วงเวลาที่กำหนดเป็นช่วงเหตุการณ์ซึ่งสามารถคำนวณได้จากอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในสมการที่ (4)

$$CAR_{it} = AR_{it} - CAR_{it-1} \quad (4)$$

โดยกำหนดให้

CAR_{it} คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหุ้น i ในเวลา t AR_{it}

เพื่อลบผลกระทบของเหตุการณ์อื่นๆ ที่อาจกระทบ AR และ CAR วิธีการศึกษาแบบเหตุการณ์ศึกษาจึงใช้ค่าเฉลี่ยจากเหตุการณ์นำมาหาค่าเฉลี่ยของหลักทรัพย์ทั้งหมด นั่นคือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return-AAR) และ อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return-CAAR) ดังสมการที่ (5) และ (6) ตามลำดับ

3.2.2.4 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return)

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N} \quad (5)$$

โดยกำหนดให้

N คือ จำนวนเหตุการณ์ที่ใช้ศึกษา

3.2.2.5 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return)

$$CAAR_t = AAR_t + CAAR_{t-1} \quad (6)$$

3.2.3 การทดสอบนัยสำคัญทางสถิติ

3.2.3.1 การทดสอบด้วยวิธี t-test

เมื่อประมาณค่า AAR_t และ $CAAR_t$ แล้วในการทดสอบนัยสำคัญโดยทั่วไป จะมีการสมมติให้อัตราผลตอบแทนมีการกระจายตัวแบบปกติและความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนไม่เปลี่ยนแปลงจากเหตุการณ์ศึกษา จึงสามารถทำการทดสอบด้วยวิธี t-test ได้ด้วยการใช้ค่าความแปรปรวนที่คำนวณจากข้อมูลในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ ดังแสดงในสมการที่ (7)

$$\frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{iE}}{\frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{1}{T-1} \sum_{i=1}^N (AR_{it} - \sum_{i=1}^T \frac{AR_{it}}{T})^2}} \quad (7)$$

โดยกำหนดให้

AR_{iE} คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติที่คิดในช่วงเหตุการณ์ (Event Window)

AR_{it} คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์

T คือ จำนวนตัวอย่างเพื่อใช้ประมาณค่าสมการที่ (1) ซึ่งเป็นช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์

N คือ จำนวนเหตุการณ์ที่ใช้ในการศึกษา

อย่างไรก็ตามเพื่อตรวจสอบผลว่าจะเบี่ยงเบนหรือไม่หากข้อสมมติที่กล่าวไปข้างต้นไม่เป็นจริง งานศึกษานี้จะทำการทดสอบเพิ่มเติมด้วยวิธี Non-Parametric คือ Sign Test ที่เสนอโดย Cowan and Sergeant (1996) ดังในสมการที่ (8) และ Rank Test เสนอโดย Corrado (1989) ดังแสดงในสมการที่ (9)

3.2.3.2 การทดสอบด้วยวิธี Sign Test

$$J = \left[\frac{N^+}{N} - 0.5 \right] \sqrt{\frac{N}{0.5}} \quad (8)$$

โดยกำหนดให้

N^+ คือ จำนวนตัวอย่าง CAR ที่มีค่าเป็นบวก

N คือ จำนวนตัวอย่างทั้งหมด

ค่าสถิติ J มีการกระจายแบบปกติมาตรฐานโดยค่าเฉลี่ยเป็น 0 และความแปรปรวนเป็น 1 ทั้งนี้สมมติฐานในการทดสอบคือหากค่าสถิตินี้มากกว่าศูนย์และมีนัยสำคัญ แสดงว่านักลงทุนให้การตอบสนองทางบวกต่อข่าวเหตุการณ์

3.2.3.3 การทดสอบด้วยวิธี Rank Test

$$Z = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N \frac{(U_{iE} - 0.5)}{S_U} \quad (9)$$

โดยกำหนดให้

$$U_{iE} = \frac{K_{it}}{M_{t+1}}$$

$$S_U = \sqrt{\frac{1}{256} \sum_{t=-255}^0 \left[\frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} (U_{it} - 0.5) \right]}$$

K_{it} คือ ลำดับที่ A_{it} ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลา 256 วันทำการของหุ้น i

A_{it} คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น i ในวันที่ t ซึ่งคำนวณจากสมการที่ (2)

M_t คือ จำนวนวันในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ (Estimation Window)

ค่าสถิติ Z เสมือนการคำนวณลำดับเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเหตุการณ์ว่ามากกว่า 0.5 ซึ่งเป็นค่ากลางหรือไม่ หากค่าที่ได้เป็นบวกแสดงว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติมีทิศทางที่เพิ่มขึ้น หากค่านี้เป็นลบจะตีความในทางตรงกันข้าม

นอกจากการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยแล้ว จะมีการทดสอบนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมด้วย เพื่อให้การทดสอบเห็นแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของราคาในกรณีที่ตลาดได้รับรู้ข่าวสารข้อมูลเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลภายใน และผลกระทบต่อราคาหุ้น

ทั้งนี้กระบวนการทำเหตุการณ์ศึกษา และการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติจะด้วยระบบเหตุการณ์ศึกษา ที่พัฒนาโดย Leemakdej (2011)

3.2.4 ขั้นตอนการทดสอบ

การทดสอบจะแบ่งออกเป็น 2 ส่วน โดยกำหนดวันเกิดเหตุการณ์ตามภาคผนวก ก และภาคผนวก ข โดยส่วนที่ 1 จะเป็นการตอบคำถามว่า บริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในจะส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นอย่างไร โดยจะใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทในเครือที่ผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในทั้งหมดในการทดสอบ ในส่วนที่ 2 จะเป็นการตอบคำถามที่ว่า บริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในจะส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นของบริษัทในเครืออย่างไร สำหรับคำถามนี้กลุ่มตัวอย่างจะโฟกัสลงไปยังเครือบริษัทโดยจะทำการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทในเครือทั้งหมดที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ โดยไม่รวมบริษัทในส่วนที่ 1 เพราะจะทำให้ผลเกิดความคลาดเคลื่อนได้ ทั้งนี้เกณฑ์ในการกำหนดบริษัทในเครือเป็นไปตามคำนิยามของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า (DBD) คือ ต้องเกิดจากนิติบุคคลตั้งแต่สองนิติบุคคลขึ้นไป โดยต้องมีอัตราส่วนการถือครองหุ้นเกินกว่าร้อยละ 50 ของทุนทั้งหมด

ทั้งนี้ในการทดสอบในส่วนที่ 2 โดยวิธีการเหตุการณ์ศึกษาจะทำให้เกิดปัญหา Calendar Effect จากวันที่เกิดเหตุการณ์นั้นกระจุกอยู่ในวันเดียวกัน ดังเช่นกรณีของการทดสอบบริษัทภายในเครือวันที่เกิดเหตุกระจุกตัวอยู่ในบริษัทที่มีเครือเดียวกัน

Gibbons (1980) ได้เสนอแบบจำลอง Multivariate Regression Model (MVRM) เพื่อหาผลตอบแทนเมื่อเกิดปัญหา Calendar Effect โดยจะใช้ตัวแปรหุ่นในการวัดผลกระทบ และหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากค่าสัมประสิทธิ์ ซึ่งใช้ข้อมูลในช่วงรอบเหตุการณ์ ตามแบบจำลองดังต่อไปนี้

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \sum_{a=1}^A \gamma_{ia} D_{at} + u_{it}$$

โดยกำหนดให้

R_{it} คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้น i ในเวลา t

R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดในเวลา t

D_{at} คือ ตัวแปรหุ่นซึ่งมีค่าเท่ากับ 1 ในวันที่เกิดเหตุการณ์ และ 0 ในกรณีที่ไม่เกิดเหตุการณ์ นอกจากนี้ยังกำหนดช่วงการประมาณค่ามีจำนวนเหตุการณ์ A ครั้ง

U_{it} คือ ค่าความผิดพลาดของหุ้น i ในเวลา t

γ_{ia} คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น i

เพื่อให้ผลเป็นค่าเฉลี่ยของเหตุการณ์ผู้วิจัยจะประมาณค่าสัมประสิทธิ์โดยรวมของระบบ โดยมีหุ้นตัวอื่นที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาเดียวกันเข้ามาาร่วมด้วย ในหุ้นทุกตัวค่าความผิดพลาด (U_{it}) จะมีความสัมพันธ์กัน ดังนั้นจึงใช้ Multivariate Regression Model เพื่อประมาณค่าสมการหุ้นทุกตัวพร้อมกันด้วยวิธี Seemingly Unrelated Regression Model (SURM)

สำหรับงานศึกษานี้ผู้วิจัยได้นำสมการของ Gibbon (1980) มาใช้โดยจะกำหนดตัวแปรหุ่น D_1 จะมีค่าเท่ากับ 1 ในช่วงเวลาเหตุการณ์ นั่นคือ ช่วงวันที่มีการเปรียบเทียบหรือวันที่กล่าวโทษ ซึ่งถ้าอยู่ในรอบ 20 วันก่อนและหลังเกิดเหตุการณ์ จึงได้เป็นสมการต่อไปนี้

$$R_{1t} = \alpha_1 + (\beta_{1,1} + \beta_{1,2}D_1)R_{mt} + \gamma_1D_1 + u_{1t}$$

$$R_{2t} = \alpha_2 + (\beta_{2,1} + \beta_{2,2}D_2)R_{mt} + \gamma_2D_2 + u_{2t}$$

$$\dot{R}_{nt} = \alpha_n + (\beta_{n,1} + \beta_{n,2}D_n)R_{mt} + \gamma_nD_n + u_{nt}$$

ทั้งนี้จากงานศึกษาของ Theil (1971) ในการประมาณสมการ MVRM ตาม SURM แล้วผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานไม่แตกต่างจากการประมาณค่าแต่ละสมการแยกกันด้วย OLS ปกติ เพราะฉะนั้นจึงไม่มีประโยชน์ในการใช้วิธีการ MVRM ในการประมาณด้วยสมการข้างต้น ดังนั้น Binder (1985) จึงได้เสนอให้มีการประมาณค่า SURM ทดสอบสัมประสิทธิ์แบบ Joint-test โดยการใช้ Wald test ดีกว่าการประมาณค่าแบบจำลองทีละสมการด้วย OLS โดยมีสมมติฐานของการทดสอบด้วยวิธี MVRM ตามตารางที่ 3.2

ตารางที่ 3.2 ตารางแสดงสมมติฐานของการทดสอบด้วยวิธี MVRM

Hypothesis	Description
$H1: \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \gamma_{ia} = 0$	อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยช่วงที่มีการประชุมเปรียบเทียบหรือวันที่กล่าวโทษ a มีค่าเท่ากับศูนย์
$H2: \gamma_{ia} = 0 \forall i, a$	อัตราผลตอบแทนเกินปกติช่วงที่มีการประชุมเปรียบเทียบหรือวันที่กล่าวโทษทุกหุ้มีค่าเท่ากับศูนย์
$H3: \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \beta_{i,2} = 0$	ค่า β เฉลี่ยช่วงที่มีการประชุมเปรียบเทียบหรือวันที่กล่าวโทษไม่เปลี่ยนแปลง
$H4: \beta_i = 0 \forall i, 2$	ค่า β ช่วงที่มีการประชุมเปรียบเทียบหรือวันที่กล่าวโทษไม่มีการเปลี่ยนแปลง

บทที่ 4

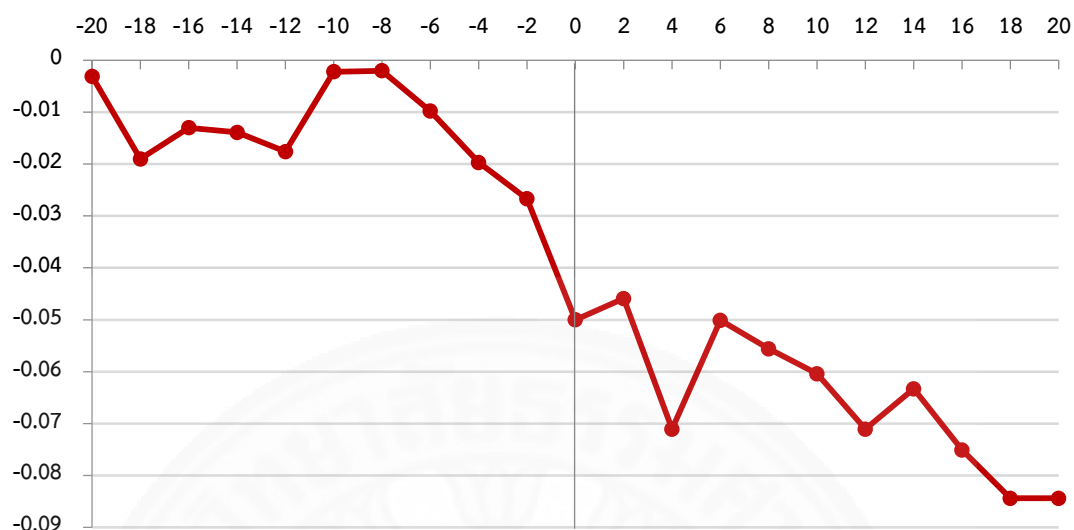
ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ในการทดสอบส่วนต่อไปนี้จะทำสรุปผลการศึกษาในการหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทที่มีชาวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในและผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทในเครือในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2544-2558 โดยใช้วิธีการศึกษาตามที่กล่าวไปในบทที่ 3 ซึ่งจะแบ่งผลการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน ดังต่อไปนี้

4.1 การศึกษาหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทที่มีชาวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน

การทดสอบส่วนดังกล่าวจะทำการศึกษาว่า บริษัทที่มีชาวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นอย่างไร โดยจะใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่มีชาวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในทั้งหมดรวมทั้งสิ้น 18 เหตุการณ์ ซึ่งจะศึกษาด้วยวิธีการเหตุการณ์ศึกษา และกำหนดให้วันที่มีการประชุมเปรียบเทียบหรือวันที่กล่าวโทษของแต่ละเหตุการณ์เป็นวัน เกิดเหตุ (Event Date)

ภาพที่ 4.1 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของบริษัทที่มีชาวการใช้ข้อมูลภายใน โดยจากการศึกษาพบว่าหุ้นของบริษัทที่มีชาวการใช้ข้อมูลภายในมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมมีทิศทางลดลง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในวันที่เกิดเหตุการณ์มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย (AAR) เท่ากับ -0.0226 ด้วยระดับความเชื่อมั่นที่ 90% และมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) เท่ากับ -0.0501 ด้วยระดับความเชื่อมั่นที่ 90% เช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับแนวความคิดของ Boudoukh et al (2013) ที่กล่าวว่าชาวที่สามารถระบุได้จะมีความผันผวนของราคาหุ้นที่สูง

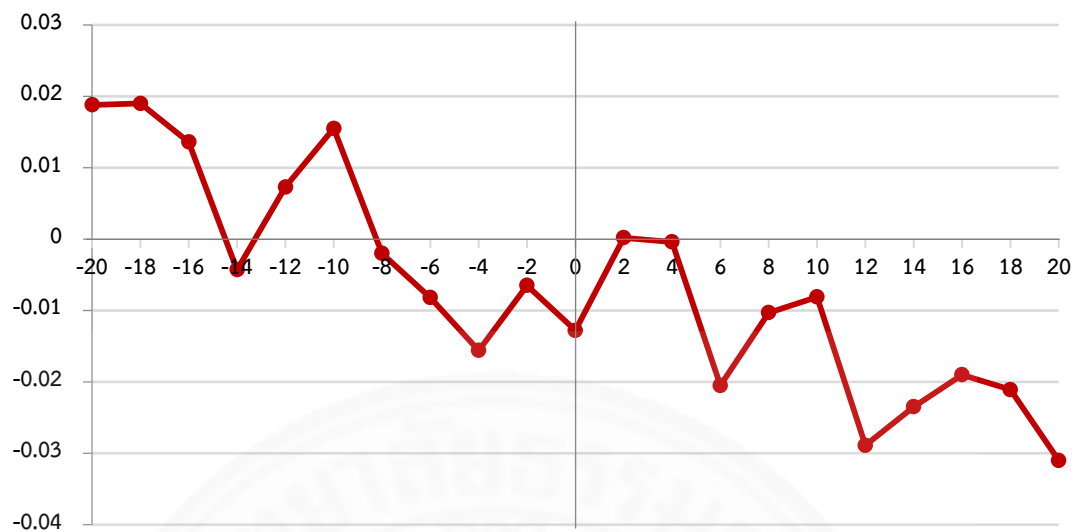


ภาพที่ 4.1 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของบริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน
อีกทั้งเมื่อทำการทดสอบทางสถิติยังพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมมีค่า
เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ วันที่ -3, 0, 1, 4, 5, 10 ถึง 14 และ 16 ถึง 20 ที่ระดับความเชื่อมั่นที่
90% แสดงว่าราคาหุ้นของบริษัทลดลงอย่างต่อเนื่องหลังจากมีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน

4.2 การศึกษาหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทในเครือบริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน

การทดสอบส่วนนี้จะทำการศึกษาว่า บริษัทในเครือบริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นอย่างไร โดยจะใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทในเครือบริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในทั้งหมดรวมทั้งสิ้น 9 บริษัท ซึ่งจะแบ่งวิธีการศึกษาออกเป็น 2 วิธี นั่นคือ เหตุการณ์ศึกษา และแบบจำลอง MVRM

ภาพที่ 4.2 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของบริษัทในเครือที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน โดยจากการศึกษาพบว่าหุ้นของบริษัทในเครือที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมมีแนวโน้มลดลง แต่เมื่อทดสอบทางสถิติพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติในบางวันมากกว่าศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ วันที่ -8, -6, 6, 11, 16 และ 19 ซึ่งเป็นผลตอบแทนเกินปกติทางลบจำนวน 5 วัน และทางบวก 1 วัน และไม่มีวันใดที่อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ



ภาพที่ 4.2 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของบริษัทในเครือข่ายที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน

ทั้งนี้ในการพิสูจน์ทางสถิติของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม นอกจากการที่ผู้วิจัยทำในรูปแบบของ Parametric แล้วยังเพิ่มเติมในส่วน Non-Parametric อีกด้วย โดยในการทำการทดสอบด้วย Sign Test พบว่ามีวันที่ -2 กลับมีนัยสำคัญด้วยความเชื่อมั่น 90%

แต่อย่างไรก็ตามผลของงานศึกษาก็ยังพบปัญหาเรื่อง Calendar Effect จากการที่วันเกิดเหตุการณ์กระจุกอยู่ในวันเดียวกันจึงได้นำแบบจำลอง Multivariate Regression Model (MVRM) เพื่อมาแก้ไขปัญหาดังกล่าว ซึ่งผู้วิจัยจะใช้วิธีการประมาณค่าสมการหุ่นทุกตัวพร้อมกันด้วยวิธี Seemingly Unrelated Regression Model (SURM) โดยกำหนดตัวแปรหุ่นเพื่อที่จะวัดขนาดของผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ ดังสมการต่อไปนี้

$$R_{1t} = \alpha_1 + (\beta_{1,1} + \beta_{1,2}D_1)R_{mt} + \gamma_1 D_1 + u_{1t}$$

$$R_{2t} = \alpha_2 + (\beta_{2,1} + \beta_{2,2}D_2)R_{mt} + \gamma_2 D_2 + u_{2t}$$

$$R_{nt} = \alpha_n + (\beta_{n,1} + \beta_{n,2}D_n)R_{mt} + \gamma_n D_n + u_{nt}$$

การประมาณค่าระบบสมการด้วยวิธี SUR และทำการทดสอบสมมติฐานด้วยวิธี Wald test โดยได้ผลตามตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 ผลการทดสอบสมมติฐานบริษัทในเครือบริษัทที่มีชาวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน

	χ^2	p-value	Mean	Std.Err.
H1	ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเกินปกติเท่ากับศูนย์			
γ_i	0.44761	0.5035	-0.00086	0.001288
H2	อัตราผลตอบแทนเกินปกติทุกหุ้นเท่ากับศูนย์			
γ_i	3.31594	0.9504		
H3	ความเสี่ยงของหุ้นโดยเฉลี่ยไม่เปลี่ยนแปลง			
β_i	3.674040	0.0553	0.235087	0.122647
H4	ความเสี่ยงของหุ้นทุกตัวไม่เปลี่ยนแปลง			
β_i	17.12440	0.0468		

ตารางที่ 4.1 แสดงให้เห็นถึงอัตราผลตอบแทนเกินปกติและค่า β ของหุ้นของบริษัทในเครือบริษัทที่มีชาวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน โดยพบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นบริษัทในเครือมีค่าเป็นลบ แต่ก็ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานในการทดสอบนัยสำคัญของสมมติฐานแรกได้ เช่นเดียวกับเมื่อนำมาทดสอบนัยสำคัญรวมกันทุกสมการต่างก็ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานได้ จึงกล่าวได้ว่า ไม่พบว่าอัตราผลตอบแทนของบริษัทในเครือที่มีชาวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ

สืบเนื่องมาจากการศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติ ผู้ศึกษายังพบว่าการเปลี่ยนแปลงของค่า β ในสมมติฐานที่ 3 พบว่าค่าเฉลี่ยของ β เพิ่มขึ้นในช่วงเวลาเกิดเหตุ 0.235 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความมั่นใจที่ 90% นั่นแสดงว่า หลังจากที่เกิดเหตุการณ์หุ้นของบริษัทในเครือมีความเสี่ยงอย่างเป็นระบบที่เพิ่มขึ้น

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อตอบคำถามสองข้อ คือ หนึ่ง บริษัทที่มีชาวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในจะได้รับผลกระทบต่อมูลค่าหุ้นหรือไม่ สอง บริษัทในเครือบริษัทที่มีชาวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในจะถูกนักลงทุนมองว่าบรรษัทภิบาลแบบเดียวกัน และนำไปสู่ผลกระทบที่มีต่อมูลค่าหุ้นหรือไม่ ซึ่งใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 ถึง พ.ศ. 2558

ผลการศึกษาเห็นได้ว่าการที่บริษัทมีชาวการใช้ข้อมูลภายใน และในเวลาต่อเมื่อถูกตรวจสอบแล้วเกิดการดำเนินการตามกฎหมาย ทั้งนี้พบว่าบริษัทที่มีชาวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในมีราคาตลาดลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งหมายความว่านักลงทุนตอบสนองต่อชาวการใช้ข้อมูลภายในของผู้บริหาร ผลการศึกษานี้จึงเตือนไปยังผู้บริหารว่า ปัจจุบันนักลงทุนให้ความสำคัญกับบรรษัทภิบาลของบริษัทมากขึ้น บริษัทจึงควรมีการกำกับดูแลและมีการตรวจสอบภายในเพิ่มมากขึ้น รวมไปถึงผู้ที่กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ที่จะต้องมีบทลงโทษที่เหมาะสมเพื่อที่จะลดปัญหาการใช้ข้อมูลภายใน

เมื่อทำการทดสอบไปยังบริษัทภายในเครือด้วยวิธีเหตุการณ์ศึกษา พบว่าเกิดปัญหาการกระจุกตัวของวันที่เกิดเหตุการณ์เป็นวันเดียวกัน ดังนั้นผู้วิจัยจึงทำการทดสอบด้วยวิธี MVRM เพื่อแก้ไขปัญหการกระจุกตัวของวันที่เกิดเหตุการณ์เป็นวันเดียวกัน เพราะจะไม่สามารถแยกผลกระทบที่เกิดจากเหตุการณ์ออกจากเหตุการณ์อื่นในวันดังกล่าวได้ โดยผู้วิจัยจะทำการสร้างตัวแปรหุ่นขึ้นมาเพื่อใช้วัดผลกระทบ และทำการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการ

โดยผลการศึกษาจากการทดสอบด้วยวิธี MVRM พบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นบริษัทในเครือมีค่าเป็นลบ แต่ก็ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานในการทดสอบนัยสำคัญ อย่างไรก็ตามผู้วิจัยพบหลักฐานว่าค่าความเสี่ยงอย่างเป็นระบบของบริษัทในเครือมีการเปลี่ยนแปลง โดยจะมีความสัมพันธ์กับดัชนีตลาดมากขึ้น

5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย

1. งานวิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลเป็นระยะเวลา 15 ปี แต่อย่างไรก็ตามยังมีกลุ่มตัวอย่างที่น้อยทำให้การวิจัยอาจจะเกิดการคลาดเคลื่อนได้

2. บริษัทที่นำมาเป็นกลุ่มตัวอย่างอยู่ในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน ซึ่งหากมีการวิจัยแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมอาจจะให้ผลวิจัยที่แตกต่างออกไป

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

สำหรับงานวิจัยนี้ได้ศึกษาในมุมมองของบริษัทซึ่งได้รับผลกระทบจากบริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน และนำไปสู่ความสนใจผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัทภายในเครือ โดยทางผู้วิจัยยังเล็งเห็นว่าผู้บริหารที่ใช้ข้อมูลภายในเป็นต้นเหตุ และส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัทที่ผู้บริหารเหล่านั้นเป็นกรรมการอยู่ ดังนั้นทางผู้วิจัยจึงเห็นว่าการศึกษาในเรื่องดังกล่าวจะทำให้ทราบถึงการตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อผู้บริหารบริษัท

รายการอ้างอิง

กฎหมาย

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 (2535, 12 มีนาคม). *ราชกิจจานุเบกษา*.
หน้า 90-91.

พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535 (2535, 1 กันยายน). *ราชกิจจานุเบกษา*.

Articles

Betzer, Andre, and Erik Theissen. "Insider Trading and Corporate Governance - The Case of Germany." *SSRN Electronic Journal SSRN Journal* (n.d.).

Binder, John J. "On the Use of the Multivariate Regression Model in Event Studies." *Journal of Accounting Research* 23.1 (1985): 370.

Boudoukh, Jacob, Ronen Feldman, Shimon Kogan, and Matthew Richardson. "Which News Moves Stock Prices? A Textual Analysis." (2013).

Chan, Wesley S. "Stock Price Reaction to News and No-news: Drift and Reversal After Headlines." *SSRN Electronic Journal SSRN Journal* (n.d.).

Cheng, Louis T. W., and T. Y. Leung. "Is There Information Content from Insider Trading Activities Preceding Earnings and Dividend Announcements in Hong Kong?" *Accounting & Finance* 48.3 (2008): 417-37.

Cheuk, Man-Yin, Dennis K. Fan, and Raymond W. So. "Insider Trading in Hong Kong: Some Stylized Facts." *Pacific-Basin Finance Journal* 14.1 (2006): 73-90.

Corrado, Charles J. "A Nonparametric Test for Abnormal Security-price Performance in Event Studies." *Journal of Financial Economics* 23.2 (1989): 385-95.

Cowan, Arnold R., and Anne M.a. Sergeant. "Trading Frequency and Event Study Test Specification." *Journal of Banking & Finance* 20.10 (1996): 1731-757.

Fama, Eugene F. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *The Journal of Finance* 25.2 (1970): 383.

- Fan, D., Wan, J., 1998. Management ownership concentration, diversification strategy and firm performance in an emerging economy: an agency perspective. In: Hitt, D., Ricart, Nixon (Eds.), *New Managerial Mindsets; Organizational Transformation and Strategy Implementation*. Wiley, New York, pp. 225– 242.
- Fidrmuc, Jana P., Marc Goergen, and Luc Renneboog. "Insider Trading, News Releases, and Ownership Concentration." *The Journal of Finance* 61.6 (2006): 2931-973.
- Fiske, Susan T., Amy J. C. Cuddy, Peter Glick, and Jun Xu. "A Model of (often Mixed) Stereotype Content: Competence and Warmth Respectively Follow from Perceived Status and Competition." *Journal of Personality and Social Psychology* 82.6 (2002): 878-902.
- Gregory, Alan, John Matatko, and Ian Tonks. "Detecting Information from Directors' Trades: Signal Definition and Variable Size Effects." *J Bus Fin & Acc Journal of Business Finance Accounting* 24.3 (1997): 309-42.
- Konchitchki, Yaniv, and Daniel E. O'leary. "Event Study Methodologies in Information Systems Research." *International Journal of Accounting Information Systems* 12.2 (2011): 99-115.
- Korczak, Adriana, Piotr Korczak, and Meziiane Lasfer. "To Trade or Not to Trade: The Strategic Trading of Insiders Around News Announcements." *SSRN Electronic Journal SSRN Journal* (n.d.).
- Leemakdej, A. 2011, 'Event Studies', Available at <http://event.tbs.tu.ac.th/>.
- Lin, Ji-Chai, and John S. Howe. "Insider Trading in the OTC Market." *The Journal of Finance* 45.4 (1990): 1273.
- Rogier, Anouk, and Vincent Yzerbyt. "Social Attribution, Correspondence Bias, and the Emergence of Stereotypes." *Swiss Journal of Psychology* 58.4 (1999): 233-40.
- Seyhun, H.nejat. "Insiders' Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency." *Journal of Financial Economics* 16.2 (1986): 189-212.
- Tonks, Ian. "Discussion of To Trade or Not To Trade: The Strategic Trading of Insiders around News Announcements." *Journal of Business Finance & Accounting* 37.3-4 (2010): 408-21.

ภาคผนวก



ภาคผนวก ก

รายชื่อกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในและวันที่เกิดเหตุการณ์

บริษัท	อักษรย่อ	Event Date
บริษัท แอสคอน คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	ASCON	13/1/2009
บริษัท กรุงเทพอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	BDMS	27/11/2013
บริษัท ซีเอ็มโอ จำกัด (มหาชน)	CMO	20/4/2015
บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)	CPALL	2/12/2015
บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน)	EMC	20/8/2015
บริษัท อีสเทอร์น สตาร์ เรียล เอสเตท จำกัด (มหาชน)	ESTAR	17/9/2015
บริษัท เฟอรรี่ จำกัด (มหาชน)	FER	21/5/2014
บริษัท จีเอ็มเอ็ม มีเดีย จำกัด (มหาชน)	GMMM	12/6/2007
บริษัท แกรนด์ แอสเสท โฮเทลส์ แอนด์ พรอพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)	GRAND	11/8/2009
บริษัท ไอที ซิตี จำกัด (มหาชน)	IT	10/3/2015
บริษัท นิวส์ เน็ตเวิร์ค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	NEWS	17/2/2011
บริษัท ภัทรประกันภัย จำกัด (มหาชน)	PHA	1/12/2010
บริษัท เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)	PLE	13/9/2013
บริษัท โปรเฟสชั่นแนล เวสต์ เทคโนโลยี (1999) จำกัด (มหาชน)	PRO	22/12/2010
บริษัท รอยเนท จำกัด (มหาชน)	ROYNET	24/2/2013
บริษัท อาร์พีซีจี จำกัด (มหาชน)	RPC	19/3/2014
บริษัท อาร์พีซีจี จำกัด (มหาชน)	RPC	28/10/2014
บริษัท โซลาร์ตรอน จำกัด (มหาชน)	SOLAR	20/8/2012
บริษัท เอส พี ซูซูกิ จำกัด (มหาชน)	SPSU	26/11/2014
บริษัท เอสทีพี แอนด์ ไอ จำกัด (มหาชน)	STPI	24/4/2013
บริษัท ยูนิค ไมนิ่ง เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	UMS	15/8/2011
บริษัท โคห์เลอร์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	KARAT	29/3/2011
บริษัท แอล.วี.เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	LVT	20/6/2013
บริษัท ไทยยูนิคคอยล์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	TUCC	18/6/2014

ภาคผนวก ข

รายชื่อกลุ่มตัวอย่างบริษัทในเครือข่ายที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในและวันที่เกิดเหตุการณ์

กลุ่มของเครือข่ายโรงพยาบาลกรุงเทพ	อักษรย่อ	Event Date
บริษัท ประสิทธิ์พัฒนา จำกัด (มหาชน)	PYT	27/11/2013
บริษัท สมิตีเวช จำกัด (มหาชน)	SVH	27/11/2013
บริษัท โรงพยาบาลรามคำแหง จำกัด (มหาชน)	RAM	27/11/2013
กลุ่มของเครือข่ายเจริญโภคภัณฑ์	อักษรย่อ	Event Date
บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)	CPF	2/12/2015
บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน)	MAKRO	2/12/2015
บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	TRUE	2/12/2015
กลุ่มของเครือข่ายแกรมมี่	อักษรย่อ	Event Date
บริษัท จีเอ็มเอ็ม แกรมมี่ จำกัด (มหาชน)	GRAMMY	12/6/2007
บริษัท มติชน จำกัด (มหาชน)	MATI	12/6/2007
กลุ่มของเครือข่ายพีซีจี	อักษรย่อ	Event Date
บริษัท สัมมากร จำกัด (มหาชน)	SAMCO	19/3/2014
บริษัท สัมมากร จำกัด (มหาชน)	SAMCO	28/10/2014

ภาคผนวก ค

ผลการศึกษาด้วยวิธีเหตุการณ์ศึกษา

ผลการศึกษาหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้ข้อมูลภายใน

Day	AAR	t-test	CAAR	t-test	Sign Test	Rank Test
-20	-0.0031	-0.5616	-0.0031	-0.5616	0.3577	-0.3555
-19	-0.0073	** -2.1527	-0.0104	-1.4192	-0.5885	-0.8715
-18	-0.0086	-0.8404	-0.019	-1.4401	-0.1154	-0.3612
-17	0.0073	0.8894	-0.0117	-0.7275	0.3577	0.3403
-16	-0.0013	-0.2379	-0.013	-0.8897	1.3038	0.3201
-15	-0.0067	** -2.1625	-0.0198	-1.3446	-1.0615	* -1.7795
-14	0.0058	1.1698	-0.0139	-1.0797	1.3038	1.2932
-13	-0.0051	-1.5902	-0.0191	-1.5302	-1.0615	-1.4318
-12	0.0014	0.2185	-0.0177	-1.1499	0.3577	0.536
-11	-0.0043	-0.401	-0.022	-1.0689	0.3577	0.5776
-10	0.0197	1.5911	-0.0023	-0.1068	0.3577	1.2883
-9	-0.0026	-0.3265	-0.0049	-0.2564	-0.5885	-0.7941
-8	0.0028	0.5531	-0.0021	-0.1061	0.8308	0.8058
-7	-0.0017	-0.3798	-0.0038	-0.1756	0.3577	-0.5511
-6	-0.0061	-0.7866	-0.01	-0.4605	-0.5885	-0.5368
-5	-0.0027	-0.4036	-0.0127	-0.6274	0.8308	0.6928
-4	-0.0072	-0.8562	-0.0198	-1.1109	0.3577	-0.2765
-3	-0.0163	-1.5006	-0.0361	* -1.8767	-0.1154	-0.9605
-2	0.0093	0.7311	-0.0267	-1.2149	0.3577	0.562
-1	-0.0007	-0.0462	-0.0274	-1.0909	0.3577	-0.4416
0	-0.0226	* -1.9888	-0.0501	* -1.7763	-1.5346	* -2.0152
1	-0.0083	-1.2344	-0.0584	* -1.8986	-0.5885	-0.7185
2	0.0124	0.7777	-0.0459	-1.4738	-0.1154	-0.4111
3	-0.006	-0.8879	-0.0519	-1.4754	0.3577	-0.4654

4	-0.0192	-1.593	-0.0711	* -1.9304	-0.5885	-0.989
5	0.0013	0.2205	-0.0698	* -1.9399	0.8308	0.8493
6	0.0197	1.278	-0.0502	-1.4988	-0.1154	0.6533
7	-0.0043	-0.7748	-0.0545	-1.6131	-1.0615	-1.3636
8	-0.0012	-0.183	-0.0557	-1.5085	-0.1154	0.1491
9	0.0029	0.5433	-0.0527	-1.4445	0.8308	0.8406
10	-0.0077	-0.6189	-0.0604	* -1.7838	0.3577	0.2799
11	-0.0086	-1.2522	-0.069	** -2.1426	-1.0615	-1.4402
12	-0.0021	-0.4544	-0.0711	** -2.2242	-0.1154	-0.2883
13	-0.0088	-0.6128	-0.0799	** -2.3191	0.8308	0.6451
14	0.0166	0.849	-0.0633	* -1.8324	-1.0615	-0.3571
15	0.0009	0.1486	-0.0624	-1.6982	1.3038	1.1201
16	-0.0127	-0.8235	-0.0751	* -1.9910	-1.0615	-1.0124
17	-0.0023	-0.6326	-0.0775	* -2.0515	0.3577	0.0000
18	-0.007	* -1.8057	-0.0845	** -2.2547	-1.0615	* -1.8714
19	-0.0008	-0.1864	-0.0853	** -2.4051	0.8308	-0.1264
20	0.0008	0.2302	-0.0845	** -2.3967	-0.5885	0.7848

***, **, * Coefficient is significant at the 0.01, 0.05, 0.1 level respectively

**ผลการศึกษาหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติบริษัทในเครือบริษัทที่มีข่าวผู้บริหารใช้
ข้อมูลภายใน**

Day	AAR	t-test	CAAR	t-test	Sign Test	Rank Test
-20	0.0188	0.6369	0.0188	0.6369	-0.9271	-1.3264
-19	-0.0029	-0.6984	0.0159	0.6192	-0.2602	-0.5695
-18	0.0031	0.4744	0.019	0.8868	0.4066	0.9662
-17	-0.0076	-1.1552	0.0114	0.7151	0.4066	-0.8263
-16	0.0022	1.2083	0.0136	0.7968	0.4066	0.4128
-15	-0.0045	-0.6025	0.0091	0.7456	0.4066	-0.2014
-14	-0.0134	-1.5502	-0.0043	-0.2737	-0.9271	-1.4654
-13	0.005	1.1753	0.0007	0.0446	1.7404	1.7651
-12	0.0066	1.423	0.0073	0.5607	0.4066	0.7276
-11	0.0086	0.983	0.016	0.8463	-0.2602	0.5089
-10	-0.0004	-0.0628	0.0156	0.7043	0.4066	-0.4515
-9	0.0032	1.0018	0.0187	0.8505	0.4066	0.6809
-8	-0.0207	* -1.9412	-0.0019	-0.0704	-1.594	** -2.3251
-7	0.004	0.5892	0.0021	0.0871	-1.594	-0.3013
-6	-0.0102	* -1.9896	-0.008	-0.3375	-0.9271	-1.3824
-5	-0.0062	-1.4451	-0.0143	-0.5933	0.4066	-0.8467
-4	-0.0012	-0.3274	-0.0155	-0.6668	1.0735	0.5187
-3	0.0043	1.1726	-0.0112	-0.5206	1.7404	1.69
-2	0.0048	1.5207	-0.0064	-0.2766	1.7404	* 2.2468
-1	-0.0018	-0.8497	-0.0082	-0.3362	-0.9271	-1.1704
0	-0.0045	-1.0147	-0.0127	-0.5332	-0.9271	-0.9552
1	0.0052	0.8282	-0.0075	-0.2647	0.4066	0.2556
2	0.0078	1.6126	0.0003	0.0118	1.0735	0.9802
3	0.0012	0.5056	0.0015	0.0549	-0.2602	0.1796
4	-0.0018	-0.1777	-0.0003	-0.0168	-1.594	-1.013
5	-0.0064	-1.366	-0.0067	-0.287	0.4066	-0.7075

6	-0.0137	* -2.2299	-0.0204	-0.736	-0.9271	-1.4962
7	0.0171	1.8253	-0.0033	-0.1244	0.4066	1.2822
8	-0.0069	-0.966	-0.0102	-0.3433	-0.9271	-1.0018
9	0.0028	0.3936	-0.0074	-0.2072	1.7404	1.5328
10	-0.0006	-0.0952	-0.0079	-0.2432	-0.2602	0.2018
11	-0.0201	* -2.1755	-0.0281	-0.784	-0.9271	-1.6614
12	-0.0007	-0.1158	-0.0288	-0.8097	-0.2602	-0.6558
13	0.0069	0.9664	-0.0219	-0.6501	0.4066	0.904
14	-0.0015	-0.3441	-0.0234	-0.6991	-0.9271	-0.6339
15	-0.0042	-1.339	-0.0276	-0.7902	-1.594	-1.4943
16	0.0087	** 2.5949	-0.0189	-0.52	1.7404	** 2.4968
17	0.0052	0.9696	-0.0137	-0.3586	0.4066	0.7826
18	-0.0073	-1.2449	-0.0211	-0.5501	-0.2602	-1.0033
19	-0.0121	** -2.8936	-0.0331	-0.8357	-1.594	-1.7022
20	0.0022	0.2575	-0.0309	-0.6581	1.7404	1.1131

***, **, * Coefficient is significant at the 0.01, 0.05, 0.1 level respectively

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นายชูโชติ เดี่ยวพานิช

วันเดือนปีเกิด

10 ตุลาคม 2536

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2557 : บริหารธุรกิจบัณฑิต

(การบริหารธุรกิจแบบบูรณาการ)

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

