

ผลกระทบของการทำธุรกรรมหลักทรัพย์ของผู้บริหารต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ



นายรัฐพล สกุลเหลืออร่าม

สถาบันวิทยบริการ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์

คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2549

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

# **THE EFFECT OF DIRECTORS' TRADES ON ABNORMAL RETURN**



**Mr. Rattaphon Sakulluangaram**

**A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Economics Program in Economics**

**Faculty of Economics**

**Chulalongkorn University**

**Academic Year 2006**

**Copyright of Chulalongkorn University**

หัวข้อวิทยานิพนธ์

ผลกระทบของการทำธุรกรรมหลักทรัพย์ของผู้บริหารต่ออัตรา  
ผลตอบแทนเกินปกติ

โดย

นายรัฐพล สกุลเหลืองอร่าม

สาขาวิชา

เศรษฐศาสตร์

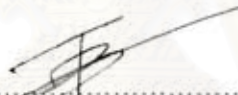
อาจารย์ที่ปรึกษา

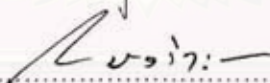
รองศาสตราจารย์ ดร. โสคติธร มัลลิกะมาส


คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้นับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วน  
หนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ


  
..... คณบดีคณะเศรษฐศาสตร์  
(รองศาสตราจารย์ ดร. โสคติธร มัลลิกะมาส)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

  
..... ประธานกรรมการ  
(ดร. ชรัชชัย จิตรภักย์นันท์)

  
..... อาจารย์ที่ปรึกษา  
(รองศาสตราจารย์ ดร. โสคติธร มัลลิกะมาส)

  
..... กรรมการ  
(ดร. สมประวิณ มั่นประเสริฐ)

  
..... กรรมการ  
(รองศาสตราจารย์ ดร. ไพโรจน์ วงศ์วิภาณนท์)

รัฐพล สกุลเหลืองอร่าม : ผลกระทบของการทำธุรกรรมหลักทรัพย์ของผู้บริหารต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ. (THE EFFECT OF DIRECTORS' TRADES ON ABNORMAL RETURN) อ. ที่ปรึกษา : รศ.ดร. โสคติธร มัลลิกะมาส, 91 หน้า.

วิทยานิพนธ์นี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการทำธุรกรรมซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ และการศึกษาปัจจัยกำหนดผลตอบแทนเกินปกติ รวมถึงความสามารถของผลตอบแทนเกินปกติต่อผลประกอบการ ในอนาคต ศึกษาผ่านการวิเคราะห์สมการถดถอย โดยกลุ่มตัวอย่างได้จากรายงานการถือครองหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จาก กสท. ตั้งแต่กรกฎาคม 2546 ถึงธันวาคม 2549 และพิจารณาแยกเป็นธุรกรรมซื้อและธุรกรรมขาย

ผลการศึกษา พบว่า บุคคลภายในของบริษัทสามารถทำกำไรเกินปกติได้ จากการซื้อขายของผู้บริหาร และบุคคลทั่วไปสามารถทำกำไรเกินปกติจากการเลียนแบบพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร ได้ในช่วงเวลาสั้นๆ การเลียนแบบธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์สามารถทำกำไรได้ในระยะเวลาที่สั้นกว่าธุรกรรมซื้อ

ผู้บริหารระดับสูงไม่สามารถใช้ข้อมูลภายในในการทำกำไรได้ในระยะสั้น บุคคลภายในของบริษัทที่มีการกระโดดตัวของการถือครองหุ้นสูงจึงทำกำไรเกินปกติได้จากการขายหลักทรัพย์ แต่ไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้จากการซื้อ และบริษัทที่มีขนาดใหญ่ จะถูกตรวจสอบและติดตามจากทั้งนักวิเคราะห์และนักลงทุน แต่บุคคลภายใน ก็ยังทำกำไรเกินปกติได้ และถึงแม้ว่า กสท. จะกำหนดให้บุคคลภายในต้องแจ้งข้อมูลภายใน 3 วันหลังการซื้อขาย แต่ก็ไม่สามารถป้องกันการใช้ข้อมูลภายในในการทำกำไรเกินปกติได้

รวมถึง ความสามารถในการเป็นสัญญาณของผลตอบแทนเกินปกติของธุรกรรมการขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารเท่านั้น ที่สามารถใช้เป็นตัวคาดการณ์ผลประกอบการในอนาคตได้ และการซื้อขายของผู้บริหารระดับสูงสามารถสะท้อนผลประกอบการของบริษัทใน 12 เดือนข้างหน้าได้

สาขาวิชา.....เศรษฐศาสตร์.....ลายมือชื่อนิสิต.....รัฐพล สกุลเหลืองอร่าม.....  
ปีการศึกษา.....2549.....ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

## 4885577729 : MAJOR ECONOMICS

KEY WORD: INSIDER TRADING / EVENT STUDY

RATTAPHON SAKULLUANGARAM: THE EFFECT OF DIRECTORS' TRADES ON  
ABNORMAL RETURN. THESIS ADVISOR: ASSOC.PROF. SOTHITORN  
MALLIKAMAS, Ph.D., 91 pp.

This thesis examines the effect of directors' trades on abnormal return in Thai stock market. The result shows that there is significant information content in insider trade. Thai corporate insiders can earn abnormal return by trading on their own stocks. Moreover, the result suggests that outside investors who mimic the trading of insiders can also make profits.

The study suggests that CEOs, a group of insiders, of Thai firms have more valuable information of the company's future prospects than others insiders in longer periods. Most of Thai firms have family control structure; the evidences suggest that corporate insider trading in only sale transactions with concentrated shareholders can significantly earn abnormal returns. Even though the large market capitalized firms are monitored by both analysts and investors, insiders in these firms can still earn abnormal return. The finding of this study shows that even the strict regulation for companies regarding the 3-day reporting interval is imposed by the SEC of Thailand; insider trading information leakage is still evident. In other words, outsiders can make significant abnormal profits by trading like insiders.

The empirical result shows that the cumulative abnormal returns of sale transaction can be use as a signal for the future performance of the companies.

Field of study.....Economics.....Student's signature.....*รัตนพร สกัลลวงาราม*.....  
Academic year.....2006.....Advisor's signature.....*S. M. Mallikamas*.....

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลงได้ด้วยความช่วยเหลือของ รศ.ดร. โสติดิธร มัลลิกะมาส อาจารย์ที่ปรึกษาที่ได้ให้คำแนะนำในการจัดทำวิทยานิพนธ์เสมอมา ขอขอบพระคุณ รัชชชัย จิตร ภาษนันท์ ที่ได้เกียรติเป็นประธานการสอบวิทยานิพนธ์ ตลอดจน ดร.สมประวิณ มั่น ประเสริฐ และ รศ.ดร. ไพโรจน์ วงศ์วิภานนท์ กรรมการสอบที่ได้ให้คำแนะนำในการปรับปรุง วิทยานิพนธ์ให้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น

ขอขอบพระคุณ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และ ห้องปฏิบัติการทางการเงินคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ตลอดจน หน่วยงานต่างๆ ที่ได้ให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์กับการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ขอขอบคุณเพื่อนๆ ทุกคนที่ได้ให้ความช่วยเหลือ

สุดท้ายนี้ขอกราบขอบพระคุณบิดา มารดา ญาติพี่น้องที่ได้ให้กำลังใจและสนับสนุน การศึกษาด้วยดีมาตลอด

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อภาษาไทย .....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ .....	จ
กิตติกรรมประกาศ .....	ฉ
สารบัญ .....	ช
สารบัญตาราง .....	ฌ
สารบัญภาพ .....	ฎ
<b>บทที่ 1</b> บทนำ .....	<b>1</b>
<b>1.1</b> ความเป็นมาและความสำคัญ .....	<b>1</b>
<b>1.2</b> วัตถุประสงค์ของการศึกษา.....	<b>9</b>
<b>1.3</b> ขอบเขตของการศึกษา.....	<b>10</b>
<b>1.4</b> ประโยชน์ที่ได้จากการศึกษา.....	<b>10</b>
<b>บทที่ 2</b> แนวคิดเชิงทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง .....	<b>11</b>
<b>21</b> กรอบแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	<b>11</b>
<b>21.1</b> สมมติฐานประสิทธิภาพตลาด.....	<b>12</b>
<b>21.2</b> ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล และการส่งสัญญาณ.....	<b>16</b>
<b>22</b> การทบทวนวรรณกรรมปริทัศน์.....	<b>18</b>
<b>บทที่ 3</b> วิธีดำเนินการวิจัยและการเก็บรวบรวมข้อมูล.....	<b>22</b>
<b>31</b> วิธีดำเนินการวิจัย.....	<b>22</b>
<b>31.1</b> การศึกษาผลกระทบของธุรกรรมต่อความสามารถในการทำกำไรเกินปกติ.....	<b>22</b>
<b>31.1.1</b> การคำนวณผลตอบแทนเกินปกติและการทดสอบนัยสำคัญ.....	<b>24</b>
<b>31.1.2</b> สมมติฐานที่ใช้ในการทดสอบนัยสำคัญ.....	<b>28</b>
<b>31.2</b> การศึกษาคูณลักษณะของธุรกรรมต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ.....	<b>31</b>
<b>31.3</b> การศึกษาความสามารถในการเป็นสัญญาณของผลตอบแทนเกินปกติ.....	<b>33</b>
<b>32</b> การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	<b>34</b>

บทที่ 4 ผลการศึกษา .....	36
41 ผลกระทบของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร.....	39
41.1 ความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายใน.....	39
41.2 ความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายนอก.....	41
42 ผลกระทบของคุณลักษณะของธุรกรรมต่อการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนเกินปกติ.....	56
43 ผลกระทบของผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมต่อการเปลี่ยนแปลงใน ROE.....	63
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย และ ข้อเสนอแนะ .....	74
51 สรุปผลการวิจัย .....	74
52 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย .....	77
53 ข้อเสนอแนะสำหรับงานศึกษาต่อไป .....	80
รายการอ้างอิง .....	81
ภาคผนวก .....	84
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์ .....	87



## สารบัญตาราง

ณ

ตาราง

หน้า

1	สรุปค่าทางสถิติของตัวอย่างธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายใน .....	36
2	ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม สำหรับบุคคลภายใน.....	43
3	ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม สำหรับบุคคลภายนอก....	49
4	นิยามของตัวแปรต่างๆ ในการวิเคราะห์สัมพรรคถดถอย .....	56
5	ค่าทางสถิติของตัวแปรต่างๆ ของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร .....	57
6	ผลกระทบของตัวแปรต่างๆ ของธุรกรรมทั้งหมด (All transactions).....	60
7	ผลกระทบของตัวแปรต่างๆ ของธุรกรรมซื้อหลักทรัพย์ (Purchase transactions) .....	61
8	ผลกระทบของตัวแปรต่างๆ ของธุรกรรมขายหลักทรัพย์ (Sale transactions).....	62
9	ตัวแปรอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนทางบัญชี.....	65



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

1	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทจดทะเบียน แยกตามรายสาขา .....	5
2	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แยกตามประเภทผู้ถือหุ้น .....	6
3	การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ เมื่อมีการซื้อขายของผู้บริหารของ ADVANC .....	8
4	ระดับความมีประสิทธิภาพของตลาด.....	13
5	ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของธุรกรรมการซื้อขายทั้งหมด สำหรับบุคคลภายใน.....	43
6	ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของธุรกรรมซื้อหลักทรัพย์ สำหรับบุคคลภายใน.....	44
7	ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของธุรกรรมขายหลักทรัพย์ สำหรับบุคคลภายใน.....	45
8	ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของธุรกรรมซื้อขายทั้งหมด สำหรับบุคคลภายนอก.....	49
9	ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของธุรกรรมซื้อหลักทรัพย์ สำหรับบุคคลภายนอก.....	50
10	ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของธุรกรรมขายหลักทรัพย์ สำหรับบุคคลภายนอก.....	54
11	เปรียบเทียบผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม ระหว่างบุคคลภายใน และบุคคลภายนอก.....	55

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ผู้บริหารเป็นบุคคลภายในองค์กร ที่มีข้อมูลที่เหนือกว่า เกี่ยวกับศักยภาพขององค์กร ความสามารถในการดำเนินธุรกิจ และสามารถนำข้อมูลเหล่านี้ในการหาผลตอบแทนได้ เมื่อพิจารณาถึงขั้นตอนการเปิดเผยข้อมูลของบริษัท โดยเริ่มจากการพิจารณาความสัมพันธ์ของบุคคลภายในกับข้อมูลของบริษัท ต่อเนื่องด้วยความเกี่ยวข้องของข้อมูลกับสาธารณชน จากนั้นตามด้วยการรายงานจากนักวิเคราะห์ ซึ่งเน้นที่การประกาศข้อมูลสู่สาธารณชน (**Public Announcement**) ในขั้นตอนระหว่างการเปิดเผยข้อมูลจึงควรมีการตรวจสอบถึงธุรกรรมการซื้อขาย และการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ อันนำไปสู่การหาว่าใครเกินปกติ

การซื้อขายหลักทรัพย์โดยบุคคลภายใน (**Insider trading**) คือ การที่บุคคลภายใน<sup>1</sup> ทราบข้อมูลภายใน<sup>2</sup> ของบริษัทที่ยังไม่ได้มีการเผยแพร่สู่สาธารณชน และใช้ข้อมูลนั้นเพื่อประโยชน์ในการซื้อขายหลักทรัพย์ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 ได้มีข้อกำหนดห้ามมิให้บุคคลภายในใช้ข้อมูลภายในเพื่อประโยชน์ในการซื้อขายหลักทรัพย์

บุคคลภายใน เช่น ผู้จัดการ ผู้บริหาร ผู้สอบบัญชี ที่ปรึกษาทางการเงิน พนักงานบริษัทและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งเป็นผู้ที่ใกล้ชิดกับข้อมูลภายในบริษัท ทำให้เกิดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของการรับรู้ข้อมูล (**Asymmetric information**) ผลักดันให้เกิดความสนใจทั้งจากนักลงทุนและนักข่าวในการซื้อขายของบุคคลภายใน ดังนั้น ในการเปลี่ยนแปลงการถือหลักทรัพย์ของผู้บริหาร รายงานการถือหลักทรัพย์ของผู้บริหารและผู้สอบบัญชี จึงเป็นเครื่องมือเพื่อให้ผู้ลงทุน

---

<sup>1</sup> บุคคลภายใน หมายถึงบุคคลที่ล่วงรู้สารสนเทศภายในที่สำคัญก่อนที่จะเผยแพร่ต่อประชาชน ซึ่งได้แก่ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม, กรรมการ, พนักงาน และลูกจ้าง, บุคคลภายนอกที่เกี่ยวข้อง (ได้แก่ นักกฎหมาย ผู้สอบบัญชี เจ้าหน้าที่ว่านิชธนกิจ ที่ปรึกษาประชาสัมพันธ์ ผู้พิมพ์โฆษณา สำนักงานที่ปรึกษา และคู่สัญญาอิสระ เป็นต้น), คู่สมรส บิดา มารดา บุตร พี่น้อง และบุคคลที่อยู่ภายใต้การควบคุมของบุคคลภายในดังกล่าว, บุคคลอื่นที่ได้รับการชักชวนโดยบุคคลดังกล่าว และ บุคคลอื่นที่ได้รับการบอกกล่าวเกี่ยวกับสารสนเทศที่สำคัญ

<sup>2</sup> ข้อมูลภายใน หมายความว่า ข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญ ต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ที่ยังมิได้เปิดเผยต่อประชาชนและบริษัทหลักทรัพย์ได้ล่วงรู้มาเนื่องจากการประกอบธุรกิจ

สามารถติดตามความเคลื่อนไหวของการถือหลักทรัพย์ของผู้บริหารและผู้สอบบัญชี และเป็นการส่งผ่านข้อมูลต่างๆ มายังตลาด อันส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์

การซื้อขายโดยบุคคลภายในได้ถูกควบคุมในกว่า 85% ของประเทศที่มีตลาดหุ้น อันเนื่องมาจากผลกระทบต่อตลาด ดังที่จะเห็นได้จาก การเพิ่มขึ้นระหว่างผลต่างการเสนอซื้อ-เสนอขาย (Kyle, 1985; Chung and Charoenwong 1998) และลดสภาพคล่องของตลาด (Friederich et al., 2001; Ausbel 1990; Repullo, 1999) อีกทั้งลดความมั่นใจของนักลงทุนในตลาด (Ausbel, 1990; Bhattacharya and Daouk, 2002; Leland, 1992) เพื่อที่จะลดต้นทุนเหล่านี้ให้น้อยลง และจำกัดขอบเขตข้อได้เปรียบของบุคคลภายในที่สามารถเข้าถึงข้อมูลเอกชน กฎหมายจึงเรียกร้องให้บุคคลภายในเปิดเผยการซื้อขายของตนในเวลาที่กำหนด การเปิดเผยสารสนเทศสู่สาธารณชนช่วยให้ตลาดสามารถเร่งกระบวนการรับรู้ราคา (Price Discovery) และลดการทำกำไรเกินปกติ รวมถึงช่วยปรับปรุงประสิทธิภาพตลาด (Huddart et al., 2001) (อ้างถึงใน Etebaria A., Tourani-Radb A. and Gilbert A. (2004))

ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 (The Securities and Exchange Act B.E. 2535) กำหนดให้จัดตั้งสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC หรือ กลต.) ขึ้นมา เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลและพัฒนาอุตสาหกรรมหลักทรัพย์ทั้งระบบ รวมถึงการป้องกันการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์

สำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) ที่มีหน้าที่ในการกำกับดูแลตลาดเงินและตลาดทุน ได้มีการออกประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เรื่อง แนวทางในการกำหนดมาตรการป้องกันการใช้ข้อมูลภายใน เพื่อประโยชน์ในการซื้อขายหลักทรัพย์

- รายงานการได้มา/จำหน่ายหลักทรัพย์ (ทุกๆ 5%)
- รายงานการถือครองหลักทรัพย์ของผู้บริหารและผู้สอบบัญชี (ทุกจำนวน)
- การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมด (mandatory tender offer) เมื่อครอบครองหุ้นถึง 25% 50% และ 75%
- กฎการใช้ข้อมูลภายใน (insider trading) และกฎหมายพนักงานบริษัทหลักทรัพย์/ที่ปรึกษาทางการเงินใช้ข้อมูลภายในซื้อขายหุ้น

แต่อย่างไรก็ตาม รายงานการถือหลักทรัพย์ฯ ยังมีข้อจำกัดในการส่งผ่านข้อมูลสู่ตลาด เนื่องจากตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการที่สำนักงานประกาศกำหนด

ด้วยความเห็นชอบของ ก.ล.ต. ทำให้มีการตีความที่แตกต่างกันไป รวมถึงการหลีกเลี่ยง การถือโดยบุคคลอื่น (Nominees) ซึ่งยากต่อการตรวจสอบ อีกทั้งระยะเวลาของการรายงานภายในสามวันทำการนับแต่วันที่มีการซื้อ ขาย โอน หรือรับโอนหลักทรัพย์นั้น ทำให้เกิดการใช้ประโยชน์จากข้อมูลภายในไปแล้ว

ปัญหาการใช้ข้อมูลภายใน เป็นปัญหาที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) พยายามที่จะป้องกันและแก้ไข แต่ก็ต้องประสบปัญหาจากการที่บทบัญญัติของกฎหมายหลายข้อยังไม่เอื้ออำนวยให้สามารถตรวจจับผู้มีส่วนร่วมในการกระทำความผิดดังกล่าว เช่น กฎหมายมิได้ให้อำนาจ ก.ล.ต. ในการบังคับให้นายหน้าค้าหลักทรัพย์และผู้ลงทุนที่เป็นสถาบันการเงินต้องเปิดเผยตัวตนของผู้ลงทุนที่แท้จริง นอกจากนี้แล้วการที่กฎหมายกำหนดให้ ก.ล.ต. จะต้องดำเนินการกล่าวโทษผ่านพนักงานสอบสวนกองบังคับการสืบสวนสอบสวนคดีเศรษฐกิจ สำนักงานตำรวจแห่งชาติ หรือพนักงานสอบสวนคดีพิเศษ กรมสอบสวนคดีพิเศษ กระทรวงยุติธรรม แล้วแต่ลักษณะความผิด เพื่อดำเนินการตรวจสอบหรือรวบรวมพยานหลักฐาน โดยหากพนักงานสอบสวนเห็นว่ามีการกระทำที่เข้าข่ายเป็นการปฏิบัติฝ่าฝืนกฎหมาย ก็จะส่งเรื่องให้พนักงานอัยการพิจารณาตั้งฟ้องคดีต่อศาลอาญาต่อไป ทำให้การกล่าวโทษในหลายกรณีของ ก.ล.ต. ไม่สามารถดำเนินการทางกฎหมายได้แม้จะเห็นว่ามีการกระทำความผิดเกิดขึ้น เนื่องจากขาดการประสานความร่วมมือระหว่างหลายหน่วยงานที่รับผิดชอบ

ด้วยข้อจำกัดของอำนาจทางกฎหมาย ก.ล.ต. ได้เน้นมาตรการในการเปิดเผยข้อมูลเป็นหลักในการป้องกันมิให้ผู้ลงทุนถูกบริษัทหลอกลวง ไม่ว่าจะเป็นการกำหนดให้บริษัทต้องแจ้งรายการธุรกรรมที่มีบุคคลที่เกี่ยวข้อง การกำหนดให้ผู้สอบบัญชีต้องบันทึกรายละเอียดเกี่ยวกับตัวเลขทางการเงินที่อาจมี แต่การดำเนินการนอกกระบวนการทางกฎหมายทำให้ไม่มีคดีตัวอย่างที่สามารถอ้างอิงได้และเป็นบรรทัดฐานในการปฏิบัติแก่บริษัทอื่นๆ และทำให้ไม่มีการแพร่กระจายข่าวสารในวงกว้างซึ่งจะช่วยให้ผู้ลงทุนได้รับรู้และมีความตื่นตัวเกี่ยวกับปัญหาบรรษัทภิบาลของบริษัท ที่สำคัญที่สุดก็คือ การใช้มาตรการทางปกครองดำเนินการทางปกครองไม่มีกระบวนการและขั้นตอนที่ชัดเจนดังเช่นกระบวนการในศาลทำให้ถูกแทรกแซงได้ง่าย ส่งผลให้หน่วยงานกำกับดูแลเสี่ยงต่อการถูกกล่าวหาว่าเลือกปฏิบัติในการบังคับใช้กฎหมาย

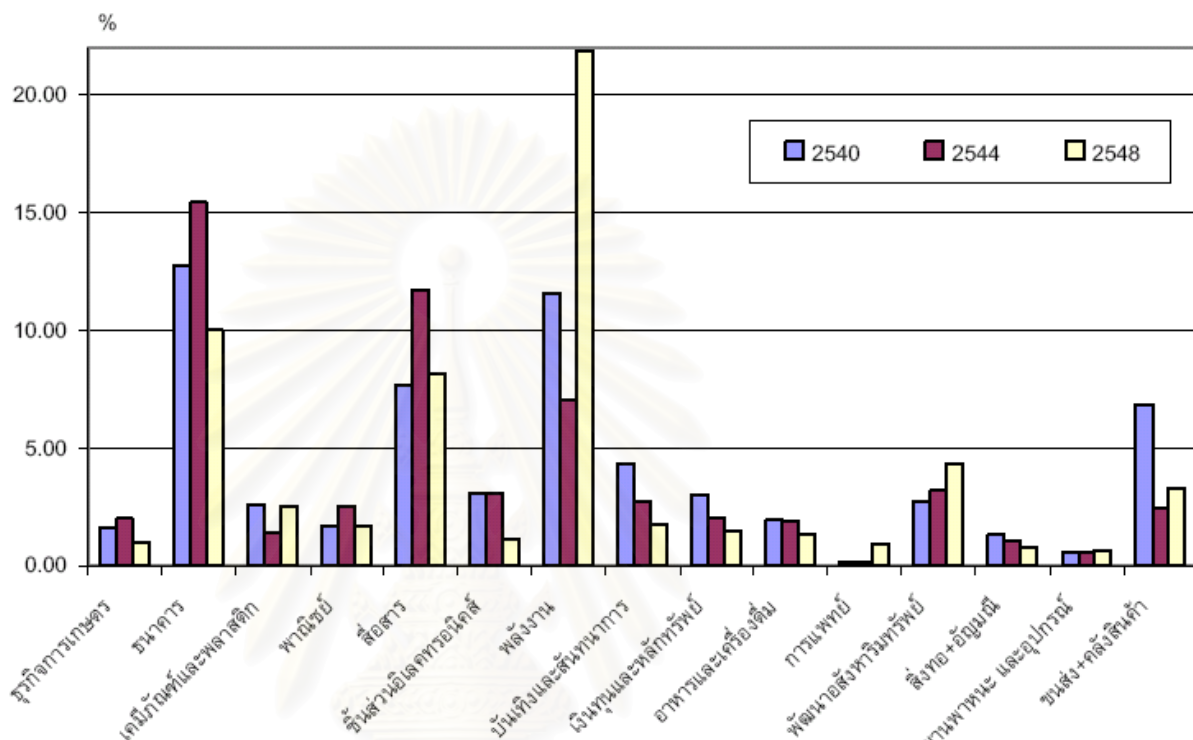
ดังนั้น บุคคลภายใน ซึ่งสามารถเข้าถึงข้อมูลที่ยังไม่ได้เปิดเผยสู่สาธารณชน มีโอกาสที่จะหาผลตอบแทนที่เกินปกติได้จากข้อมูลดังกล่าว ผ่านการซื้อหรือการขายหุ้นของบริษัทตนเองในช่วงเวลาที่เหมาะสม การซื้อขายของบุคคลภายในได้รับความสนใจทั้งจากทั้งในเชิงวิชาการ

และภาคปฏิบัติ โดยที่ข้อมูลการซื้อขายของบุคคลกลายเป็นที่ต้องการในการนำไปใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุน เช่น รายงานการซื้อขายของบุคคลภายในที่จะพบได้ในหนังสือพิมพ์ต่างๆ -- *Wall Street Journal* และผู้ให้บริการข้อมูล - *Bloomberg Reuter* นอกเหนือจากนี้ยังมีงานศึกษาเชิงวิชาการ ซึ่งส่วนใหญ่จะศึกษาในตลาดของสหรัฐฯ ตรวจสอบถึงผลกระทบและข้อมูลที่แฝงอยู่ในการซื้อขายของบุคคลภายใน ได้แก่ **Jaffe (1974a, b), Finnerty (1976), Seyhun (1986), Rozeff and Zaman (1988)** โดยทั่วไปแล้วพบว่าบุคคลภายในมีข้อมูลที่เหนือกว่าบุคคลทั่วไป และสามารถทำกำไรเกินปกติได้

ในตลาดทุนของประเทศไทย บริษัทมหาชนในไทยมีคุณลักษณะและโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ที่มีความแตกต่างอย่างเห็นได้ชัดจากในสหรัฐฯ หรือยุโรป ตามการศึกษาของ **Claessens, Simon, Djankov, and Lang (2000)** และ **Lin (2003)** บริษัทในไทยมีโครงสร้างแบบบริษัทครอบครัว (**Very strong Family-control**) ซึ่งทำให้บุคคลภายในบริษัทที่มีความใกล้ชิดกับตระกูลเจ้าของ (อ้างถึงใน **Karuntarat B. (2004)**) มีอำนาจควบคุมบริษัทจากภายนอกได้ จากคุณลักษณะนี้ทำให้บุคคลภายในสามารถนำข้อมูลไปแสวงหาผลตอบแทนผ่านการซื้อขายหุ้นของตนเองได้ อันจะทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (**Managerial Agency Problem**) เนื่องจากผลประโยชน์จากการควบคุมที่สูง **Lemon and Lin (2002)** พบว่า การขาดมาตรการป้องกันทางกฎหมายและกระบวนการทางบรรษัทภิบาลอื่นๆ ในระบบเศรษฐกิจใหม่ เช่น ตลาดเอเชียตะวันออก (**East Asian Market**) จะเพิ่มกรณีปัญหาตัวแทน (**Agency Problem**) ระหว่างการควบคุมของบุคคลภายในและบุคคลภายนอก **Fan and Wong (2002)** พบว่า บริษัทมหาชนในเอเชียตะวันออกไม่มีความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลต่อบุคคลทั่วไป และคุณภาพของข้อมูลทางบัญชีในระดับที่ต่ำ

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

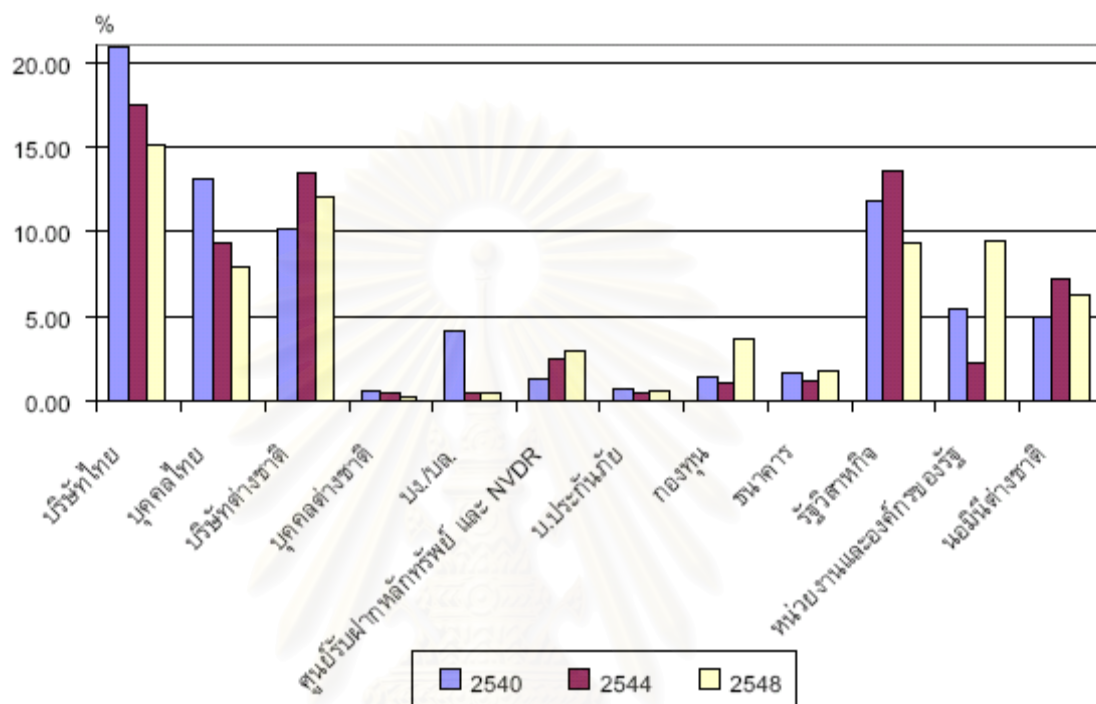
รูปที่ 1 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่โดยการถ่วงน้ำหนัก\* รวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทย แยกตามรายสาขา



ที่มา: เดือนเด่น นิคมบริรักษ์และชัยสิทธิ์ อนุชิตวรวงศ์ (2549), อภิบาลของบริษัทไทยกับการพัฒนาตลาดหุ้นหลังวิกฤตเศรษฐกิจ, สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รูปที่ 2 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่โดยการถ่วงน้ำหนัก\* ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทย แยกตามประเภทผู้ถือหุ้น



ที่มา: เดือนเด่น นิคมบริรักษ์และชัยสิทธิ์ อนุชิตวรวงศ์ (2549), อภิบาลของบริษัทไทยกับการพัฒนาตลาดหุ้นหลังวิกฤตเศรษฐกิจ, สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย

หากพิจารณาโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยรวม (รูปที่ 1 และรูปที่ 2) พบว่ามีการกระจุกตัวของการถือหุ้นค่อนข้างสูง โดยสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ถึงร้อยละ 76 ในปี พ.ศ. 2540 และร้อยละ 69 ในปี พ.ศ. 2544 และ 2548 โดยเฉพาะในกรณีของธุรกิจพลังงานที่สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่โดยรวมเพิ่มขึ้นอย่างมากจากร้อยละ 12 ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2540 เป็นร้อยละ 22 ในปี 2548 เนื่องมาจากการนำรัฐวิสาหกิจขนาดใหญ่ คือ ปตท. เข้าตลาดหลักทรัพย์ โดยรวมแล้วโครงสร้างบริษัทมหาชนไทยมีการกระจุกตัวมาก โดยเฉพาะธุรกิจพลังงาน โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลกระทบโดยตรงต่อลักษณะของบรรษัทภิบาลของบริษัทไทย โดยเฉพาะบริษัทครอบครัวที่มักจะมีการบริหารจัดการแบบเบ็ดเสร็จ ไม่โปร่งใสและขาดการควบคุมภายในที่มีประสิทธิภาพส่งผลให้อาจดำเนินกิจการที่ผิดพลาด ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงเกินควร และเอเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย



การใช้ข้อมูลภายในเพื่อประโยชน์ในการค้ากำไร (**Insider trading**) เป็นรูปแบบของการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นอีกประเภทหนึ่ง ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดคือ ช่วงก่อนที่สถาบันการเงินหลายแห่งจะต้องประสบกับปัญหาขาดทุนหรือหนี้เสียทั้งก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินหลายแห่งเทขายหุ้นอย่างมากมายโดยที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่รู้เมื่อมีการลดทุนของบริษัทฯ ส่งผลให้มูลค่าของหุ้นเกือบเป็นศูนย์ แม้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ระบุว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะต้องรายงานกิจกรรมการค้าขายหลักทรัพย์ของบริษัททุกครั้ง แต่ในหลายครั้งก็มีการเพิกเฉยต่อกฎเกณฑ์ดังกล่าว หรือมีการดำเนินการโดยการอาศัยตัวแทน (**nominee**) ทำให้หลบเลี่ยงข้อกำหนดดังกล่าวได้

ช่วงระยะเวลาที่ผ่านมา มีการรายงานกรณีการซื้อขายของบุคคลภายในในไทยจำนวนมาก โดยผู้บริหารได้ปล่อยข่าวลือหรือปิดบังเพื่อสร้างผลประโยชน์ให้แก่ตนเอง เช่น ข่าวเกี่ยวกับการเติบโตของผลการดำเนินการ การเพิ่มทุนสำหรับการลงทุนใหม่ๆ หรือการเปลี่ยนแปลงในราคาพาร์ รวมถึงการเข้าครอบครองกิจการ (**Takeover**) ซึ่งทำให้ราคาของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปอย่างมาก เช่น

กรณี การทยอยขายหุ้น **ADVANC** ของยิ่งลักษณ์ ชินวัตร ก่อนที่จะมีการประกาศดีลนี้ต่อสาธารณชนเมื่อวันที่ **23** มกราคม **2549** เข้าข่าย **insider trading** หรือไม่ (“เมื่อความถูกต้องทางกฎหมาย อยู่เหนือความถูกต้องทางศีลธรรม: บทวิเคราะห์ 20 ประเด็นหลัก ในดีลเทคโอเวอร์กลุ่มชินคอร์ป”, 2549)

ยิ่งลักษณ์ ชินวัตร มิได้เป็นเพียงผู้บริหารระดับสูงของบริษัท **ADVANC** เท่านั้น หากยังเป็นหนึ่งในผู้ถือหุ้น **SHIN** ที่ขายหุ้นได้กับเทมาเส็ก (**Temasek**) เมื่อวันที่ **23** มกราคม **2549** ดังนั้นจึงมีโอกาสได้รับข้อมูลในเรื่องที่เทมาเส็ก (**Temasek**) จะทำเทนเดอร์หุ้น **ADVANC** ในราคาต่ำกว่าราคาตลาด **30%** ก่อนวันเซ็นสัญญา

ข้อมูลจากรายการการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร ตั้งแต่เดือนตุลาคม **2548** ต่อเนื่องถึงมกราคม **2549** แสดงให้เห็นว่ายิ่งลักษณ์ ขายหุ้น **ADVANC** อย่างต่อเนื่อง ในช่วงก่อนวันที่ **23** มกราคม **2549** ดังกราฟต่อไปนี้ (ปรับราคาหุ้น **ADVANC** และ **SET** ให้เท่ากับ **100%** ตั้งแต่ต้นเดือนตุลาคม **2548** เพื่อให้สามารถเทียบความเคลื่อนไหวของราคาได้):

รูปที่ 3 การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาต่างๆ เมื่อมีการซื้อขายของผู้บริหารของหลักทรัพย์ ADVANC



- ตค 48- มค 49 อิงลักษณ์ ชินวัตร ขาย 288,400 หุ้น ราคา 105.31 บาท มูลค่ารวม 30,370,400 บาท
- ตค 48- มค 49 วิกรม ศรีประทีป ขาย 150,000 หุ้น ราคา 106.83 บาท มูลค่ารวม 16,024,800 บาท
- ตค 48- มค 49 สมประสงค์ บุญยะชัย ขาย 20,000 หุ้น ราคา 103.00 บาท มูลค่ารวม 2,060,000 บาท
- ตค 48- มค 49 สุวิมล แก้วคุณ ขาย 130,000 หุ้น ราคา 108.69 บาท มูลค่ารวม 14,130,100 บาท

จากข้อมูลการซื้อขายในกรณีนี้ สามารถเห็นได้ว่า บุคคลบางกลุ่มอาจจะสามารถทำกำไรได้โดยการขายหลักทรัพย์เมื่อราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น ก่อนที่จะมีการประกาศข้อมูลข่าวสารเผยแพร่สู่สาธารณชน ทำให้การศึกษานี้มุ่งศึกษา ธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยใช้ข้อมูลจาก กต. ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 59 ซึ่งกำหนดให้บุคคลภายในต้องแจ้งการเปลี่ยนแปลงการถือครองหลักทรัพย์ภายในระยะเวลาสามวันหลังจากได้มีการซื้อขายเกิดขึ้น และมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาคุณลักษณะของการซื้อขายภายใน ทั้งด้านทิศทางการซื้อขาย การตอบสนองของตลาดในช่วงวันที่มีการซื้อขาย และปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนเกินปกติ ซึ่งจะแสดงให้เห็นถึงการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร สะท้อนถึงประสิทธิภาพของตลาดในการส่งผ่านข้อมูลข่าวสารในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งถ้าตลาดไม่มีประสิทธิภาพแล้วก็จะประโยชน์ต่อนักลงทุนและผู้ที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด ที่ใช้เป็นช่องทางในการหากำไรเกินปกติ (Excess profits) ได้

การศึกษาเรื่องการซื้อขายโดยบุคคลภายใน ในประเทศไทย ยังมีข้อจำกัดอยู่ ทั้งด้านของข้อมูล และกฎเกณฑ์ของ กตต. ที่ยากต่อการตรวจสอบ ซึ่งได้มีการศึกษาของ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สันติ ธีระพัฒน์ เรื่อง **Insider Trading: A Preliminary Study in Thai Capital Market** ได้ศึกษาถึงความสามารถในการทำกำไรของบุคคลภายใน เปรียบเทียบในช่วงก่อนและหลังวิกฤตทางเศรษฐกิจเท่านั้น การศึกษานี้จึงเน้นศึกษาเพิ่มเติมถึงความสามารถในการทำกำไรของบุคคลภายใน และบุคคลภายนอก ในการลงทุนตามการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร และพิจารณาถึงคุณลักษณะของธุรกรรมที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรเกินปกติ รวมถึงความสามารถในการคาดการณ์ผลประกอบการในอนาคตกงกำไรเกินปกติที่เกิดจากการซื้อขายของผู้บริหาร

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

วัตถุประสงค์ของการศึกษานี้ ได้แก่

- (1) การศึกษาผลกระทบของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่มีต่อ
  - a) ความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายใน รวมถึงทิศทางการซื้อขายหลักทรัพย์ และช่วงเวลาการตอบสนองของตลาดภายหลังจากที่มีการซื้อขาย
  - b) ความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายนอก จากการตามพฤติกรรมการลงทุนของผู้บริหาร หลังจากมีการประกาศข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร
- (2) การศึกษาผลกระทบของคุณลักษณะของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร ได้แก่ ปริมาณและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร, ตำแหน่งของผู้บริหาร, สัดส่วนการถือครองหุ้นของบริษัทของผู้ถือหุ้นรายใหญ่, ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น, และขนาดของบริษัท อันส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนเกินปกติ
- (3) การศึกษาถึงความสามารถในการเป็นสัญญาณของผลตอบแทนเกินปกติของธุรกรรมซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารต่อผลประกอบการในอนาคตก

### 1.3 ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษานี้ ใช้ข้อมูลรายวันของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ได้แก่ราคาปิดรายวัน ในช่วงระยะเวลา 3 ปีครึ่ง ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2546 - ธันวาคม 2549 และใช้ข้อมูลผลตอบแทนย้อนหลังไปอีก 2 ปี เพื่อนำมาใช้ในการคำนวณการคาดการณ์ของนักลงทุน และใช้ราคาหลักทรัพย์รายวันในช่วงก่อนและหลังวัน (วันทำการ) ที่มีการทำธุรกรรมหลักทรัพย์ของผู้บริหาร

สำหรับข้อมูลธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร ใช้ข้อมูลจาก แบบรายงานการเปลี่ยนแปลงการถือหลักทรัพย์ของผู้บริหาร (แบบ 59-2) ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2546 - ธันวาคม 2549

### 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษานี้ ได้พิจารณาถึงผลตอบแทนที่ได้จากการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์การลงทุนตามการซื้อขายของผู้บริหาร ซึ่งนำไปสู่การหากำไรเกินปกติ จึงช่วยให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารและอัตราผลตอบแทนเกินปกติ ซึ่งเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์ประกอบการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ การศึกษาคุณลักษณะของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร ซึ่งส่งผลต่อผลตอบแทนเกินปกติ ยังเป็นประโยชน์ต่อการพิจารณาของสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ในการปรับปรุงแก้ไขเพื่อลดแรงจูงใจของการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการทำกำไร อันจะนำไปสู่การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ฯ ให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้นต่อไป

## บทที่ 2

### แนวคิดทางทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

บทนี้ ประกอบด้วยกรอบแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของธุรกรรม การซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร ได้แก่ สมมติฐานประสิทธิภาพตลาด (**Market Efficient Hypothesis**) ,ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (**Asymmetric Information**) และทฤษฎีการส่งสัญญาณ (**Market Signaling**) อีกส่วนหนึ่งจะเป็นการทบทวนวรรณกรรมปริทัศน์ ที่ศึกษาเกี่ยวกับการซื้อขายโดยบุคคลภายใน (**Insider Trading**)

#### 2.1 กรอบแนวคิด (Theoretical Frameworks) และทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาธุรกรรมผู้บริหารต่อผลตอบแทนเกินปกติ สอดคล้องกับการทดสอบ สมมติฐานประสิทธิภาพตลาด (**Market Efficient Hypothesis**) ซึ่งกล่าวถึงราคาหลักทรัพย์ในตลาด จะสะท้อนข้อมูลข่าวสารในระดับต่างๆ เช่น ข้อมูลราคาในอดีต การเผยแพร่ข้อมูลสู่สาธารณชน และการซื้อขายโดยบุคคลภายใน (**Insider trading**) เป็นต้น ซึ่งใช้อธิบายถึงการปรับตัวของราคาต่อข้อมูลข่าวสาร โดยเฉพาะในเรื่องของธุรกรรมผู้บริหาร อันจะเป็นการทดสอบสมมติฐาน ประสิทธิภาพตลาดในระดับสูง (**Strong form Market Efficient Hypothesis**) และการตามการลงทุนของบุคคลภายนอกจะเป็นการทดสอบสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดในระดับกลาง (**Semi-Strong form Market Efficient Hypothesis**) ที่ใช้ทดสอบข้อมูลสาธารณะที่มีการเปิดเผยต่อบุคคลทั่วไป

ส่วนแรงจูงใจในการซื้อขายหลักทรัพย์ทำธุรกรรมผู้บริหารมาจากความสามารถ ในการทำกำไรเกินปกติ ซึ่งสามารถ บุคคลภายใน ซึ่งมีข้อมูลเหนือกว่าบุคคลทั่วไปจะสามารถ คาดการณ์ผลประกอบการในอนาคตได้แม่นยำกว่า จะพยายามแสวงหาผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทตนเองโดยปกปิดข้อมูลข่าวสารเหล่านั้น ในขณะที่ตลาดพยายามดึงเอา ข้อมูลที่แฝงอยู่ในการซื้อขายของบุคคลภายใน แต่ในทฤษฎีการส่งสัญญาณ (**Market Signaling**) ไปยังตลาด ธุรกรรมของบุคคลภายในจะเป็นเหตุการณ์ที่ให้ข้อมูลสำหรับตลาดเพื่อให้ปรับการ คาดการณ์เกี่ยวกับบริษัท

## 21.1 สมมติฐานประสิทธิภาพตลาด (Market Efficient Hypothesis)

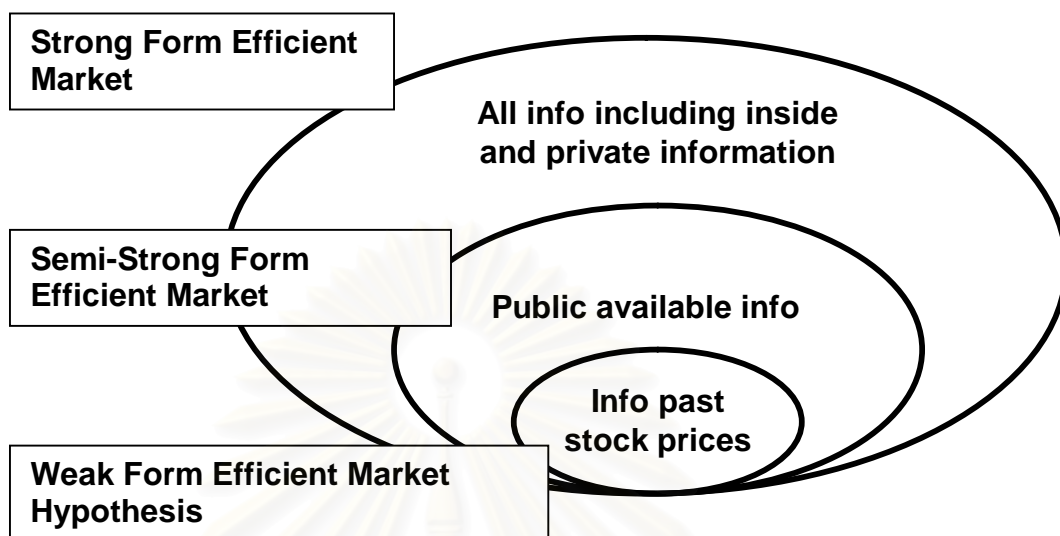
ความมีประสิทธิภาพตลาด (Market Efficiency) ตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ (Frank K. Reilly, 1994: 194-196) หมายถึง ตลาดทุนที่ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดนั้นมีการปรับตัวอย่างรวดเร็วต่อข้อมูลใหม่ และราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์เป็นราคาที่สะท้อนข้อมูลทั้งหมดเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นอย่างเต็มที่ โดยมีลักษณะดังนี้

- § มีการวิเคราะห์และประเมินราคาหลักทรัพย์ที่ต้องการกำไรสูงสุดจำนวนมาก แต่ผลการวิเคราะห์และประเมินราคาหลักทรัพย์เป็นอิสระซึ่งกันและกัน
- § ข้อมูลใหม่ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์เข้ามาสู่ตลาดในลักษณะสุ่ม และการประกาศข้อมูลในแต่ละครั้งเป็นอิสระซึ่งกันและกัน
- § นักลงทุนตอบสนองต่อข้อมูลใหม่อย่างรวดเร็ว ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัว เกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว เพราะมีนักลงทุนที่ต้องการกำไรสูงสุดจำนวนมาก
- § ราคาหลักทรัพย์ที่ปรากฏ ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง จะสะท้อนให้เห็นถึงข้อมูลทั้งหมดที่มีอยู่ในขณะนั้นอย่างไม่เอนเอียง (Unbiased reflection) และเป็นราคาที่ใกล้เคียงกับมูลค่าที่แท้จริง (True intrinsic value) ของหลักทรัพย์

จากสมมติฐานประสิทธิภาพตลาด นักลงทุนจะใช้ข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่มีอยู่หรือหามาได้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเทคนิคและความเชื่อของแต่ละบุคคลแยกแ่การวิเคราะห์พิจารณา ทำให้ข้อมูลเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดประสิทธิภาพตลาด นั่นคือ ราคาหลักทรัพย์จะสนองตอบอย่างสมบูรณ์ต่อข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่รับรู้มาอย่างรวดเร็วและแม่นยำ

"Efficient Markets Hypothesis" (EMH) เป็นสมมติฐานที่แสดงว่าราคาของหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลในตลาดได้อย่างรวดเร็ว ในทางกลับกันถ้าตลาดไม่มีประสิทธิภาพในการแพร่กระจายข้อมูล ก็จะกระทบต่อราคาตลาดได้ช้า เพื่อที่จำกัดนิยามของประสิทธิภาพตลาด จำเป็นต้องศึกษาโครงสร้างของข้อมูลซึ่งอยู่ใน 3 รูปแบบ

รูปที่ 4 ระดับความมีประสิทธิภาพของตลาด



#### a) ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak form efficient market (Predictability))

ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้สะท้อนข้อมูลต่างๆ ที่เกิดขึ้นในอดีตอย่างเต็มที่ โดยเฉพาะข้อมูลภายในตลาดหลักทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์

ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ นักลงทุนไม่สามารถใช้ข้อมูลราคาหุ้นในอดีตมาคำนวณราคาในอนาคตเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่เกินปกติ (**Abnormal Return**) ถ้าราคาหลักทรัพย์ในอดีต ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง สามารถทำนายราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ นักลงทุนจะใช้ข้อมูลเหล่านั้นแล้ว ดังนั้นราคาหลักทรัพย์ในขณะนั้นก็ได้สะท้อนถึงการคาดการณ์แล้ว หลักเกณฑ์ในการลงทุนใดๆ ที่ใช้การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอดีต หรือข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นภายในตลาดหลักทรัพย์ในอดีตมาพยากรณ์ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอนาคต จึงไม่มีประโยชน์ในตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ

ราคาในอดีตไม่ได้แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงในอนาคตและการเปลี่ยนแปลงของราคามีลักษณะสุ่ม **Kendall (1953)** พบว่าราคาหุ้นและสินค้า (**commodity**) มีลักษณะแบบ **random walk** ซึ่งไม่มีความสัมพันธ์กันระหว่างราคาที่เปลี่ยนแปลง ณ เวลาหนึ่ง (**t**) และการเปลี่ยนแปลง ณ เวลาถัดมา (**t+1**) ถ้าวัฏจักรราคาสามารถคาดการณ์ได้ การแข่งขันระหว่างนักลงทุนจะถูกกำจัดออก นักค้ากำไรหรือนักเก็งกำไร (**Arbitrage/Speculation**) จะกดดันราคาให้เข้าสู่ราคาที่มีประสิทธิภาพ กฎในการซื้อขาย จะเป็นการซื้อเมื่อราคาสินทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่า (**undervalued**) และ ขายเมื่อราคา

สินทรัพย์สูงกว่ามูลค่า (**overvalued**) ดังนั้นราคาจะเปลี่ยนแปลงก็ต่อเมื่อมีข้อมูลใหม่ซึ่งตามนิยามเป็นแบบสุ่ม ทำให้ราคาเปลี่ยนแปลงแบบสุ่มด้วย

### b) ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-strong form efficient market (Event studies))

ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวอย่างรวดเร็วต่อข่าวสาร หรือข้อมูลใหม่ที่เผยแพร่สู่สาธารณชน (**Public Information**) ซึ่งหมายความถึงข้อมูลทั้ง 2 ประเภท ดังต่อไปนี้

- (i) ข้อมูลที่เกิดขึ้นเฉพาะภายในตลาดหลักทรัพย์ เช่น ราคาหลักทรัพย์ ปริมาณ การซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น
- (ii) ข้อมูลที่ไม่ได้เกิดขึ้นภายในตลาดหลักทรัพย์ เช่น ข้อมูลกำไรสุทธิ งบการเงิน การแตกหุ้น (**Split**) การจ่ายเงินปันผล การเพิ่มทุน ข่าวเศรษฐกิจและข่าวการเมือง เป็นต้น

นักลงทุนที่อาศัยข้อมูลสาธารณชนช่วยในการตัดสินใจลงทุน จะไม่สามารถมีผลตอบแทนที่เกินปกติได้ เพราะราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลสาธารณชนหมดแล้ว

ราคาสะท้อนข้อมูลสาธารณะทั้งหมด เช่น การที่ราคาสะท้อนข้อมูลที่อยู่ในรายงานประจำปี โดยวิธี *Cumulative Abnormal Returns* ซึ่งใช้ทดสอบประสิทธิภาพตลาดแบบ **semi-strong** สำหรับการแตกพาร์หุ้น [Fama, Fisher, Jensen and Roll (1969)] และสำหรับการประกาศผลประกอบการ [Ball and Brown (1968)] สำหรับตัวอย่างอื่นเช่น การประกาศจ่ายปันผล [Rendleman, Jones and Latane (1982)] การออกหุ้นสู่ตลาด [Ibbotson (1975)] และการประกาศควบรวมกิจการ [Jensen and Ruback (1983)]

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



c) ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับสูง (Strong form efficient market (Inside information))

ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สะท้อนอย่างเต็มที่ต่อข้อมูลทุกประเภท ถึงแม้ไม่ใช่ข้อมูลที่ประกาศต่อสาธารณะ และมีข้อมูลไว้สำหรับนักลงทุนทุกรายในเวลาเดียวกัน หรือเป็นตลาดสมบูรณ์ (Perfect market) เมื่อไม่มีนักลงทุนรายใดสามารถผูกขาดการได้มาซึ่งข้อมูลที่มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ จึงไม่มีนักลงทุนรายใดสามารถมีผลตอบแทนที่เกินปกติได้ ข้อมูลข่าวสารทั้งหมด ที่มีอยู่ในตลาดไม่ว่าจะเป็น ข้อมูลในอดีต ข้อมูลที่เผยแพร่ต่อสาธารณชน หรือแม้แต่ข้อมูลข่าวสารภายในบริษัท (Insider information) ซึ่งมีผู้รู้เพียงเล็กน้อย โดยราคาจะสะท้อนต่อข้อมูลทั้งหมดอย่างสมบูรณ์ จุดสำคัญอยู่ที่ข้อมูลข่าวสารภายในที่มีผู้รับรู้อ่อนนักลงทุนส่วนใหญ่ในตลาด หรือที่เรียกกันว่า “Insider” อันได้แก่ ผู้บริหาร พนักงานบริษัท ที่ปรึกษาบริษัท เป็นต้น รวมทั้งผู้เชี่ยวชาญพิเศษทางตลาดที่สามารถล่วงรู้ข้อมูลบางอย่างก่อนที่จะเผยแพร่สู่สาธารณชน ได้แก่ ผู้จัดการที่เชี่ยวชาญทางการเงิน ผู้จัดการกองทุนรวมต่างๆ เป็นต้น

ในกรณีที่ตลาดมีประสิทธิภาพในระดับสูง ข้อมูลทั้งหมดจะถูกสะท้อนในราคา ดังนั้นการใช้ข้อมูลภายในจะไม่สามารถทำได้ และการดำเนินงานของกองทุนรวมจะไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่เกินปกติได้ (Abnormal returns) หลักฐานเชิงประจักษ์ว่าการใช้ข้อมูลภายในจะ ได้กำไรเล็กน้อย [Finnerty (1976, JF), Muelbrouk (1992, JF)] แต่การดำเนินงานของกองทุนรวม [Jensen (1968), Blake, Lehman and Timmeman (1997)] พบว่าไม่ได้ก่อให้เกิดกำไรเกินปกติ ซึ่ง สอดคล้องกับ strong form efficiency

## 2.1.2 ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) และการส่งสัญญาณ (Market Signaling)

ทฤษฎีที่ใช้อธิบายการซื้อขายของบุคคลภายใน แบ่งได้เป็นสองทาง คือ การผลักดันของความไม่เท่าเทียมกันในข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information) ซึ่งได้พัฒนาโดย **Glosten and Milgrom, 1985; Kyle, 1985; Admati and Pfleiderer, 1988 and 1989; Glosten, 1989; Laffont and Maskin, 1990; and Bernhardt et al., 1995** บุคคลภายในมีข้อมูลข่าวสารที่ยังไม่เผยแพร่สู่ตลาดและทำการซื้อขายในบัญชีของตนเอง ด้วยการใช้ข้อมูลภายในในการทำกำไร (Information Trading) บุคคลอื่นๆในตลาด (Uninformed investors) จะเกิดความสูญเสียจากการที่ตลาดมีสภาพคล่องลดลงและเหตุผลอื่นๆ (อ้างถึงใน **Hillier D. and Marshall A.P., (2002)**) เช่น

- i) บุคคลภายในจะพยายามปกปิดธุรกรรมของตนเพื่อให้ราคาตลาดเป็นไปในทิศทางที่เป็นประโยชน์แก่ตนเอง (**Laffont and Maskin, 1990**)
- ii) ในตลาดที่มีการแข่งขัน ช่องว่างระหว่างการเสนอซื้อ-เสนอขายจะเพิ่มขึ้นตามสัดส่วนการล่วงรู้ข้อมูลของบุคคลภายใน (**Glosten, 1989**)
- iii) และมีการซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายในจำนวนมาก ตลาดจะขาดสภาพคล่องและส่งผลให้ไม่มีประสิทธิภาพในข้อมูลข่าวสาร (**Glosten and Milgrom, 1985**) และถ้าตลาดสามารถตรวจจับการซื้อขายนี้ได้ก็จะส่งผลให้มีความพยายามปกปิดการซื้อขาย โดยการแบ่งธุรกรรมออกเป็นการซื้อขายย่อยๆ (**Kyle, 1985; and Easley and O'Hara, 1987**)

ทฤษฎีที่สอง คือ การก่อให้เกิด 'Signaling Equilibrium' ภายใต้แนวคิดนี้ บุคคลภายในจะใช้การซื้อขายของตนส่งสัญญาณไปในตลาดเพื่อปรับปรุงประสิทธิภาพของราคาให้สูงขึ้น (**John and Mishra, 1990; John and Lang 1991; and Bagnoli and Khamra, 1992**) เมื่อบุคคลภายในทำการซื้อขายก่อนที่จะเกิดเหตุการณ์ใดๆ ตลาดจะมองการซื้อขายนั้นเป็นสัญญาณ และคาดการณ์โดยรวมเอาข้อมูลข่าวสารนั้นเข้าไปด้วย เพื่อให้สัญญาณมีความน่าเชื่อถือ บุคคลภายในจะทำธุรกรรมขนาดใหญ่ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งจะส่งผลให้ราคาในตลาดมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ตรงกันข้ามกับทฤษฎีแรกที่อธิบายโดยใช้ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร

ภายใต้องค์ประกอบของตลาดที่มีบุคคลภายในและภายนอก ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล บุคคลภายในจะพยายามปกปิดข้อมูลการซื้อขายของตนในขณะที่ตลาดพยายาม

ดึงเอาข้อมูลที่แฝงอยู่ในการซื้อขายของบุคคลภายใน แต่ในทฤษฎีการส่งสัญญาณไปยังตลาด การทำธุรกรรมของบุคคลภายในจะเป็นเหตุการณ์ที่ให้ข้อมูลสำหรับตลาดเพื่อให้ปรับราคาการณ

แต่อย่างไรก็ตาม ไม่ใช่ทุกระบบจะมีระดับของข้อมูลที่เท่ากัน เนื่องจากบางการซื้อขายอาจมาจากข้อมูลที่สำคัญจริง แต่บางการซื้อขายอาจมาจากเหตุผลทางด้านสภาพคล่อง หรือการปรับกลุ่มหลักทรัพย์การลงทุน เป็นต้น

กรอบแนวคิดในการศึกษาเรื่องนี้สามารถอธิบายได้โดยตามการศึกษาจากแนวคิดการส่งสัญญาณของเงินปันผล (**Dividend Signaling**) ของ **Lintner (1956)** ซึ่งเสนอว่าการจ่ายเงินปันผลนั้นเป็นเครื่องมือของผู้บริหารในการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนรู้ว่ากิจการมีผลการดำเนินงานเป็นอย่างไร สรุปได้ว่าการจ่ายเงินปันผลนั้นเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ และการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจะสะท้อนให้เห็นถึงการที่กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ในทางตรงกันข้ามการจ่ายเงินปันผลที่ลดลงจะสะท้อนถึงการที่กิจการมีผลการดำเนินงานที่ลดลง และแนวคิดนี้ได้รับการวิเคราะห์จาก **Ross (1977)** ที่กล่าวถึงสมมติฐานของ **Modigliani and Miller (1961)** ที่ได้เสนอทฤษฎีที่สำคัญว่าการจ่ายเงินปันผลไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการภายใต้สมมติฐานที่กำหนดให้ตลาดทุนเป็นตลาดสมบูรณ์ที่ไม่มีภาษี ไม่มีปัญหาตัวแทน และไม่มีปัญหาด้านความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างกิจการและนักลงทุน (นักลงทุนรู้ข้อมูลเดียวกันกับผู้บริหารในกิจการ) โดย **Ross (1977)** ซึ่งให้เห็นว่านักลงทุนไม่อาจทราบกระแสเงินสดในอนาคต จึงอาศัยการคาดการณ์กระแสเงินสดในอนาคตว่าจะเป็นอย่างไ และธุรกิจมีความเสี่ยงขนาดไหน ดังนั้นการคาดการณ์ของนักลงทุนจึงใช้ในการทดสอบสมมติฐานเหล่านี้ ตามแนวคิดดังกล่าวหากบริษัทเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุน หรือเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล จะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์กระแสเงินสดหรือการเปลี่ยนแปลงระดับความเสี่ยง ทำให้มูลค่าของธุรกิจในสายตานักลงทุนเปลี่ยนแปลงไปด้วย (รวิ (2548))

ผู้บริหารภายในซึ่งเป็นผู้ที่ทราบถึงข้อมูลภายในองค์กร จะเป็นผู้ตัดสินใจเลือกวิธีการส่งสัญญาณชัดเจนที่ไม่คลุมเครือให้กับนักลงทุนในตลาด **Ross (1977)** ได้แสดงให้เห็นว่าการใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้เป็นเครื่องมือส่งสัญญาณว่าผลประกอบการของธุรกิจมีทิศทางที่ดีขึ้น

แนวคิดในการทดสอบในการศึกษาครั้งนี้ ประยุกต์จากแนวคิดของ **Lintner (1956)** ที่ศึกษาการส่งสัญญาณของเงินปันผล โดยอาศัยการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลเทียบกับเงินปันผลในอดีต ทำให้เกิดสัญญาณต่อนักลงทุน ที่จะบ่งบอกถึงการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานได้ ในงานศึกษานี้ ผลตอบแทนเกินปกติสะสมจะมีความสัมพันธ์กับ การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานของธุรกิจ หรือเขียนกรอบแนวคิด (**Conceptual Framework**) ได้ว่า

$$\Delta ROE_{t+1} \approx CAR_t$$

โดยที่  $\Delta ROE_{t+1}$  คือ การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนทางบัญชีของผู้ถือหุ้นใน  
ไตรมาสถัดไปจาก  $t$   
 $CAR_t$  คือ ผลตอบแทนเกินปกติสะสม ณ เวลา  $t$

จากกรอบแนวคิดนี้อธิบายได้ว่า ถ้าหากเกิดผลตอบแทนเกินปกติขึ้นในช่วงเวลา  $t$   
จะส่งสัญญาณให้กับตลาดทุนถึงผลการดำเนินงานของบริษัทในอนาคตได้

## 2.2 การทบทวนวรรณกรรมปริทัศน์

การศึกษากการซื้อขายของบุคคลภายใน (**Insider trading**) ที่ผ่านมานั้น  
ศึกษาถึงปริมาณการใช้ข้อมูลภายใน (**Private Information**) และผลตอบแทนของบุคคลภายใน  
การศึกษามากมายจะใช้ข้อมูลของสหรัฐฯ ในการตรวจสอบผลกระทบและข้อมูลข่าวสารของการ  
ใช้ข้อมูลภายใน เช่น **Jaffe (1974), Finnerty (1976), Seyhun (1986), Rozeff and Zaman (1988)** ที่  
แสดงให้เห็นว่าโดยทั่วไปบุคคลภายในสามารถทำกำไรเกินปกติได้ ผ่านการซื้อขายหลักทรัพย์ของ  
บริษัทที่บุคคลภายในมีความสัมพันธ์เกี่ยวข้อง แต่ผลตอบแทนเกินปกติจะหายไปเมื่อมีต้นทุน  
ธุรกรรม เช่น ค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์หรือค่าคอมมิชชั่น และช่วงต่างระหว่างการเสนอ  
ซื้อและเสนอขาย (**Bid-Ask spread**)

ในช่วงแรก การทดสอบสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดโดย **Fama (1970, 1976)** ได้เสนอแนวคิดแบ่งประสิทธิภาพตลาดออกเป็นสามระดับ ตามระดับของข้อมูลที่สะท้อนใน  
ราคา ภายใต้สมมติฐานประสิทธิภาพตลาดระดับ **Weak-form** ราคาหลักทรัพย์ในตลาดได้สะท้อน  
ข้อมูลต่างๆ รวมถึงราคาในอดีตทั้งหมดแล้ว และในระดับ **Semi-strong form** ข้อมูลที่เผยแพร่สู่  
สาธารณชนทั้งหมดได้ถูกรวมอยู่ในราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่ระดับ **Strong-form** ราคาหลักทรัพย์  
จะสะท้อนข้อมูลทั้งหมดในตลาด ซึ่งหมายรวมถึง นักลงทุนไม่สามารถหาผลตอบแทนจากข้อมูล  
ข่าวสารไม่ว่าจะเผยแพร่แล้วหรือไม่ ในการทดสอบสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดระดับ **Strong-  
form** สามารถทำได้โดยการทดสอบว่าบุคคลภายในสามารถทำกำไร โดยเฉลี่ยเหนือกว่าตลาด  
หรือไม่ **Jaffe (1974), Finnerty (1976)** ได้ตรวจสอบความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของ  
บุคคลภายใน ซึ่งพบว่าบุคคลภายในสามารถทำกำไรส่วนเกินได้ และจาก **Seyhun (1986)** ได้

ทำการซื้อขายซื้อขายของบุคคลภายในและได้ผลลัพธ์เช่นเดียวกัน นั่นคือ บุคคลภายในสามารถทำกำไรเกินปกติได้

งานศึกษาส่วนใหญ่แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการทำกำไรของบุคคลภายใน อีกทั้งชี้ให้เห็นผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญจากข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ และเสนอแนะว่าการซื้อข้อมูลข่าวสารเหนือกว่าข้อมูลข่าวสารที่มาจากการขายหลักทรัพย์ เนื่องจากเหตุผลหลักในการซื้อหลักทรัพย์คือกำไร แต่สาเหตุในการขายหลักทรัพย์มาจากหลายทาง เช่น การขายเพื่อต้องการสภาพคล่อง และการปรับกลุ่มหลักทรัพย์การลงทุน เป็นต้น (Jeng et al., 1999; Carpenter and Rammer, 2001; Friederich et al., 2002)

อีกทั้งงานศึกษาจำนวนมากชี้ให้เห็นถึงความสามารถในการทำกำไร แต่ก็มีบางส่วนที่เห็นแตกต่างออกไป เช่น **Rozeff and Zaman (1988)** ได้โต้แย้ง **Jaffe (1974)** ว่าผลตอบแทนเกินปกติจะหายไปเมื่อมีต้นทุนธุรกรรมถึงประมาณ 2% ทำให้บุคคลภายนอกไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้ในตลาดสหรัฐฯ และสำหรับ **Eckbo and Smith (1998)** พบว่าบุคคลภายในไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้ในตลาด **Oslo Stock Exchange** โดยที่ยังมิได้คำนึงถึงต้นทุนธุรกรรม และได้ชี้ให้เห็นว่าโดยรวมบุคคลภายในไม่สามารถสร้างผลตอบแทนได้เหนือกว่าผู้จัดการกองทุนมืออาชีพ

การศึกษาถึงจังหวะในการเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ (**Market Timing**) บุคคลภายในสามารถทำการซื้อขายโดยผลตอบแทนสูงกว่าปกติ กล่าวคือนักลงทุนจะซื้อหลักทรัพย์เมื่อราคาหุ้นลดลง และจะขายเมื่อราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น (**Lakonishok and Lee, 2001**) และ **Seyhun (1988)** ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเคลื่อนไหวของตลาดกับการซื้อขายภายใน พบว่าผลตอบแทนของบุคคลภายในมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนตลาดในช่วงสองเดือนก่อนการเปลี่ยนแปลง โดยบุคคลภายในจะเพิ่มการซื้อขายหลักทรัพย์ก่อนที่ตลาดจะปรับตัวสูงขึ้น และขายก่อนที่ตลาดจะปรับตัวลดลง เช่นเดียวกับการศึกษาของ **Lin and Howe (1990)** ซึ่งศึกษาหลักทรัพย์ในตลาด **OTC/NASDAQ** และจากการศึกษาของ **Meulbroek (1992)** ตรวจสอบกรณีการปรับนักลงทุนที่มีความผิดในข้อหาซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายใน 320 กรณี โดยใช้ **Market model regression** ในผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ พบว่าผลตอบแทนเกินปกติในวันที่มีการใช้ข้อมูลภายในโดยเฉลี่ยประมาณ 3% และประมาณครึ่งหนึ่งของหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงของราคาขึ้นก่อนการประกาศข้อมูลข่าวสาร นำไปสู่การซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายใน

ในการศึกษาถึงการทำกำไรของบุคคลภายในนอกในการตามการลงทุนของบุคคลภายในนั้น มีความเห็นที่ขัดแย้งกัน นั่นคือ **Jaffe (1974)** ซึ่งใช้ **CAPM** ในการวัดผลตอบแทนเกินปกติ พบว่าบุคคลภายนอกสามารถทำกำไรเกินปกติได้จากข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการซื้อขายของ

บุคคลภายใน แต่ **Seyhun (1986)** และ **Rozeff and Zaman (1988)** ได้ใช้แบบจำลองตลาด (**Market model**) ในการวัดผลตอบแทน และพบว่า บุคคลภายนอกไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้

งานศึกษาของ **Seyhun (1986)** ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยต่างๆ พบว่า ช่วงต่างระหว่างการเสนอซื้อและเสนอขาย (**Bid-Ask spread**) กับผลตอบแทนเกินปกติของบุคคลภายในมีความสัมพันธ์เชิงบวก และมีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างผลตอบแทนเกินปกติกับขนาดของบริษัท ส่วน **Rozeff and Zaman (1988)** ได้นำเอาสัดส่วนผลประโยชน์ต่อราคาหุ้น (**E/P ratio - Earning/price ratio**) เพื่อใช้เปรียบเทียบผลตอบแทนตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ การพิจารณาปัจจัยนี้ทำให้ผลกำไรส่วนเกินของบุคคลภายนอกลดลงเกินกว่าครึ่งหนึ่ง

ตามงานศึกษาของ **Seyhun (1986)** ได้แบ่งบุคคลภายในออกเป็น 5 กลุ่ม ได้แก่ เจ้าหน้าที่, ผู้อำนวยการ, ผู้บริหาร, ประธานกรรมการและผู้ถือหุ้นใหญ่ พบว่า ข้อมูลของบุคคลภายในจะมีความสัมพันธ์กับความเกี่ยวข้องของบุคคลนั้นในบริษัท บุคคลภายในที่มีความใกล้ชิดกับการทำการตัดสินใจประจำวัน สามารถทำกำไรได้จากข้อมูลที่มีมูลค่ามากกว่า **Carter, Mansi and Reeb (2003)** ยังพบอีกว่าการซื้อหลักทรัพย์ของซีอีโอ (**CEOs**) ซึ่งรวมถึง คณะกรรมการบริหาร ประธานบริษัท และผู้บริหารจะได้รับผลตอบแทนเกินปกติเหนือกว่าเจ้าหน้าที่อื่นๆ แสดงให้เห็นว่า ซีอีโอ มีข้อมูลที่สมบูรณ์เกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัทและการคาดการณ์ในอนาคต ทำให้การซื้อขายของบุคคลเหล่านี้ ให้ข้อมูลกับตลาดเกี่ยวกับบริษัท และมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคา มากกว่า **Lin and Howe (1990)** ได้พบหลักฐานเชิงประจักษ์เช่นเดียวกัน คือ ซีอีโอมีข้อมูลเหนือกว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ไม่ได้มีคุณสมบัติกับการบริหารและการดำเนินงานของบริษัท แต่จากการศึกษาของ **Jeng Metrick and Zeckhauser (1999)** ในตลาดสหรัฐ พบว่า ผู้บริหารระดับสูงไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้มากกว่าบุคคลภายในอื่นๆ และผลตอบแทนเกินปกติของบุคคลภายในในบริษัทขนาดเล็กไม่ได้แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญกับบริษัทใหญ่

**Carter, Mansi and Reeb (2003)** ศึกษาช่วงเวลาระหว่างวันที่เกิดกิจกรรมการซื้อขายของบุคคลภายในกับวันที่ได้มีการประกาศข้อมูลออกมา พบว่า บุคคลภายในมีแนวโน้มที่จะชะลอการเปิดเผยข้อมูลการซื้อขายที่มีผลต่อราคาหุ้น บุคคลภายในที่สามารถยืดระยะเวลาในยาวนานที่สุด จะสามารถทำกำไรเกินปกติได้มากกว่า เนื่องจากการชะลอการเปิดเผยข้อมูลช่วยหลีกเลี่ยงการเพิ่มขึ้นทันทีของกำไรเกินปกติ ทำให้ยากต่อการตรวจสอบของ กตด. ส่งผลให้บุคคลภายในมีโอกาที่จะทำกำไรได้มากขึ้น **Seyhun (1986)** พบผลลัพธ์เช่นเดียวกันคือมีการชะลอการรายงานและการเผยแพร่ข้อมูลการซื้อขายของบุคคลภายใน

**Barclay and Warner (1993)** ได้รายงานว่าการซื้อขายที่เหมาะสมในการผลักดันการซื้อขาย (**Optimal size of information-driven trade**) ควรจะเป็นธุรกรรมขนาดกลางถึง

เล็ก เนื่องจากการธุรกรรมขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะถูกตรวจจับได้ง่าย และส่งผลกระทบต่อกฎหมาย **Seyhun(1986)** เสนอว่าธุรกรรมขนาดเล็กจะให้ข้อมูลเหนือกว่าธุรกรรมขนาดใหญ่

สำหรับตลาดหุ้นของไทย หรือในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) งานศึกษาในประเด็นนี้ยังมีน้อย เช่น การศึกษา **Insider Trading: Evidence from Thailand** ของ **Karuntarat Boonyawat, Seksak Jumreomwong, Piman Limpaphayom(2004)** พบว่า มีการใช้ข้อมูลข่าวสารของบุคคลภายในในตลาดหลักทรัพย์ฯ และสามารถทำกำไรเกินปกติได้จากการซื้อหลักทรัพย์ แต่ไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้จากการขายหลักทรัพย์ นอกจากนี้ การศึกษาของ **Santi Tirapat (2004)** พบว่าผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นเวลา 4-5 วันหลังจากที่บุคคลภายในซื้อหุ้น ขณะที่ผลตอบแทนผิดปกติจะลดลงหลังมีการขายหุ้นของบุคคลภายใน และการซื้อขายหุ้นของบุคคลภายในมีนัยสำคัญแสดงถึงข้อมูลแฝงที่ยังไม่สะท้อนอยู่ในราคาหุ้น โดยเห็นได้จากความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการซื้อขายกับผลตอบแทนส่วนเกินในอนาคตของตลาด และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในอนาคต อีกทั้งการศึกษาถึงผลกำไรต่อบุคคลภายในนอกที่ตามพฤติกรรมการลงทุนของบุคคลภายใน **Karuntarat Boonyawat, Seksak Jumreomwong, Piman Limpaphayom(2004)** พบว่า บุคคลภายในนอกจากสามารถแสวงหากำไรเกินปกติได้จากการทำธุรกรรมตามบุคคลภายใน อีกทั้ง ซีอีโออาจไม่สามารถแสวงหากำไรเกินปกติได้เหนือกว่าบุคคลภายในอื่นๆ และการชะลอการเปิดเผยข้อมูลการซื้อขายจะทำให้สามารถทำกำไรได้มากขึ้น รวมถึงบุคคลภายในในบริษัทขนาดเล็กสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้มากกว่าบริษัทขนาดใหญ่

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 3

### วิธีดำเนินการวิจัยและการเก็บรวบรวมข้อมูล

บทนี้ ประกอบด้วยระเบียบวิธีวิจัย ที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบของธุรกรรมหลักทรัพย์ของผู้บริหาร โดยวัดความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายใน และความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายนอก ที่เลียนแบบพฤติกรรมการลงทุนของบุคคลภายใน ผ่านการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) และสำหรับคุณลักษณะของธุรกรรมที่กำหนดผลตอบแทนเกินปกติและความสามารถในการเป็นสัญญาณของผลตอบแทนเกินปกติต่อการเปลี่ยนแปลงในผลประกอบการในอนาคต ศึกษาโดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอย สำหรับการเก็บรวบรวมข้อมูล อธิบายถึงแหล่งที่มาของข้อมูลซึ่งเป็นข้อมูลทฤษฎี ระยะเวลาที่ใช้ และข้อจำกัดต่างๆ ของข้อมูล

### 31 วิธีดำเนินการวิจัย (Methodology)

#### 31.1 การศึกษาผลกระทบของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ต่อ

##### ความสามารถในการทำกำไรเกินปกติ

วัตถุประสงค์แรกของการศึกษาผลกระทบของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายใน และความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายนอก จากการตามพฤติกรรมการลงทุนของผู้บริหาร รวมถึงทิศทางการซื้อขายหลักทรัพย์ และช่วงเวลาการตอบสนองของตลาดภายหลังจากที่มีการซื้อขาย ภายหลังจากที่มีการประกาศข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร จะศึกษาโดยใช้ **Event Study** ในการคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติและนำมาใช้ทดสอบสมมติฐาน โดยเลือกใช้ **“Event Study”** เพื่อศึกษาการตอบสนองของตลาดต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร โดยทดสอบผลกระทบของธุรกรรมหลักทรัพย์ของผู้บริหารต่อความสามารถในการทำกำไรเกินปกติ



การศึกษาผลกระทบของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ผู้บริหาร โดยใช้ **Event Study** ดำเนินการศึกษาโดยการสังเกตราคาของหลักทรัพย์ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ เพื่อวิเคราะห์หาผลตอบแทนเกินปกติ ซึ่งผลตอบแทนเกินปกติ คือ ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่คาดการณ์ได้จากการสร้างแบบจำลองโดยใช้ข้อมูลในอดีตที่ผ่านมา เหตุการณ์ที่เกิดขึ้นนั้นผู้ลงทุนสามารถทราบได้จาก หนังสือพิมพ์ ประกาศของบริษัท รายงานประจำปี ทั้งนี้ เหตุการณ์ต่างๆ อาจเกิดจากการกระทำของบริษัทเอง เช่น การประกาศจ่ายเงินปันผล การประกาศผลกำไร การควบรวมกิจการ หรืออาจเป็นการกระทำใดๆ ของรัฐบาล เช่น การเปลี่ยนแปลงกฎหมาย เป็นต้น

การศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นเมื่อมีเหตุการณ์ใดๆ เกิดขึ้น จะศึกษาการเปลี่ยนแปลงโดยเปรียบเทียบกับในกรณีที่ไม่มีเหตุการณ์นั้นเกิดขึ้น โดยถ้าเหตุการณ์นั้นเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น ราคาหุ้นจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวกหรือราคาหุ้นจะสูงขึ้น แต่ถ้านักลงทุนเห็นว่าเหตุการณ์นั้นไม่ได้ทำให้มูลค่าของผู้ถือหุ้นเพิ่มสูงขึ้น ราคาหุ้นจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางลบหรือราคาหุ้นจะลดลง งานศึกษานี้มุ่งทดสอบสมมติฐานที่ว่า “การซื้อขายโดยบุคคลภายใน ไม่ทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติ” โดยการวัดผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์นั้นขึ้น เพื่อศึกษาการตอบสนองของนักลงทุนต่อเหตุการณ์

ดังนั้น การคำนวณผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ใดๆ ในช่วงเวลาหนึ่งๆ สามารถคำนวณได้จากผลตอบแทนที่แท้จริงเทียบผลตอบแทนปกติที่คาดการณ์ไว้ จากการใช้ข้อมูลในอดีต ซึ่งเป็นไปดังสมการต่อไปนี้

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} / X_t)$$

โดยที่

$AR_{it}$	คือ	อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ $i$ ณ ช่วงเวลา $t$
$R_{it}$	คือ	อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ $i$ ณ ช่วงเวลา $t$
$E(R_{it} / X_t)$	คือ	อัตราผลตอบแทนปกติของหลักทรัพย์ $i$ ณ ช่วงเวลา $t$
$X_t$	คือ	ข้อมูลจากแบบวัดอัตราผลตอบแทนปกติ

สำหรับช่วงเวลาที่ใช้ในการวัดการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ที่ได้รับผลกระทบจากการซื้อขายของผู้บริหาร ตลาดหลักทรัพย์ได้ให้ความสำคัญกับการซื้อขายหลักทรัพย์ของกรรมการ กรรมการบริหาร ผู้จัดการ พนักงานระดับสูง ตลอดจนผู้สอบบัญชีของบริษัทซึ่งเป็นบุคคลอยู่ในสถานะบุคคลภายใน มีโอกาสได้ล่วงรู้ข้อมูลสำคัญที่อาจมีผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ และต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้น รวมถึงต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนก่อนที่

ข้อมูลดังกล่าวจะมีการเผยแพร่ต่อประชาชน เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงการถือหลักทรัพย์ในบริษัทจดทะเบียนให้รายงานการถือหลักทรัพย์ภายใน 3 วัน ทำการนับแต่วันที่ที่มีการซื้อขาย โอนหรือรับโอนหลักทรัพย์ และช่วงเวลาที่ใช้ทดสอบความสามารถในการทำกำไรของบุคคลภายในจะอยู่ในช่วง  $t=-180, -60, -30, -20, -10, -5, -4, -3, -2, -1, 0, 1, 2, 3, 4, 5, 10, 20, 30, 60, 180$  วัน

### 31.1.1 การคำนวณผลตอบแทนเกินปกติและการทดสอบนัยสำคัญ

การศึกษานี้ต้องการทดสอบผลกระทบของธุรกรรมหลักทรัพย์ของผู้บริหารต่อความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายใน วิธีการที่ใช้ทดสอบคือ “ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ” (Cumulative Abnormal Returns - CAR) ซึ่งใช้การวัดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนปกติจากแบบจำลองต่าง ๆ ดังนั้นในการกำหนดผลตอบแทนเกินปกติจะใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์นั้นมาคำนวณผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$  ตามสมการต่อไปนี้

$$r_{i,t} = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1})$$

โดยที่  $P_t, P_{t-1}$  คือราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ เวลา  $t, t-1$  ตามลำดับ

ผลตอบแทนปกติสามารถคำนวณได้หลายวิธี (ดูรายละเอียดการคำนวณหาค่า “อัตราผลตอบแทนเกินปกติ” ในภาคผนวก) ในการศึกษานี้ได้เลือกใช้แบบวัดผลตอบแทนค่าเฉลี่ยคงที่ (Constant Mean adjust return), แบบวัดเทียบผลตอบแทนตลาด (Market adjust return) และแบบวัดอิงตลาด (Market model) ซึ่งในแต่ละวิธีมีข้อแตกต่างในการคำนวณ ทำให้เกิดความแตกต่างในผลลัพธ์และข้อดีข้อเสียที่ไม่เหมือนกัน ซึ่งจะสามารถเปรียบเทียบได้ ดังนี้

- (i) แบบวัดผลตอบแทนค่าเฉลี่ยคงที่ (Constant Mean Adjust Return Model) - มีการใช้ข้อมูลราคาของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาก่อนหน้าเหตุการณ์มาเปรียบเทียบ แต่ไม่ได้ปรับผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงของตลาด
- (ii) แบบวัดเทียบผลตอบแทนตลาด (Market-adjusted return model) - การวัดเทียบกับตลาดทำให้ไม่ได้แยกความเสี่ยงที่เกิดจากความแตกต่างระหว่างบริษัท
- (iii) แบบวัดอิงตลาด (Market Model) - การตัดส่วนของผลตอบแทนที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนตลาดออกไปความแปรปรวนของผลตอบแทนเกินปกติ

จะลดลง ทำให้ความสามารถในการตรวจวัดผลกระทบจากเหตุการณ์เพิ่มขึ้น แต่ก็จะขึ้นอยู่กับค่า  $R^2$  ของสมการถดถอยของแบบวัดอิงตลาด ยิ่งมีความสัมพันธ์มากจะช่วยลดความแปรปรวนลงได้

- (iv) แบบวัดผลตอบแทนอิงกิจการเปรียบเทียบ (**Matching-Firm model**) - จำเป็นต้องใช้ข้อมูลของบริษัทเปรียบเทียบกับกัน ซึ่งเป็นการยากที่จะหากิจการที่การดำเนินธุรกิจ และการบริหารงานมาเปรียบเทียบกับกัน
- (v) **The Capital Asset Pricing Model (CAPM)** - การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติ อาจมีความคลาดเคลื่อนหากใช้ CAPM เป็นแบบวัดผลตอบแทนปกติ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอดีตและค่าเบต้าไม่มีความสัมพันธ์กัน
- (vi) **The Arbitrage Pricing Theory (APT), The Fama-French Three-Factor model, The Four-Factor model** - การใช้ **Factor Model** เป็นการพยายามลดความแปรปรวนของผลตอบแทนเกินปกติโดย พยายามอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนปกติให้มากขึ้น เพื่อให้การวัดผลตอบแทนปกติ มีความคลาดเคลื่อนน้อยที่สุด ซึ่งจะทำให้ผลการทดสอบสมมติฐานมีความน่าเชื่อถือมากขึ้น แต่อย่างไรก็ตามโดยปกติประโยชน์จากการใช้ **Multifactor Model** จะมีจำกัด เนื่องจาก ความสามารถในการอธิบายที่เพิ่มขึ้นจากการเพิ่มปัจจัยเมื่อเปรียบเทียบกับการใช้ **Market Model** นั้นมีน้อย ดังนั้นจึงสามารถลดความแปรปรวนของผลตอบแทนเกินปกติได้เพียงเล็กน้อยเท่านั้น แต่การลดลงของความแปรปรวนนั้นจะมีค่าสูงสุดเมื่อกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน หรือเป็นบริษัทที่มีมูลค่าตลาดใกล้เคียงกัน ซึ่งจะทำให้การใช้ **Multifactor Model** มีความเหมาะสม

ดังนั้น ในการศึกษานี้ การใช้แบบจำลองตลาดจะมีความเหมาะสมมากกว่าแบบจำลองอื่นๆ เนื่องจากได้วัดผลตอบแทนโดยคำนึงถึงผลกระทบของตลาดและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน ซึ่งดีกว่า แบบวัดผลตอบแทนค่าเฉลี่ยคงที่ที่วัดผลตอบแทนตามความเสี่ยงของหลักทรัพย์ และแบบวัดเทียบผลตอบแทนตลาด ที่พิจารณาแต่ผลตอบแทนเทียบกับผลตอบแทนตลาดเท่านั้น อีกทั้งข้อจำกัดของวิธีการต่างๆ เช่น การใช้แบบจำลองหลายปัจจัย จำเป็นต้องมีหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันเท่านั้น จึงจะได้ผลที่สามารถอธิบายได้ดีขึ้นเป็นต้น

สำหรับแบบวัดผลตอบแทนค่าเฉลี่ยคงที่ (**Constant Mean adjust return**) สามารถคำนวณผลตอบแทนได้จาก

$$\bar{r}_i = \frac{1}{90} \sum_{t=-120}^{-31} r_{i,t}$$

แล้วนำผลตอบแทนที่ได้มาคำนวณ

ผลตอบแทนเกินปกติ (**Abnormal return**)  $AR_t = r_{i,t} - \overline{r_{i,t}}$  โดยที่  $\overline{r_{i,t}}$  คือ ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนรายวัน 90 วันในช่วงเวลา  $t = -120$  -  $-31$  ของหลักทรัพย์ใดๆ

ส่วนแบบวัดเทียบผลตอบแทนตลาด (**Market adjust return**) จะนำผลตอบแทนตลาดมาใช้เป็นผลตอบแทนปกติ และคำนวณผลตอบแทนเกินปกติ (**Abnormal return**) ได้จาก  $AR_t = r_{i,t} - r_{m,t}$  โดยที่  $r_{m,t}$  คือผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ และคำนวณผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ดังนี้

$$r_{m,t} = \ln Index(t) - \ln Index(t-1) + \frac{\%dy_{index}}{365}$$

โดยที่  $\ln Index(t), \ln Index(t-1)$  คือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ เวลา  $t$  และ  $t-1$   
 $\%dy_{index}$  คือ อัตราผลตอบแทนในรูปเงินปันผล (**Dividend Yield**) จำนวนโดยตลาดหลักทรัพย์

สำหรับการสร้างแบบจำลองตลาด (**Market Model**) เพื่อประมาณค่าพารามิเตอร์ใช้ราคาปิดรายวันของหุ้นของบริษัทในตลาดคำนวณผลตอบแทนหลักทรัพย์ และใช้ SET index จำนวนผลตอบแทนตลาด ในช่วง  $t = -250$  ถึง  $t = -31$  โดยที่  $t = 0$  คือวันที่เกิดเหตุการณ์ แล้วหาค่าสัมประสิทธิ์จากแบบจำลอง

$$r_{i,t} = a_i + b_i r_{m,t} + m_{i,t} \quad \text{สำหรับ } t = -250 \text{ to } -31$$

โดยที่  $r_{i,t}$  คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$   
 $r_{m,t}$  คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด ณ เวลา  $t$   
 $a_i, b_i$  คือ ค่าพารามิเตอร์ (**Market Intercept and Slope**) ของแต่ละหลักทรัพย์  $i$   
 $m_{i,t}$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$  (**Unexplained residual term**)

เราสามารถประมาณค่าพารามิเตอร์  $a_i, b_i$  โดยใช้ **OLS method** เพื่อที่จะประมาณค่าผลตอบแทนตามภาวะตลาด โดยที่การใช้แบบจำลองตลาด ต้องทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ของสัมประสิทธิ์ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลตอบแทนตลาดในกรณีที่ไม่มีความสัมพันธ์ หลักทรัพย์นั้นจะถูกตัดออกจากกลุ่มตัวอย่าง การประมาณด้วย OLS ค่าพารามิเตอร์สามารถประมาณได้ ด้วยวิธีของ **Scholes and Williams (1997)** หรือ **Dimson (1979)**

แต่อย่างไรก็ตาม **Brown and Warner (1985)** แสดงให้เห็นว่าค่าพารามิเตอร์จาก **Scholes and Williams (1997)** หรือ **Dimson (1979)** ไม่ทำให้ความสามารถในการทดสอบสมมติฐานแตกต่างไปจากค่าพารามิเตอร์ที่ได้จาก **OLS** อย่างมีนัยสำคัญ

ถ้ากำหนดให้ผลตอบแทนปกติของหลักทรัพย์เท่ากับ  $\hat{r}_{i,t}$  ในกรณีที่ราคาหลักทรัพย์เป็นไปตามแบบจำลอง ทำให้เกิด ผลตอบแทนส่วนเกิน หรือผลตอบแทนเกินปกติ (**Abnormal Return AR<sub>t</sub>**)

$$AR_t = r_{i,t} - (\hat{a}_i + \hat{b}_i r_{m,t})$$

โดยที่  $AR_t$  คือ ผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์

$\hat{a}, \hat{b}$  คือ ค่าประมาณของพารามิเตอร์

ในการทดสอบสมมติฐาน จะต้องพิจารณาหลักทรัพย์ทุกตัวที่มีผลสะท้อนต่อข้อมูลข่าวสารในช่วงเวลาเดียวกันเฉลี่ย ดังนี้

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t}$$

โดยที่  $AAR_t$  คือ ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติ ณ เวลา  $t$

$i$  คือ จำนวนอัตราผลตอบแทนเกินปกติใน **Event date**

จากนั้นนำเอาค่า  $AAR_t$  ที่ได้มาคำนวณหาค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (**CARs**) ดังนี้

$$CARs = \sum_{t=k}^m AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{t=k}^m \sum_{i=1}^n AAR_{i,t}$$

โดยที่  $t$  คือ ช่วงเวลารอบๆ การเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารใหม่ซึ่งจะมีการวัดเป็นวัน สัปดาห์ หรือเดือนก็ได้ และกำหนดให้  $t=0$  คือเวลาที่ข้อมูลข่าวสารใหม่เผยแพร่ต่อสาธารณชน  $t = -k, -k+1, \dots, -1$  เป็นช่วงเวลาก่อนที่ข้อมูลจะเผยแพร่ ในขณะที่  $t = 1, 2, \dots, m$  คือช่วงเวลาหลังจากที่ข้อมูลได้เผยแพร่แล้ว

ค่าทดสอบทางสถิติเพื่อวัดนัยสำคัญของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติ (AAR)

$$t(AAR_t) = \frac{AAR_t}{\hat{S}(AAR)}$$

ค่าทดสอบทางสถิติเพื่อวัดนัยสำคัญของค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs)

$$t(CAR(t_1, t_2)) = \frac{CAR(t_1, t_2)}{\hat{S}(CAR)}$$

$$\text{โดยที่ } \hat{S}(CAR) = \sqrt{n} \cdot [\hat{S}^2(AAR_t)]^{1/2}$$

ค่าทดสอบทางสถิติเพื่อวัดนัยสำคัญของความแตกต่างระหว่างตัวอย่างของค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs)

$$t(CAR_1(t_1, t_2) - CAR_2(t_1, t_2)) = \frac{CAR_1(t_1, t_2) - CAR_2(t_1, t_2)}{\hat{S}_{sp}(CAR)}$$

$$\text{โดยที่ } \hat{S}_{sp}(CAR) = \sqrt{\frac{S_1^2}{n} + \frac{S_2^2}{n}}, S_1 = \sqrt{n} * \hat{S}_{E1}, S_2 = \sqrt{n} * \hat{S}_{E2}$$

### 3.1.1.2 สมมติฐานที่ใช้ในการศึกษา (Significant Test)

(1) ความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายใน

การทดสอบถึงธุรกรรมหลักทรัพย์ของผู้บริหาร มีการใช้ข้อมูลภายในหรือไม่ สามารถวัดผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย รอบวันที่มีการซื้อขาย ซึ่งเป็นวันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date) ผ่านสมมติฐานต่อไปนี้

$$H_0 : AAR = 0$$

$$H_1 : AAR < 0 \text{ or } AAR > 0$$

ใช้ในการทดสอบว่าบุคคลภายในสามารถทำกำไรเกินปกติได้ และแสดงให้เห็นว่าการซื้อขายเหล่านี้มีการใช้ข้อมูลภายใน ถ้าค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติ (AAR) ไม่เท่ากับศูนย์หรือปฏิเสธสมมติฐาน แสดงว่าบุคคลภายในสามารถทำกำไรเกินปกติได้ไม่ว่าจะในทางบวกหรือลบ แต่ถ้าไม่ปฏิเสธสมมติฐานแสดงว่าไม่มีการใช้ข้อมูลภายในในการซื้อขายเหล่านี้

เพื่อที่จะศึกษาถึงความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายใน รวมถึงทิศทางการซื้อขายหลักทรัพย์ สามารถทดสอบโดยแยกธุรกรรมออกเป็นการซื้อหลักทรัพย์และการขายหลักทรัพย์ ผ่านการทดสอบสมมติฐาน ดังนี้

(1.1) กำไรจากการซื้อหลักทรัพย์ของบุคคลภายใน

$$H_0 : CAR = 0 \text{ or } CAR < 0$$

$$H_A : CAR > 0$$

ถ้าบุคคลภายในมีข้อมูลเหนือกว่าบุคคลอื่น และเชื่อว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นจากข้อมูลข่าวสารที่เป็นประโยชน์นั้น บุคคลภายในจะซื้อหลักทรัพย์ก่อนที่จะมีการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารนั้น ส่งผลให้ ค่าเฉลี่ยสะสมกำไรเกินปกติ (CAR) ควรจะเป็นบวกหลังวันที่มีการซื้อขาย ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบุคคลภายในสามารถคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ แต่ถ้า ค่าเฉลี่ยสะสมกำไรเกินปกติ (CAR) น้อยกว่าหรือเท่ากับศูนย์แสดงว่าบุคคลภายในไม่สามารถคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้

(1.2) กำไรจากการขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายใน

$$H_0 : CAR = 0 \text{ or } CAR > 0$$

$$H_A : CAR < 0$$

ถ้าบุคคลภายในมีข้อมูลเหนือกว่าบุคคลอื่น และเชื่อว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลงจากข้อมูลข่าวสารนั้น บุคคลภายในจะขายหลักทรัพย์ก่อนที่จะมีการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารนั้น ส่งผลให้ ค่าเฉลี่ยสะสมกำไรเกินปกติ (CAR) ควรจะเป็นลบหลังวันที่มีการซื้อขาย ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบุคคลภายในสามารถคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ แต่ถ้า ค่าเฉลี่ยสะสมกำไรเกินปกติ (CAR) มากกว่าหรือเท่ากับศูนย์แสดงว่าบุคคลภายในไม่สามารถคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้

## (2) ความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายนอก

สำหรับความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายนอก จากการตามพฤติกรรมการลงทุนของบุคคลภายใน สามารถคำนวณอัตราผลตอบแทนได้ โดยกำหนดวันที่ประกาศสู่สาธารณชนเป็นวันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date)

(21) กำไรจากการซื้อหลักทรัพย์ของบุคคลภายนอก

$$H_{01} : CAR = 0 \text{ or } CAR < 0$$

$$H_{B1} : CAR > 0$$

บุคคลภายนอกซื้อหลักทรัพย์ตามข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายใน ส่งผลให้ ค่าเฉลี่ยสะสมกำไรเกินปกติ (CAR) ควรจะเป็นบวกหลังวันที่มีการซื้อขาย ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบุคคลภายนอกสามารถทำกำไรเกินปกติได้จากการซื้อขายตามบุคคลภายใน แต่ถ้า ค่าเฉลี่ยสะสมกำไรเกินปกติ (CAR) น้อยกว่าหรือเท่ากับศูนย์แสดงว่าบุคคลภายนอกไม่สามารถทำกำไรได้จากการตามการลงทุนของบุคคลภายใน

(22) กำไรจากการขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายนอก

$$H_{02} : CAR = 0 \text{ or } CAR > 0$$

$$H_{B2} : CAR < 0$$

บุคคลภายนอกขายหลักทรัพย์ตามข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายใน ส่งผลให้ ค่าเฉลี่ยสะสมกำไรเกินปกติ (CAR) ควรจะเป็นบวกหลังวันที่มีการซื้อขาย ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบุคคลภายนอกสามารถทำกำไรเกินปกติได้จากการซื้อขายตามบุคคลภายใน แต่ถ้า ค่าเฉลี่ยสะสมกำไรเกินปกติ (CAR) น้อยกว่าหรือเท่ากับศูนย์แสดงว่าบุคคลภายนอกไม่สามารถทำกำไรได้จากการตามการลงทุนของบุคคลภายใน



### 31.2 การศึกษาคุณลักษณะของธุรกรรมที่มีผล

#### ต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนเกินปกติ

การศึกษาถึงผลกระทบของคุณลักษณะของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนเกินปกติ และใช้ “การวิเคราะห์สมการถดถอย” ในการศึกษาคุณลักษณะของธุรกรรมที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนเกินปกติ โดยมีตัวแปรอิสระ ได้แก่ ผลตอบแทนเกินปกติสะสม และตัวแปรควบคุมต่างๆ ได้แก่ ปริมาณและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร, ตำแหน่งของผู้บริหาร, สัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์ของบริษัทของผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่, ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหลักทรัพย์, และขนาดของบริษัท

การทดสอบคุณลักษณะของธุรกรรมที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนเกินปกติผ่านการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) การวิเคราะห์โดยใช้สมการถดถอยเพื่อทดสอบว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นและอัตราผลตอบแทนนั้นเกิดขึ้นเนื่องจากปัจจัยใด และมีความสัมพันธ์ในทิศทางใด เพื่อเพิ่มความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นและทดสอบความสัมพันธ์กับปัจจัยต่างๆ ที่คาดการณ์ไว้ โดยในแต่ละงานศึกษามีการทดสอบสมมติฐานโดยใช้วิธีการและตัวแปรที่แตกต่างกันออกไป ในการศึกษา ตัวแปรตาม คือ การประมาณค่าผลกำไรเกินปกติของบุคคลภายใน ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยสะสมของอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) โดยต้องการทดสอบถึงปัจจัยต่างๆ มีผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่ ตัวแปรอิสระที่ศึกษา ได้แก่ ตำแหน่งของบุคคลภายใน, สัดส่วนการถือครองหุ้นของบริษัท, ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น, รวมถึงปริมาณและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์, ขนาดของบริษัท, กลุ่มของหลักทรัพย์

#### Determinant Function of the abnormal return

$$CARs = f( CEO^+, ROE^+, Ownership^+, Value^-, Volume^-, Interval^+, Size^- )$$

#### Regression Model (with Trading Value):

$$CAR_{it} = \beta_1 CEO_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 Ownership_{it} + \beta_4 Value_{it} + \beta_5 Interval_{it} + \beta_6 Size_{it} + e_{it}$$

### Alternative Model (with Trading Volume):

$$CAR_{it} = \beta_1 CEO_{it} + \beta_2 \Delta ROE_{it} + \beta_3 Ownership_{it} + \beta_4 Volume_{it} + \beta_5 Interval_{it} + \beta_6 Size_{it} + e_{it}$$

โดยที่ **CAR** คือ ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์

**CEO** คือ ตำแหน่งของผู้บริหารเป็น **Binary variable (CEOs = 1, Non-CEOs = 0)**

**$\Delta ROE$**  คือ การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนทางบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นของ

$$\text{หลักทรัพย์ในไตรมาสถัดไป หรือ } \Delta ROE = \frac{ROE_{t+1} - ROE_t}{ROE_t}$$

**Ownership** คือ สัดส่วนรวมของผู้ถือหุ้นใหญ่ 5 อันดับแรก

**Value** คือ มูลค่าการซื้อขายของหลักทรัพย์ของผู้บริหาร

**Volume** คือ ปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ของผู้บริหาร

**Interval** คือ ช่วงเวลาระหว่างวันที่ทำธุรกรรมและวันที่เปิดเผยข้อมูลการซื้อขาย

**Size** คือ ทุนจดทะเบียนบริษัทของหลักทรัพย์

ในการศึกษานี้ ตัวแปรตามคือการประมาณค่าผลกำไรเกินปกติของบุคคลภายใน ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยสะสมของอัตราผลตอบแทนเกินปกติ โดยต้องการทดสอบถึงตำแหน่งของบุคคลภายในที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่ ใช้ **Binary variable (CEOs = 1, Non-CEOs = 0)** ซีอีโอ คือ ตำแหน่งผู้บริหารระดับสูงและประธานบริษัท (หรือตำแหน่งอื่นที่แสดงถึงสถานะนี้) ซึ่งควรจะมีข้อมูลที่เหนือกว่าบุคคลภายในอื่นๆ ผลลัพธ์ที่ได้คือ สัมประสิทธิ์ของ **CEOs** ควรจะเป็นบวก ที่จะแสดงว่าซีอีโอมีข้อมูลที่เหนือกว่าบุคคลอื่น และส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่า สำหรับตัวแปร **Interval** ช่วงห่างระหว่างวันที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์กับวันที่ประกาศข้อมูล ยิ่งมีช่องว่างในการชะลอการรายงานสู่ตลาด ยิ่งทำให้ได้อัตราผลตอบแทนสูง จึงควรมีความสัมพันธ์เป็นบวก

ตัวแปร  **$\Delta ROE$**  ซึ่งแสดงถึงความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท จะช่วยกำหนดถึงปัจจัยที่แสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในอนาคต ซึ่งจากทฤษฎีการส่งสัญญาณในตลาด (**Market Signaling**) ผู้บริหารจะส่งสัญญาณการซื้อขายของตน เพื่อเป็นการให้ข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นตัวแปรนี้จึงควรมีความสัมพันธ์กันในเชิงบวก

สำหรับตัวแปร **Ownership** กำหนดจากสัดส่วนการถือหุ้นของอันดับการถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรก (ไม่รวมสถาบันการเงิน หรือกองทุนที่ทำการลงทุนหลักทรัพย์) เนื่องจากบริษัทในไทยมีโครงสร้าง **Family-control** แสดงว่าสัดส่วนการถือหุ้นยิ่งสูง การกระจุกตัวของ **CAR** สูง

อัตราผลตอบแทนเกินปกติก็จะสูงตามไปด้วยเช่นเดียวกัน สัมประสิทธิ์จึงควรเป็นบวก สำหรับตัวแปรอื่น เช่น ขนาดของบริษัท (**Size**), ปริมาณการซื้อขาย (**Volume**) และมูลค่าการซื้อขาย (**Value**) ได้ถูกรวมเข้าไปพิจารณาในการวิเคราะห์ สมการถดถอยด้วย ซึ่งจากรวบรวมการปฏิสัมพันธ์แสดงให้เห็นถึงการศึกษาค้นพบว่า บริษัทขนาดเล็กสามารถทำกำไรเกินปกติได้สูงกว่าบริษัทใหญ่ รวมถึงปริมาณการซื้อขาย และมูลค่าการซื้อขายขนาดเล็กก็มีข้อมูลที่น่าเชื่อถือกว่าธุรกรรมขนาดใหญ่ ดังนั้นสัมประสิทธิ์สำหรับตัวแปรเหล่านี้ จึงควรเป็นลบ

### 31.3 การศึกษาถึงความสามารถในการเป็นสัญญาณของผลตอบแทนเกินปกติของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารต่อผลประกอบการในอนาคต

วัตถุประสงค์นี้ ศึกษาผ่านการวิเคราะห์สมการถดถอย โดยมีตัวแปรอิสระ ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนผลตอบแทนทางบัญชีใน 3, 6 และ 12 เดือนถัดไปจากวันที่มีการซื้อขาย ตัวแปรตามหลัก คือ ผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงเวลาต่างๆ และตัวแปรควบคุมต่าง ได้แก่ ปริมาณและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร, ตำแหน่งของผู้บริหาร, สัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์ของบริษัทของผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่, ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหลักทรัพย์, และขนาดของบริษัท

ผลตอบแทนเกินปกติสะสมจะมีความสัมพันธ์กับ การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานของธุรกิจ หรือเขียนกรอบแนวคิด (**Conceptual Framework**) ได้ว่า

$$\Delta ROE_{t+1} \approx CAR_t$$

โดยที่  $CAR_t$  คือ ผลตอบแทนเกินปกติสะสม ณ เวลา  $t$   
 $\Delta ROE_{t+1}$  คือ การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนทางบัญชีของผู้ถือหุ้นในไตรมาสถัดไปจาก  $t$

จากกรอบแนวคิดนี้อธิบายได้ว่า ถ้าหากเกิดผลตอบแทนเกินปกติขึ้นในช่วงเวลา  $t$  จะส่งสัญญาณให้กับตลาดทุนถึงผลการดำเนินงานของบริษัทในอนาคตได้

### 3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้จะเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) แบบรายวัน ตั้งแต่ กรกฎาคม พ.ศ. 2546 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2549 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลหลัก คือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์

รวมถึงข้อมูลที่ได้จากการที่คณะกรรมการ กลต. ได้มีการกำหนดให้ ผู้บริหารหรือผู้สอบบัญชีจะต้องรายงานการถือหลักทรัพย์ (ได้แก่ หุ้น โบราณสำคัญแสดงสิทธิ และหุ้นกู้แปลงสภาพ) ตามรายงาน 59-2 ให้รายงานการเปลี่ยนแปลงการถือหลักทรัพย์ของผู้บริหารหรือผู้สอบบัญชีภายใน 3 วันทำการนับจากวันที่เกิดรายการ ซึ่งแบบ 59-2 จะแสดงให้เห็นความเคลื่อนไหวในการซื้อขายหุ้นของผู้บริหารหรือผู้สอบบัญชี ซึ่งในรายงานดังกล่าวจะประกอบด้วยข้อมูลต่างๆ ดังนี้

- 1) ความสัมพันธ์กับการบริหาร (ตำแหน่ง)
- 2) วันที่รับเอกสาร วันที่บุคคลภายในส่งมอบรายงาน 59-2 ให้แก่ กลต.
- 3) วันที่จัดการเอกสาร (Filing Date) โดยทั่วไปจะเป็นวันเดียวกับวันที่รับเอกสาร
- 4) วันที่ได้มา/จำหน่าย (Transaction Date)
- 5) ประเภทของหลักทรัพย์
- 6) จำนวนหลักทรัพย์ที่ได้มา/จำหน่าย
- 7) ราคาโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์
- 8) วิธีการได้มา/จำหน่าย

ดังนั้น การทดสอบผลกระทบของธุรกรรมหลักทรัพย์ของผู้บริหาร ต่อความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายใน สามารถกำหนดวันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date) เป็นวันที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายใน เพื่อใช้ทดสอบความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายใน และกำหนดวันที่ประกาศสู่สาธารณชนเป็น วันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date) สำหรับทดสอบความสามารถในการทำกำไรของบุคคลภายในที่ตามพฤติกรรมการลงทุนของบุคคลภายใน

สำหรับช่วงเวลาที่ใช้ในการวัดการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ที่ได้รับผลกระทบจากการซื้อขายของผู้บริหาร ตลาดหลักทรัพย์ได้ให้ความสำคัญกับการซื้อขายหลักทรัพย์ของกรรมการ กรรมการบริหาร ผู้จัดการ พนักงานระดับสูง ตลอดจนผู้สอบบัญชีของบริษัทซึ่งเป็นบุคคลอยู่ในสถานะบุคคลภายใน มีโอกาสได้ล่วงรู้ข้อมูลสำคัญที่อาจมีผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ และต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้น รวมถึงต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนก่อนที่

ข้อมูลดังกล่าวจะมีการเผยแพร่ต่อประชาชน เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงการถือหลักทรัพย์ในบริษัทจดทะเบียนให้รายงานการถือหลักทรัพย์ภายใน 3 วัน ทำการนับแต่วันที่มีการซื้อขาย โอนหรือรับโอนหลักทรัพย์ และช่วงเวลาที่ใช้ทดสอบความสามารถในการทำกำไรของบุคคลภายในจะอยู่ในช่วง  $t = -180, -60, -30, -20, -10, -5, 0, 5, 10, 20, 30, 60, 180$  วัน นอกเหนือจากนี้ ข้อมูลผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ต้องเห็นบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลก่อนวันที่เกิดการซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายในประมาณ 10 เดือนหรือต้องมีข้อมูลการซื้อขายก่อนประมาณ 250 วัน เพื่อให้สามารถประมาณพารามิเตอร์ตามแบบจำลองตลาด (Market Model) และสามารถปรับค่า (Standardized) ผลตอบแทนเกินปกติได้



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 4

### ผลการศึกษา

ข้อมูลที่ได้จากรายงาน 59-2 ของ กสท. โดยบริษัทจดทะเบียน ในช่วงระหว่างเดือน กรกฎาคม 2546 ถึง ธันวาคม 2549 โดยพิจารณาถึงข้อจำกัดต่างๆ อันได้แก่ ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ ย้อนหลัง 230 วัน ก่อนวันที่มีการซื้อขาย เพื่อให้เพียงพอที่จะคำนวณพารามิเตอร์ในแบบจำลอง ตลาด และ Standardize ผลตอบแทนเกินปกติได้ เมื่อพิจารณาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งมี จำนวน 462 หลักทรัพย์ แต่จำนวนหลักทรัพย์ที่ได้นำมาศึกษามีทั้งหมด 300 หลักทรัพย์ โดยมี จำนวนธุรกรรมที่เกิดขึ้นทั้งหมด 2,194 ธุรกรรม แยกเป็นการซื้อหลักทรัพย์ 1,120 ธุรกรรม และการ ขายหลักทรัพย์ 1,074 ธุรกรรม จากตารางที่ 1 แบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็นธุรกรรมซื้อ และธุรกรรม ขายหลักทรัพย์ และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ ดังนี้ Panel A แบ่งกลุ่มตัวอย่างตามช่วงเวลาที่เกิด การซื้อขาย ทุกๆ ครึ่งปี ซึ่งจะเห็นได้ว่า บริษัทในตลาดหลักทรัพย์เฉลี่ยประมาณ 30% มีการทำ ธุรกรรมซื้อขายของผู้บริหาร สำหรับ Panel B แบ่งกลุ่มตัวอย่างการซื้อขายตามขนาดของทุนจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ พบว่า ในกลุ่มบริษัทที่มีทุนจดทะเบียนน้อยกว่า 2500 ล้านบาท มี สัดส่วนของบริษัทที่ทำการซื้อขายโดยผู้บริหารสูงสุด และ Panel C แบ่งกลุ่มตัวอย่างการซื้อขาย ตามตำแหน่งของผู้บริหารที่ทำการซื้อขาย

ตารางที่ 1 สรุปค่าทางสถิติของตัวอย่างธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายใน

#### Panel A: แบ่งกลุ่มธุรกรรมตามรายปี (By Year (1st Half & 2ndHalf))

	H2/2546	H1/2547	H2/2547	H1/2548	H2/2548	H1/2549	H2/2549	Total
No. of Firms	131	130	147	122	152	138	151	300
%Traded Firm (462)	28%	28%	32%	26%	33%	30%	33%	65%
No. of Transactions								
Purchase	117	160	211	129	185	141	177	1120
Sale	140	114	168	118	189	157	188	1074
All	257	274	379	247	374	298	365	2194
Values of Trading (Mil. Bt.)								
Purchase	2442.04	784.51	2463.57	858.75	788.57	595.93	3723.54	11656.91
Sale	3797.09	2002.89	3631.51	1507.04	2763.90	23774.70	4664.08	42141.20
All	6239.13	2787.40	6095.07	2365.79	3552.47	24370.63	8387.61	53798.11

**Panel B: แบ่งกลุ่มธุรกรรมตามทุนจดทะเบียนของบริษัท (Market Capitalization of the Firm)**

	Group 1 <=500 Mil. Bt.	Group 2 <=2,500 Mil. Bt.	Group 3 <=10,000 Mil. Bt.	Group 4 <=25,000 Mil. Bt.	Group 5 <=50,000 Mil. Bt.	Group 6 <=100,000 Mil. Bt.	Group 7 >100,000 Mil. Bt.
No. of Firms	81	132	96	64	58	50	51
%Traded Firm (462)	18%	29%	21%	14%	13%	11%	11%
No. of Transactions							
Purchase	104	390	312	149	108	21	36
Sale	68	335	328	154	81	42	66
All	172	725	640	303	189	63	102
Values of Trading (Mil. Bt.)							
Purchase	160.41	3075.64	1666.91	4180.17	1851.42	28.03	694.33
Sale	415.07	5446.48	4400.89	7742.31	2584.24	20887.58	664.64
All	575.48	8522.12	6067.80	11922.48	4435.66	20915.61	1358.97

**Panel C: แบ่งกลุ่มธุรกรรมตามตำแหน่งของบุคคลภายใน (Type of insiders of the Firm)**

	ประธาน กรรมการ บริหาร (CEO/ President)	กรรมการ (Director)	กรรมการ อิสระ (Independent Director)	รองประธาน กรรมการ (Executive Director/ Vice Chairman)	ประธาน กรรมการ (Chairman of the Board)	กรรมการ ตรวจสอบ (Audit Committee)	อื่นๆ (Others)
No. of Firms	104	161	28	17	22	21	214
No. of Transactions							
Purchase	230	307	46	21	41	13	462
Sale	109	279	32	24	33	29	568
All	339	586	78	45	74	42	1030
Values of Trading (Mil. Bt.)							
Purchase	5395.47	4170.28	177.28	171.12	223.49	17.21	1502.06
Sale	1968.89	12499.39	150.21	255.95	451.00	60.61	26755.16
All	7364.35	16669.67	327.49	427.08	674.49	77.81	28257.22

**Panel D: ข้อมูลสรุปทางสถิติของตัวแปรต่างๆ ของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร  
(Descriptive Statistics of Variables)**

Purchase Transaction	N	Minimum	Maximum	Mean		Std. Deviation	Variance
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Statistic
CEO Interval (days)	1120	0	1	0.21	0.012	0.404	0.163
Ownership	1120	0	3	1.56	0.026	0.885	0.783
Market Cap. (Thousand Billions Baht)	1120	0	79.18	18.3787	0.64991	21.75014	473.069
Volume (Million shares)	1120	0	317.0993	14.98572	1.192596	39.91188	1.59E+09
Value (Millions Baht)	1120	19	322.6	1.153212	0.318583	10.66184	1.14E+08
	1120	0	3274.39	10.40796	3.283578	109.8895	1.21E+10
Sale Transaction	N	Minimum	Maximum	Mean		Std. Deviation	Variance
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Statistic
CEO Interval (days)	1073	0	1	0.101584	0.009227	0.302242	0.09135
Ownership	1073	0	3	1.567568	0.027649	0.905699	0.82029
Market Cap. (Thousand Billions Baht)	1073	0	92.92	21.72818	0.678207	22.21581	493.5422
Volume (Million shares)	1073	0	317.0993	24.17093	1.767463	57.89622	3.35E+09
Value (Millions Baht)	1073	1	404.53	1.987127	0.432993	14.18343	2.01E+08
	1073	0	19922.68	39.27419	18.92074	619.7807	3.84E+11



## 41 ผลกระทบของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร

### 41.1 ความสามารถในการทำกำไรของบุคคลภายใน

ตารางที่ 2 เป็นตารางซึ่งแสดงค่าผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) และผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAR) ของธุรกรรมซื้อขายหลักทรัพย์ ที่ได้จากการคำนวณทั้ง 3 วิธี อันได้แก่ Mean Adjusted, Market Adjusted และ Market Model โดย Panel A แสดงผลตอบแทนสำหรับธุรกรรมซื้อขายทั้งหมด, Panel B แสดงผลตอบแทนสำหรับธุรกรรมซื้อ และ Panel C แสดงผลตอบแทนสำหรับธุรกรรมขาย

เมื่อพิจารณาธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารทั้งหมด จากตารางที่ 2 Panel A พบว่า AAR มีค่าติดลบในช่วงก่อนหน้าวันที่เกิดการซื้อขาย (โดยเฉพาะในช่วง 45 วัน ก่อนหน้าวันที่เกิดการซื้อขาย) รวมถึงวันที่มีการซื้อขาย ( $T = 0$ ) ด้วยนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แต่ในช่วงหลังจากวันที่มีการซื้อขาย พบว่า AAR กลับมีค่าเป็นบวก อย่างต่อเนื่องไปอีก 45 วัน แสดงให้เห็นว่า มีการใช้ข้อมูลภายในประกอบการซื้อขายในช่วงเวลาที่ใกล้เคียงกับวันที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะวันที่มีการซื้อขายนั้นจะมีกำไรเกินปกติสูงที่สุด นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย (CAR) พบว่า ในช่วงก่อนวันที่มีธุรกรรมซื้อขายของผู้บริหาร CAR มีค่าติดลบ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 แต่ในช่วงหลังวันที่มีการซื้อขาย CAR กลับมีค่าเป็นบวก อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.10 และเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องไปอีก 20 วัน โดยเพิ่มจาก ร้อยละ 0.43 ไปจนถึง ร้อยละ 0.82 ในวันที่ 20 แสดงให้เห็นว่า การซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารมีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ และผู้บริหารสามารถ ทำกำไรเกินปกติได้จากการซื้อขายเหล่านั้น และจะเห็นได้ว่า ในแบบจำลอง Market Adjusted มีผลที่แตกต่าง เนื่องจากการวัดกำไรเกินปกติโดยอิงจากผลตอบแทนตลาดมีความคลาดเคลื่อนสูง อันเป็นผลจากการไม่รวมเอาความสามารถในการดำเนินการ และความเสี่ยงเฉพาะของบริษัท เข้าร่วมพิจารณา ทำให้ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมจาก Market Adjusted แตกต่างจากแบบจำลอง Mean Adjusted และ Market Model

จากตารางที่ 2 Panel B ซึ่งแสดงถึง AAR และ CAR ของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร พบว่า AAR จากแบบจำลอง Mean Adjusted และ Market Model มีค่าติดลบในช่วงก่อนวันที่มีการซื้อ ขณะที่ AAR ในช่วงหลังวันที่มีการซื้อ (ช่วง 2 วันหลังการซื้อ) มีค่าเป็นบวกในทุกแบบจำลอง ด้วยนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 แสดงให้เห็นว่า ผู้บริหารมีความสามารถในการทำกำไรจากการซื้อหลักทรัพย์ ประกอบกับเมื่อพิจารณา CAR พบว่า มีค่าติดลบทั้งในช่วง 10 วัน ก่อนวันที่มีการซื้อ และวันที่มีการซื้อ ขณะที่หลังจากวันที่มีการซื้อ CAR กลับมีค่าเป็นบวกอย่างต่อเนื่องไปอีก 5 วัน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ผลการศึกษาที่ได้จึงสอดคล้องกับสมมติฐานความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายในจากการซื้อหลักทรัพย์ เนื่องมาจากบุคคลภายในที่อยู่ในบริษัทจดทะเบียนสามารถล่วงรู้เหตุการณ์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตอันใกล้ หรือมีความเชื่อว่าหลักทรัพย์นั้นๆ ยังมีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ดังนั้น จึงใช้ข้อมูลที่เหนือกว่าในการซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทตนเองในช่วงก่อนที่ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้น

ตารางที่ 2 Panel C ซึ่งแสดงถึง AAR และ CAR ของธุรกรรมการขายหลักทรัพย์ ได้แสดงให้เห็นถึงรูปแบบที่ตรงกันข้ามกับการซื้อหลักทรัพย์ นั่นคือ AAR มีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงก่อนที่จะถึงวันที่มีการขาย นอกจากนี้ ในวันที่มีการขายหลักทรัพย์ AAR ก็มีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ขณะที่ในช่วงหลังจากวันที่มีการขาย AAR จากแบบจำลอง Mean Adjusted และ Market Model กลับมีค่าติดลบอย่างต่อเนื่องไปอีกประมาณ 45 วัน แสดงให้เห็นว่า มีการใช้ข้อมูลภายในประกอบการขายหุ้นของผู้บริหารเช่นเดียวกับการซื้อหลักทรัพย์ เมื่อพิจารณาค่า CAR พบว่า มีความแตกต่างกันไปในแต่ละแบบจำลอง โดย CAR จากแบบจำลอง Mean Adjusted มีค่าเป็นบวกในช่วงก่อนที่จะมีการขาย แต่กลับมีค่าติดลบอย่างต่อเนื่องในช่วงหลังการขายหลักทรัพย์ ขณะที่ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 Market Model ได้ให้ค่า CAR ที่มีค่าเป็นบวกในช่วงก่อนที่จะมีการขาย แต่ในช่วงหลังการขายกลับมีค่าเป็นลบเพียง 1 วันเท่านั้น โดยการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวนี้สอดคล้องกับสมมติฐาน ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ผู้บริหารมีความสามารถในการจับจังหวะ และใช้ข้อมูลเพื่อทำกำไรเกินปกติได้

ดังนั้น ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า การเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นสอดคล้องกับสมมติฐานในการทำกำไรเกินปกติ บุคคลภายในมีความสามารถที่จะจับจังหวะของตลาด ในการเข้าซื้อในช่วงที่ราคาหลักทรัพย์ลดลง (AAR มีค่าเป็นลบ) และขายในช่วงที่ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น (AAR มีค่าเป็นบวก) และสามารถทำกำไรได้เกินปกติได้

## 41.2 ความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายนอก

จากตารางที่ 3 Panel A พบว่า หากบุคคลภายนอกทำการซื้อขายหลักทรัพย์ตาม การซื้อขายของบุคคลภายในทันทีที่ได้รับข้อมูล จะสามารถทำกำไรเกินปกติได้ โดย AAR ในช่วง หลังจากที่มีการส่งข้อมูลให้ กลด. และได้มีการประกาศข้อมูลสู่สาธารณชน ( $T = 0$ ) มีค่าเป็นบวก อย่างต่อเนื่อง ยกเว้น AAR จาก Market model ที่มีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ Q10 เพียง 3 วัน ภายหลังจากการประกาศข้อมูล นอกจากนี้ CAR ที่มีค่าเป็นบวกอย่างต่อเนื่องไปอีก 7 วันนับจาก วันที่ประกาศข้อมูลการซื้อขาย แสดงให้เห็นว่า การลงทุนของบุคคลภายนอกโดยการเลียนแบบการ ลงทุนของผู้บริหารสามารถทำกำไรเกินปกติได้ โดยสามารถทำกำไรเกินปกติสะสมได้ต่อเนื่อง ประมาณ 7 วันภายหลังจากการประกาศข้อมูลการซื้อขาย ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่สั้นกว่าการทำกำไรเกิน ปกติของผู้บริหาร

เมื่อพิจารณาธุรกรรมการซื้อโดยบุคคลภายนอก จากตารางที่ 3 Panel B พบว่า AAR มีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ Q01 เพียง 1 วันเท่านั้น ขณะที่ CAR ภายหลังจากวันที่ ประกาศข้อมูล จากแบบจำลอง Mean Adjusted มีค่าเป็นบวกอย่างต่อเนื่องยาวนานกว่า 7 วัน และ Market Model ก็ให้ค่า CAR ที่เป็นบวกต่อเนื่อง 2 วัน แสดงให้เห็นว่า การลงทุนของบุคคลภายนอก โดยการเลียนแบบตามธุรกรรมการซื้อหลักทรัพย์ของผู้บริหารสามารถทำกำไรเกินปกติได้ สำหรับ ธุรกรรมการขาย จากตารางที่ 3 Panel C พบว่า CAR มีค่าติดลบ แสดงให้เห็นว่า บุคคลภายนอก สามารถทำกำไรเกินปกติได้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ Q01 ได้เพียง 4 วันหลังจากที่มีการประกาศ ข้อมูลการซื้อขายของผู้บริหาร ดังนั้น บุคคลภายนอกสามารถทำกำไรเกินปกติได้ จากการเลียนแบบ ธุรกรรมการขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร อย่างไรก็ตาม เมื่อเกินระยะเวลา 4 วันภายหลังจากการ ประกาศข้อมูลการซื้อขายไปแล้ว บุคคลภายนอกจะไม่สามารถสร้างกำไรเกินปกติได้อย่างมี นัยสำคัญ เนื่องจากข้อมูลภายในถูกส่งผ่านมาสู่ตลาดแล้ว ทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวไปสู่ราคา ยุติธรรม ทำให้ไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้

ดังนั้น จากการศึกษาเมื่อพิจารณาเปรียบเทียบความสามารถในการทำกำไรของ บุคคลภายในและบุคคลภายนอก ดังรูปที่ 11 พบว่า บุคคลภายในสามารถทำกำไรเกินปกติได้สูง กว่าบุคคลภายนอกที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ตามผู้บริหาร และบุคคลภายในสามารถทำกำไรได้ใน ระยะเวลาที่ยาวนานกว่า เนื่องจากผู้บริหารมีการใช้ข้อมูลในการซื้อขายก่อนบุคคลภายนอก ทำให้มี ผลตอบแทนที่สูงกว่านั่นเอง

เมื่อพิจารณาความสามารถในการทำกำไร พบว่า มีการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ก่อนที่จะมีการซื้อขายของผู้บริหารชี้ให้เห็นว่า มีการใช้ข้อมูลภายในในการซื้อขายก่อนที่จะมีการเปิดเผยข้อมูลสู่สาธารณชน (**Illegal trading**) อีกทั้งในการศึกษานี้ ใช้ข้อมูลที่มีการรายงานสู่ กตต. ซึ่งเป็นข้อมูลที่เปิดเผย ดังนั้น การซื้อขายที่ไม่เปิดเผย (**Illegal trading**) ย่อมมีผลตอบแทนเกินปกติที่สูงกว่าผลที่ได้จากการศึกษานี้



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 2 ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม สำหรับบุคคลภายใน  
**Panel A: AAR และ CAR** ในช่วงก่อนและหลังธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร 180 วัน  
 (ขนาดตัวอย่าง = 2193)

Event Period T	AAR			CAR (-t,0) and CAR (1,t)		
	Mean Adjusted AAR1	Market Adjusted AAR2	Market Model AAR3	Mean Adjusted CAR1	Market Adjusted CAR2	Market Model CAR3
-180	0.0005	0.0014*	0.0005	-0.0955***	0.0531	-0.1294**
-150	-0.0009	-0.0003	-0.0011	-0.0876***	0.0346	-0.1211**
-120	0.0008	0.0010	0.0003	-0.0770***	0.0197	-0.1113***
-90	0.0003	0.0013	0.0001	-0.0688***	0.0041	-0.0993***
-60	-0.0006	0.0005	-0.0008	-0.0491***	-0.0026	-0.0757***
-30	0.0010	0.0012*	0.0001	-0.0380***	-0.0111	-0.0491***
-20	-0.0001	0.0007	-0.0006	-0.0359***	-0.0159*	-0.0416***
-10	-0.0010	-0.0005	-0.0016**	-0.0271***	-0.0153**	-0.0290***
-9	-0.0005	0.0006	-0.0009	-0.0261***	-0.0149**	-0.0274***
-8	-0.0008	-0.0001	-0.0013**	-0.0255***	-0.0155***	-0.0265***
-7	-0.0022***	-0.0011	-0.0023***	-0.0248***	-0.0155***	-0.0253***
-6	-0.0003	0.0004	-0.0009	-0.0228***	-0.0146***	-0.0231***
-5	-0.0016**	-0.0008	-0.0021***	-0.0225***	-0.0150***	-0.0222***
-4	-0.0041*	-0.0032	-0.0046**	-0.0209***	-0.0141***	-0.0201***
-3	-0.0015	-0.0006	-0.0016	-0.0168***	-0.0109***	-0.0155***
-2	-0.0023***	-0.0012	-0.0025***	-0.0153***	-0.0103***	-0.0138***
-1	-0.0056***	-0.0040**	-0.0052***	-0.0129***	-0.0091***	-0.0113***
0	-0.0073***	-0.0050***	-0.0061***	-0.0073***	-0.0050***	-0.0061***
1	0.0069***	0.0058***	0.0043***	0.0069***	0.0058***	0.0043***
2	0.0010	0.0003	-0.0005	0.0080***	0.0061***	0.0039*
3	0.0024***	0.0022***	0.0012**	0.0104***	0.0083***	0.0050**
4	0.0022***	0.0024***	0.0013**	0.0126***	0.0107***	0.0063***
5	0.0018***	0.0018**	0.0003	0.0144***	0.0125***	0.0067**
6	0.0010	0.0013*	0.0000	0.0154***	0.0138***	0.0066**
7	0.0008	0.0012	-0.0001	0.0161***	0.0150***	0.0066**
8	0.0022***	0.0023***	0.0011*	0.0183***	0.0173***	0.0077**
9	0.0003	0.0010	-0.0005	0.0187***	0.0183***	0.0072**
10	0.0001	0.0003	-0.0008	0.0187***	0.0186***	0.0064*
20	0.0011	0.0006	-0.0005	0.0317***	0.0330***	0.0082*
30	0.0011*	0.0012*	-0.0001	0.0470***	0.0479***	0.0109
60	0.0000	0.0007	-0.0010	0.0814***	0.0928***	0.0126
90	0.0003	0.0012*	-0.0003	0.1060***	0.1453***	0.0172
120	0.0004	0.0019***	0.0004	0.1104***	0.1890***	0.0150
150	-0.0013***	0.0001	-0.0011**	0.0896***	0.2157***	0.0033
180	0.0007	0.0018***	0.0005	0.0837***	0.2408***	-0.0001

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ฃ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ตารางที่ 2 ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม สำหรับบุคคลภายใน  
**Panel B: AAR และ CAR** ในช่วงก่อนและหลังธุรกรรมการซื้อหลักทรัพย์ของผู้บริหาร 180 วัน  
 (ขนาดตัวอย่าง = 1120)

Event Period T	AAR			CAR (-t,0) and CAR (1,t)		
	Mean Adjusted AAR1	Market Adjusted AAR2	Market Model AAR3	Mean Adjusted CAR1	Market Adjusted CAR2	Market Model CAR3
-180	0.0014	0.0180***	0.0014	-0.0303	3.0608***	0.0881
-150	-0.0001	0.0154***	-0.0006	-0.0462	2.5290***	0.0441
-120	0.0018**	0.0171***	0.0013	-0.0483*	2.0164***	0.0229
-90	-0.0005	0.0169***	0.0005	-0.0435*	1.5110***	0.0102
-60	-0.0013	0.0162***	-0.0007	-0.0296*	1.0065***	-0.0005
-30	0.0002	0.0161***	-0.0002	-0.0275**	0.5020***	-0.0102
-20	0.0006	0.0172***	0.0008	-0.0249***	0.3376***	-0.0099
-10	-0.0019**	0.0153***	-0.0013	-0.0222***	0.1735***	-0.0097**
-9	-0.0013	0.0166***	-0.0004	-0.0203***	0.1582***	-0.0084*
-8	0.0001	0.0171***	0.0004	-0.0190***	0.1416***	-0.0080**
-7	-0.0021**	0.0157***	-0.0011	-0.0191***	0.1245***	-0.0085**
-6	-0.0008	0.0165***	-0.0001	-0.0172***	0.1084***	-0.0076**
-5	-0.0020**	0.0157***	-0.0011	-0.0164***	0.0918***	-0.0076**
-4	-0.0015*	0.0165***	-0.0002	-0.0143***	0.0761***	-0.0064**
-3	0.0007	0.0179***	0.0014	-0.0128***	0.0595***	-0.0061**
-2	-0.0024***	0.0148***	-0.0017*	-0.0135***	0.0417***	-0.0076***
-1	-0.0046***	0.0138***	-0.0026***	-0.0110***	0.0269***	-0.0058***
0	-0.0065***	0.0130***	-0.0033***	-0.0065***	0.0130***	-0.0033***
1	0.0065***	0.0209***	0.0041***	0.0065***	0.0209***	0.0041***
2	0.0039***	0.0182***	0.0024***	0.0104***	0.0391***	0.0066***
3	0.0011	0.0169***	0.0007	0.0114***	0.0560***	0.0072***
4	0.0002	0.0163***	-0.0001	0.0116***	0.0723***	0.0071***
5	0.0004	0.0163***	-0.0001	0.0120***	0.0886***	0.0071***
6	0.0002	0.0164***	0.0000	0.0122***	0.1050***	0.0071**
7	0.0008	0.0169***	0.0008	0.0130***	0.1219***	0.0078**
8	0.0006	0.0171***	0.0007	0.0136***	0.1389***	0.0085**
9	-0.0003	0.0166***	0.0001	0.0133***	0.1555***	0.0086**
10	-0.0013*	0.0155***	-0.0006	0.0120***	0.1710***	0.0080*
20	-0.0008	0.0149***	-0.0008	0.0152**	0.3358***	0.0109
30	0.0000	0.0163***	0.0005	0.0235**	0.4992***	0.0154
60	-0.0010	0.0153***	-0.0007	0.0327**	0.9880***	0.0278
90	0.0007	0.0160***	0.0008	0.0617***	1.4976***	0.0671**
120	0.0016**	0.0176***	0.0028***	0.0867***	1.9952***	0.1106***
150	-0.0003	0.0147***	0.0008	0.1051***	2.4769***	0.1630***
180	0.0010	0.0158***	0.0026***	0.1335***	2.9424***	0.2284***

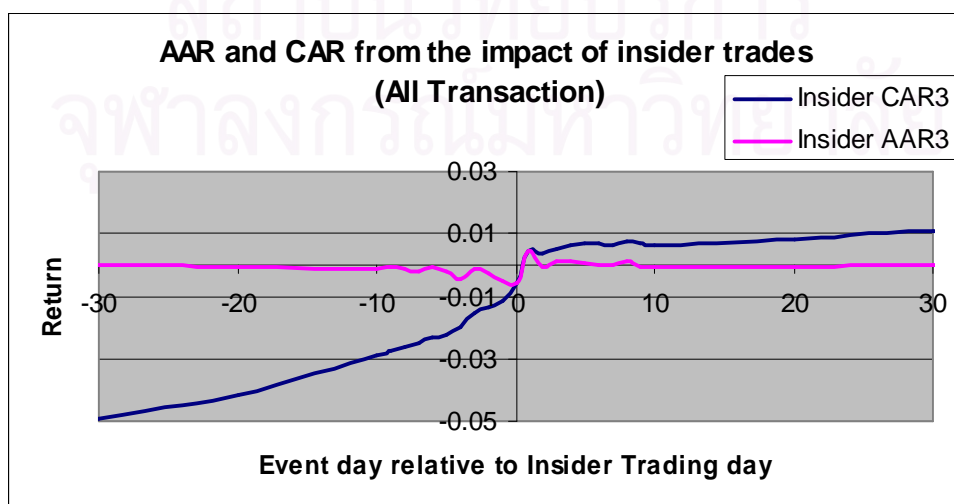
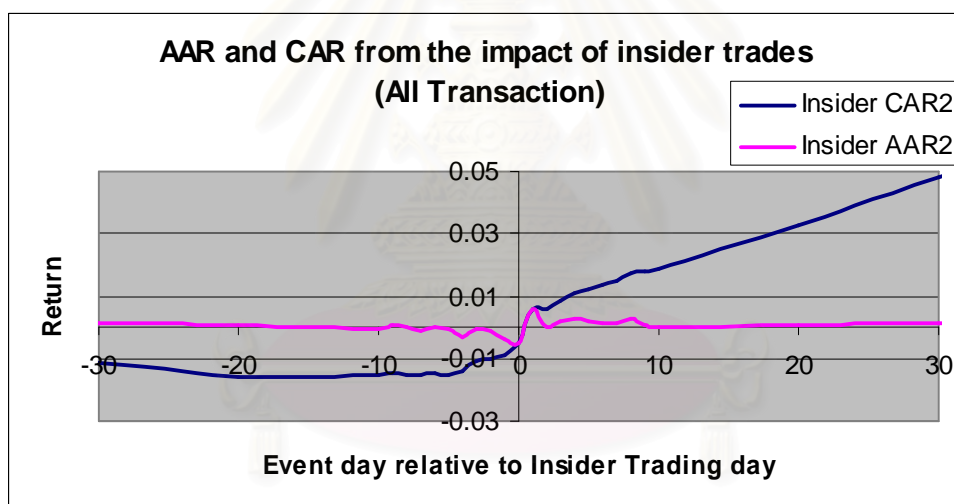
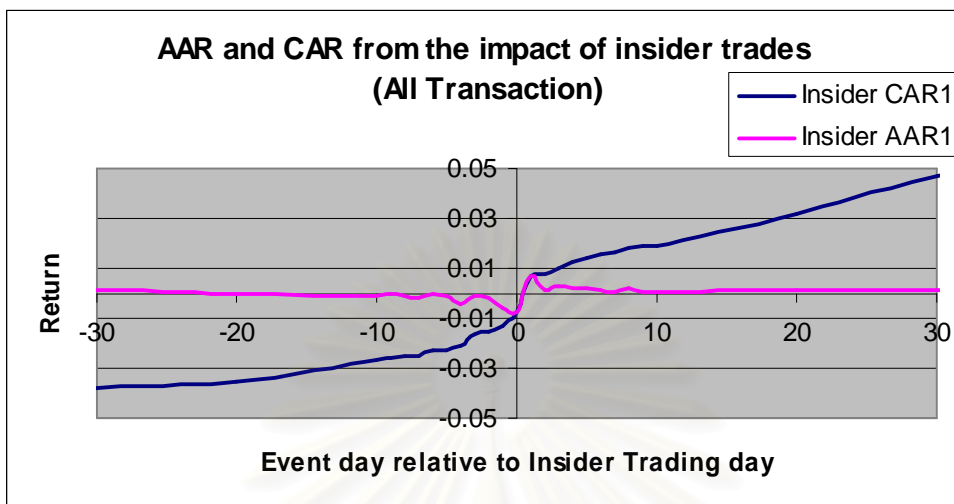
\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ตารางที่ 2 ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม สำหรับบุคคลภายใน  
**Panel C: AAR และ CAR** ในช่วงก่อนและหลังธุรกรรมการขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร 180 วัน  
 (ขนาดตัวอย่าง = 1073)

Event Period T	AAR			CAR (-t,0) and CAR (1,t)		
	Mean Adjusted AAR1	Market Adjusted AAR2	Market Model AAR3	Mean Adjusted CAR1	Market Adjusted CAR2	Market Model CAR3
-180	0.0004	0.0152***	0.0005	0.1669***	2.9901***	0.3569***
-150	0.0017	0.0162***	0.0017	0.1330***	2.4826***	0.2928***
-120	0.0001	0.0153***	0.0006	0.1086***	2.0014***	0.2506***
-90	-0.0010	0.0146***	0.0002	0.0962***	1.5287***	0.2133***
-60	-0.0002	0.0156***	0.0008	0.0701***	1.0366***	0.1543***
-30	-0.0018*	0.0140***	-0.0004	0.0492***	0.5390***	0.0899***
-20	0.0008	0.0163***	0.0019*	0.0477***	0.3796***	0.0747***
-10	0.0001	0.0167***	0.0020**	0.0324***	0.2100***	0.0493***
-9	-0.0003	0.0158***	0.0015	0.0323***	0.1933***	0.0473***
-8	0.0018*	0.0178***	0.0031***	0.0326***	0.1775***	0.0458***
-7	0.0022**	0.0183***	0.0036***	0.0310***	0.1598***	0.0429***
-6	-0.0002	0.0162***	0.0018*	0.0288***	0.1415***	0.0393***
-5	0.0012	0.0179***	0.0031***	0.0290***	0.1253***	0.0375***
-4	0.0069	0.0236***	0.0091**	0.0279***	0.1074***	0.0344***
-3	0.0038***	0.0197***	0.0048***	0.0210***	0.0838***	0.0252***
-2	0.0022**	0.0177***	0.0033***	0.0172***	0.0640***	0.0204***
-1	0.0067*	0.0225***	0.0079**	0.0150***	0.0463***	0.0171***
0	0.0081***	0.0237***	0.0091***	0.0081***	0.0237***	0.0091***
1	-0.0074***	0.0098***	-0.0046***	-0.0074***	0.0098***	-0.0046***
2	0.0019	0.0183***	0.0035	-0.0055*	0.0280***	-0.0011
3	-0.0039***	0.0129***	-0.0017*	-0.0094**	0.0410***	-0.0028
4	-0.0042***	0.0119***	-0.0028***	-0.0136***	0.0529***	-0.0056
5	-0.0032***	0.0132***	-0.0007	-0.0169***	0.0661***	-0.0063
6	-0.0018*	0.0143***	0.0000	-0.0187***	0.0804***	-0.0063
7	-0.0008	0.0151***	0.0009	-0.0195***	0.0955***	-0.0054
8	-0.0038***	0.0129***	-0.0014*	-0.0233***	0.1084***	-0.0068
9	-0.0010	0.0151***	0.0011	-0.0243***	0.1235***	-0.0057
10	-0.0015	0.0153***	0.0010	-0.0258***	0.1389***	-0.0048
20	-0.0031***	0.0143***	0.0002	-0.0490***	0.2800***	-0.0055
30	-0.0021**	0.0144***	0.0006	-0.0716***	0.4188***	-0.0064
60	-0.0011	0.0145***	0.0012	-0.1323***	0.8328***	0.0030
90	0.0000	0.0141***	0.0014*	-0.1526***	1.2530***	0.0343
120	0.0008	0.0144***	0.0022***	-0.1357***	1.6769***	0.0837**
150	0.0023***	0.0151***	0.0030***	-0.0742*	2.1204***	0.1617***
180	-0.0004	0.0128***	0.0016**	-0.0327	2.5504***	0.2363***

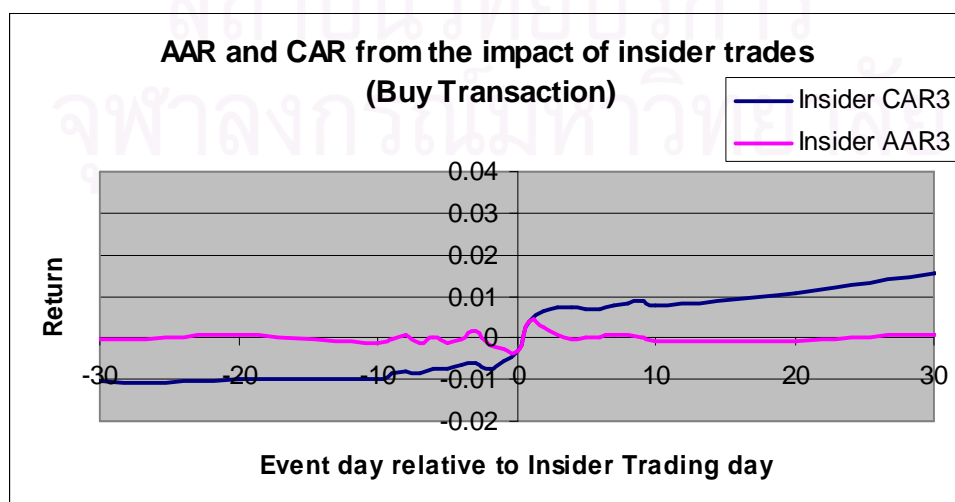
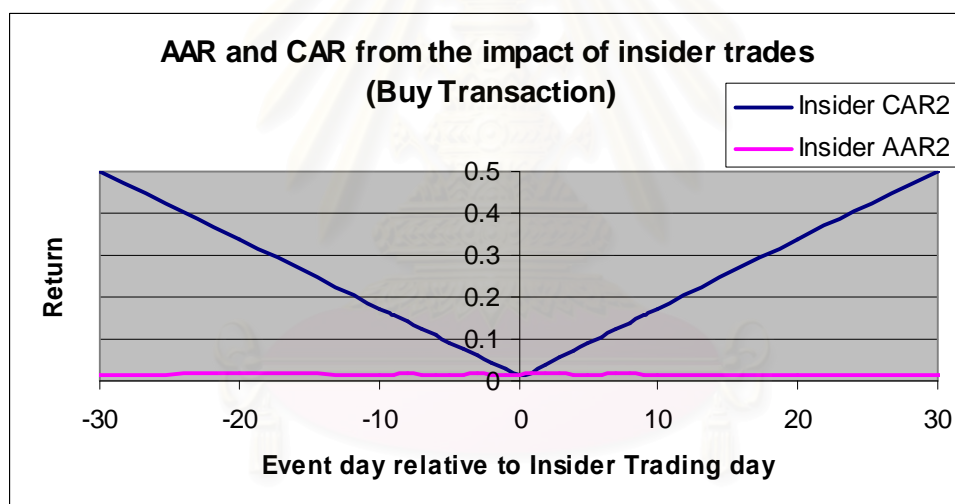
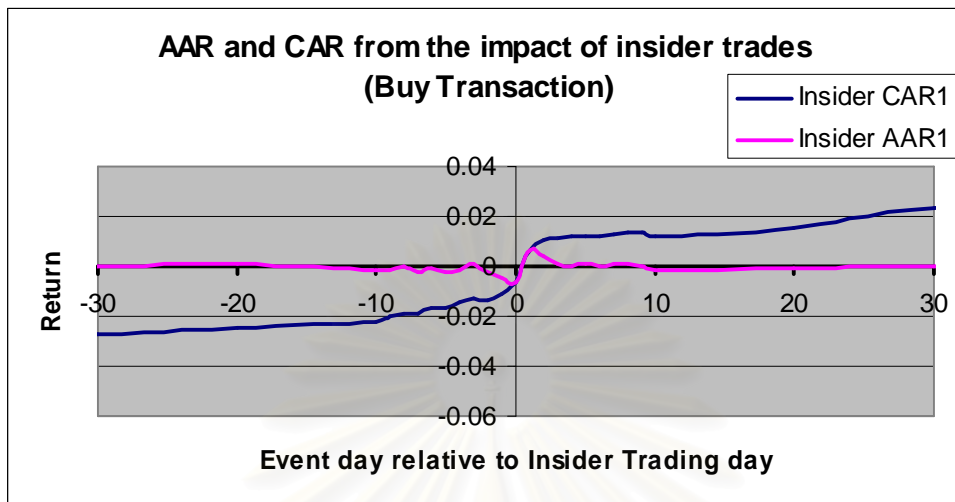
\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

รูปที่ 5 แสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและผลตอบแทนเกินปกติสะสมของธุรกรรมการซื้อขายทั้งหมด สำหรับบุคคลภายใน

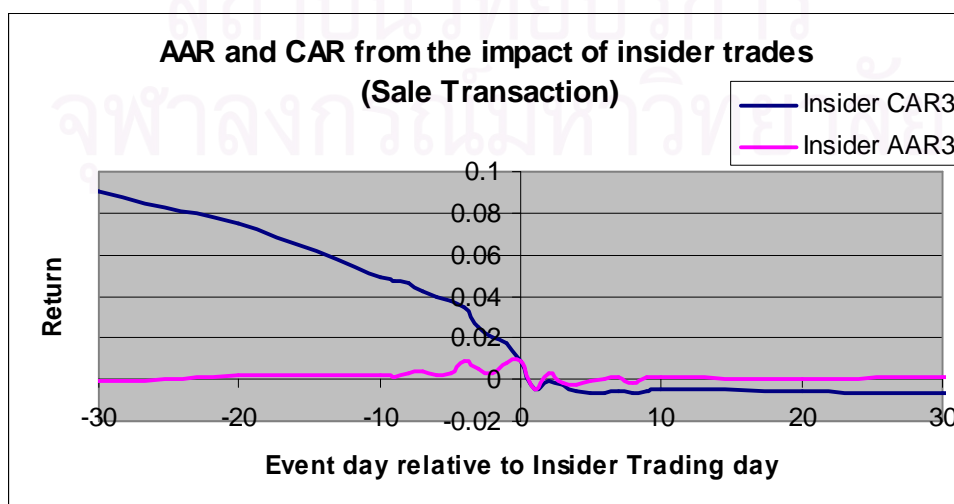
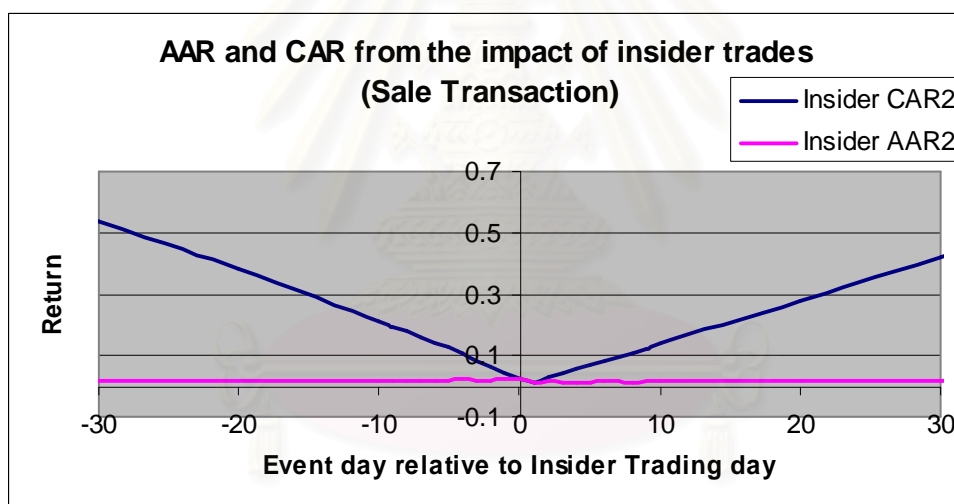
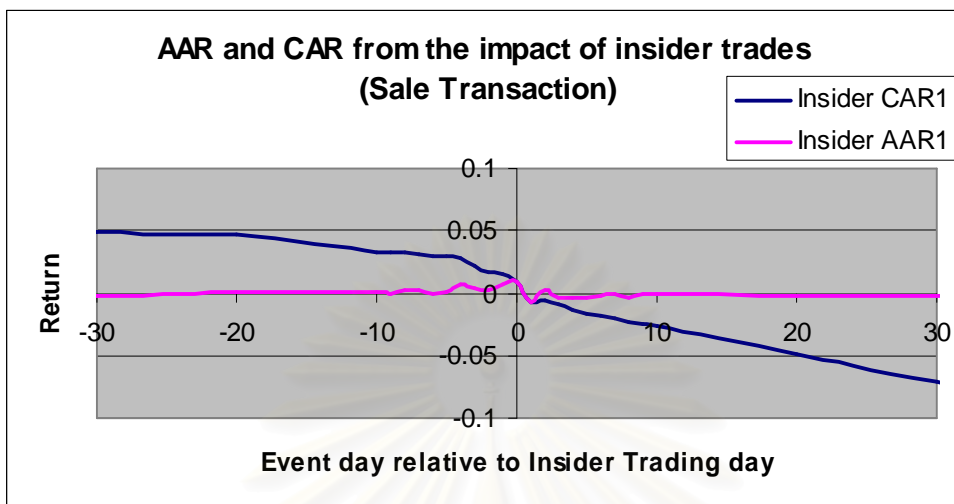




รูปที่ 6 แสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย และผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของธุรกรรมซื้อหลักทรัพย์ สำหรับบุคคลภายใน



รูปที่ 7 แสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย และผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของธุรกรรมขายหลักทรัพย์ สำหรับบุคคลภายใน



ตารางที่ 3 ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม

สำหรับบุคคลภายนอก

Panel A: AAR และ CAR ของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์โดยบุคคลภายนอก ในช่วงก่อนและ  
หลังการประกาศข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร 180 วัน  
(ขนาดตัวอย่าง = 2379)

Event Period T	AAR			CAR (-t,0) and CAR (1,t)		
	Mean Adjusted AAR1	Market Adjusted AAR2	Market Model AAR3	Mean Adjusted CAR1	Market Adjusted CAR2	Market Model CAR3
-180	-0.0011	0.0004	-0.0009	-0.0708**	0.1792**	-0.0950**
-150	0.0001	0.0013*	-0.0001	-0.0655***	0.1439**	-0.0893**
-120	-0.0003	0.0009	-0.0006	-0.0613***	0.1082**	-0.0860**
-90	-0.0014**	0.0002	-0.0012**	-0.0559***	0.0726*	-0.0794***
-60	0.0009	0.0022***	0.0006	-0.0400***	0.0445*	-0.0602***
-30	0.0004	0.0018**	0.0003	-0.0313***	0.0155	-0.0389***
-20	-0.0005	0.0007	-0.0010	-0.0267***	0.0060	-0.0312***
-10	-0.0009	0.0010	-0.0011*	-0.0183***	0.0000	-0.0201***
-9	-0.0004	0.0011	-0.0006	-0.0176***	-0.0012	-0.0191***
-8	-0.0016**	-0.0002	-0.0019***	-0.0173***	-0.0024	-0.0187***
-7	-0.0006	0.0009	-0.0011*	-0.0157***	-0.0022	-0.0167***
-6	-0.0019***	-0.0001	-0.0019***	-0.0151***	-0.0031	-0.0157***
-5	-0.0033	-0.0017	-0.0036*	-0.0132***	-0.0030	-0.0137***
-4	-0.0017*	0.0002	-0.0016*	-0.0100***	-0.0013	-0.0101***
-3	-0.0043***	-0.0019**	-0.0038***	-0.0081***	-0.0014	-0.0084***
-2	-0.0051***	-0.0025	-0.0044**	-0.0038*	0.0006	-0.0046**
-1	-0.0013	0.0002	-0.0014*	0.0014	0.0031**	-0.0002
0	0.0027***	0.0029***	0.0012	0.0027***	0.0029***	0.0012
1	0.0022***	0.0026***	0.0011*	0.0022***	0.0026***	0.0011**
2	0.0017***	0.0024***	0.0008	0.0040***	0.0050***	0.0019**
3	0.0020***	0.0029***	0.0011*	0.0060***	0.0079***	0.0030***
4	0.0013**	0.0021***	0.0004	0.0073***	0.0101***	0.0034**
5	0.0002	0.0010	-0.0007	0.0075***	0.0111***	0.0026*
6	0.0008	0.0020***	0.0002	0.0083***	0.0131***	0.0029*
7	0.0015**	0.0024***	0.0006	0.0098***	0.0155***	0.0035*
8	-0.0001	0.0013**	-0.0004	0.0097***	0.0168***	0.0031
9	-0.0003	0.0007	-0.0010*	0.0094***	0.0175***	0.0021
10	0.0008	0.0012*	-0.0003	0.0102***	0.0187***	0.0018
20	0.0008	0.0012*	-0.0004	0.0205***	0.0354***	0.0020
30	0.0007	0.0015**	-0.0002	0.0327***	0.0527***	0.0032
60	0.0007	0.0021***	0.0001	0.0608***	0.1059***	0.0030
90	0.0006	0.0018***	0.0000	0.0853***	0.1678***	0.0081
120	0.0006	0.0025***	0.0006	0.0942***	0.2253***	0.0092
150	-0.0009**	0.0007	-0.0008*	0.0781***	0.2665***	0.0013
180	-0.0001	0.0013**	0.0001	0.0728***	0.3046***	0.0014

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ตารางที่ 3 ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม

สำหรับบุคคลภายนอก

**Panel B: AAR และ CAR** ของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์โดยบุคคลภายนอก ในช่วงก่อนและหลังการประกาศข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร 180 วัน  
(ขนาดตัวอย่าง = 1248)

Event Period	AAR			CAR (-t,0) and CAR (1,t)		
	Mean Adjusted AAR1	Market Adjusted AAR2	Market Model AAR3	Mean Adjusted CAR1	Market Adjusted CAR2	Market Model CAR3
-180	0.0000	0.0161***	-0.0001	-0.0293	3.0388***	0.0794
-150	0.0013	0.0163***	0.0005	-0.0363	2.5132***	0.0440
-120	-0.0002	0.0159***	-0.0002	-0.0360	2.0078***	0.0244
-90	-0.0010	0.0150***	-0.0012	-0.0294	1.5060***	0.0110
-60	0.0015**	0.0179***	0.0016**	-0.0197	1.0048***	0.0029
-30	0.0010	0.0168***	0.0008	-0.0204**	0.5056***	-0.0049
-20	0.0005	0.0160***	-0.0001	-0.0167**	0.3415***	-0.0050
-10	-0.0011	0.0166***	-0.0004	-0.0136***	0.1797***	-0.0036
-9	0.0000	0.0174***	0.0009	-0.0125***	0.1631***	-0.0032
-8	-0.0028***	0.0151***	-0.0017**	-0.0127***	0.1454***	-0.0044
-7	-0.0013	0.0159***	-0.0008	-0.0100**	0.1301***	-0.0027
-6	-0.0024***	0.0155***	-0.0012	-0.0086**	0.1142***	-0.0019
-5	-0.0001	0.0170***	0.0005	-0.0062*	0.0987***	-0.0007
-4	-0.0020	0.0162***	-0.0004	-0.0061**	0.0817***	-0.0011
-3	-0.0051***	0.0139***	-0.0030***	-0.0041*	0.0655***	-0.0007
-2	-0.0024	0.0160***	-0.0005	0.0011	0.0516***	0.0024
-1	-0.0007	0.0167***	0.0002	0.0036***	0.0355***	0.0029**
0	0.0043***	0.0188***	0.0027***	0.0043***	0.0188***	0.0027***
1	0.0019**	0.0174***	0.0012	0.0019**	0.0174***	0.0012*
2	0.0011	0.0168***	0.0005	0.0030***	0.0341***	0.0017*
3	0.0000	0.0161***	-0.0002	0.0030**	0.0502***	0.0015
4	0.0010	0.0161***	0.0002	0.0040**	0.0663***	0.0017
5	0.0007	0.0164***	0.0003	0.0046**	0.0828***	0.0019
6	0.0008	0.0174***	0.0012	0.0054**	0.1001***	0.0031
7	-0.0006	0.0163***	0.0001	0.0048*	0.1165***	0.0032
8	-0.0005	0.0157***	-0.0002	0.0044	0.1322***	0.0030
9	-0.0005	0.0152***	-0.0006	0.0038	0.1475***	0.0024
10	0.0005	0.0158***	0.0001	0.0044	0.1632***	0.0025
20	0.0006	0.0154***	-0.0001	0.0081	0.3243***	0.0046
30	0.0005	0.0155***	0.0000	0.0156*	0.4830***	0.0078
60	0.0008	0.0162***	0.0008	0.0269*	0.9630***	0.0218
90	0.0012*	0.0155***	0.0009	0.0611***	1.4621***	0.0626**
120	0.0020***	0.0173***	0.0028***	0.0881***	1.9509***	0.1067***
150	0.0005	0.0151***	0.0014**	0.1067***	2.4262***	0.1590***
180	0.0006	0.0152***	0.0025***	0.1355***	2.8854***	0.2266***

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ตารางที่ 3 ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม

สำหรับบุคคลภายนอก

Panel C: AAR และ CAR ของธุรกรรมการขายหลักทรัพย์โดยบุคคลภายนอก ในช่วงก่อนและหลัง

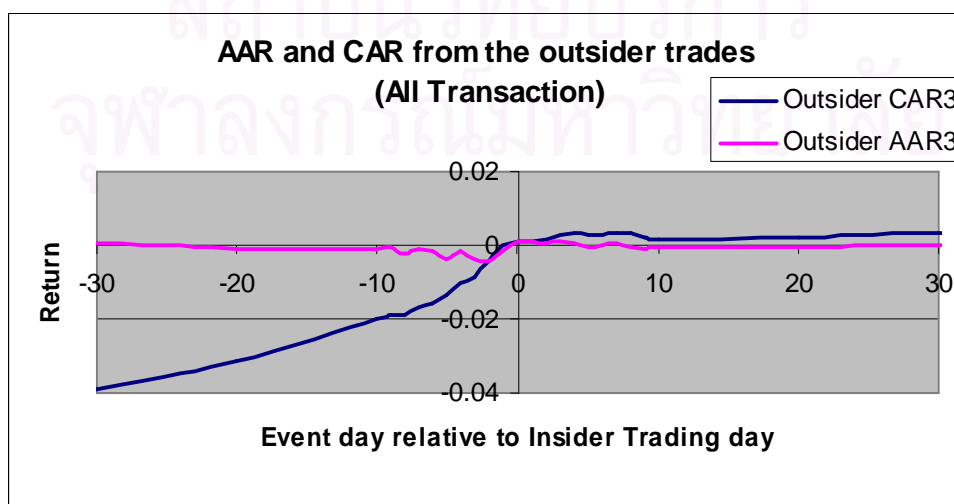
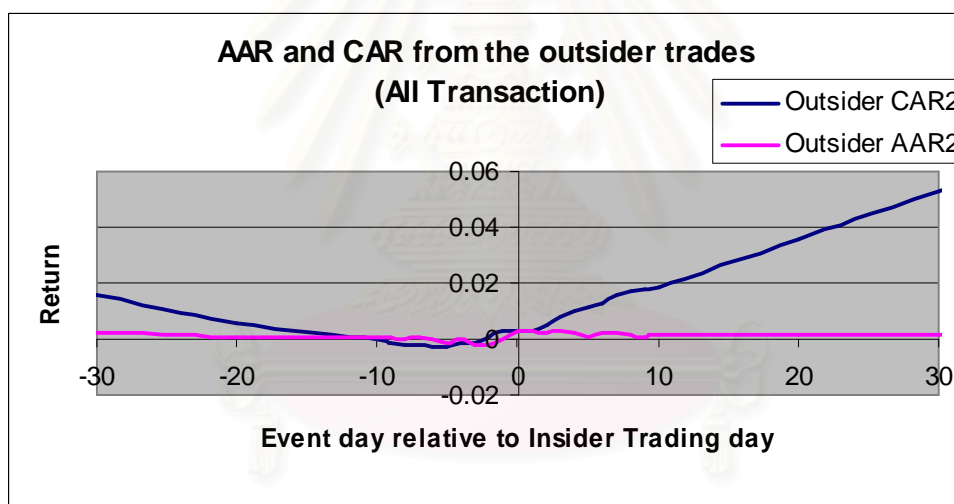
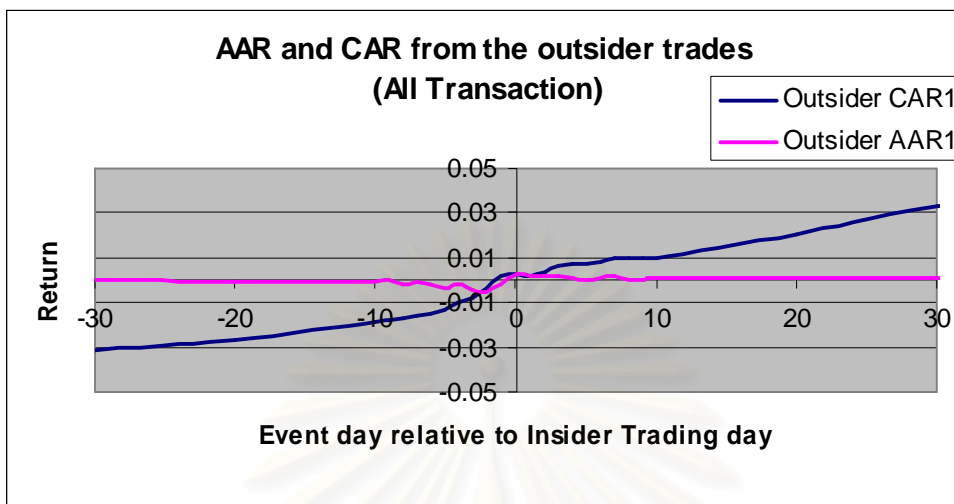
การประกาศข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร 180 วัน

(ขนาดตัวอย่าง= 1131)

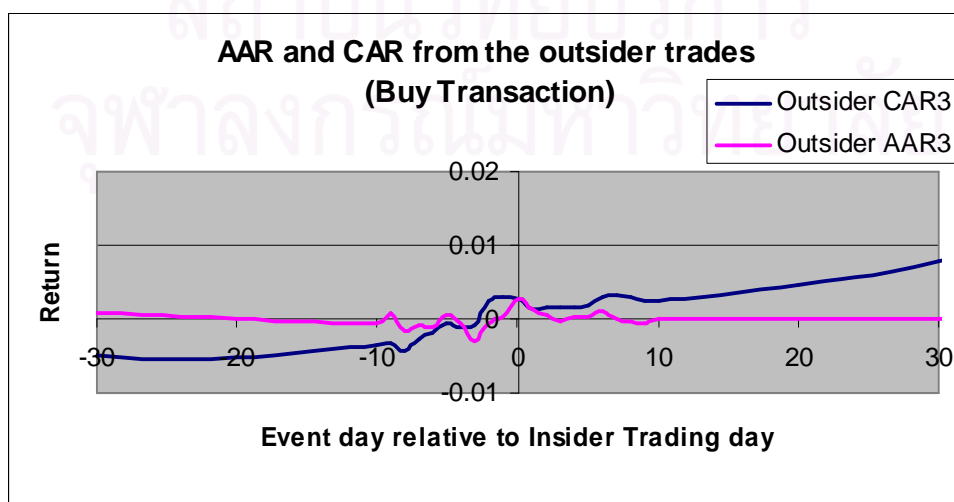
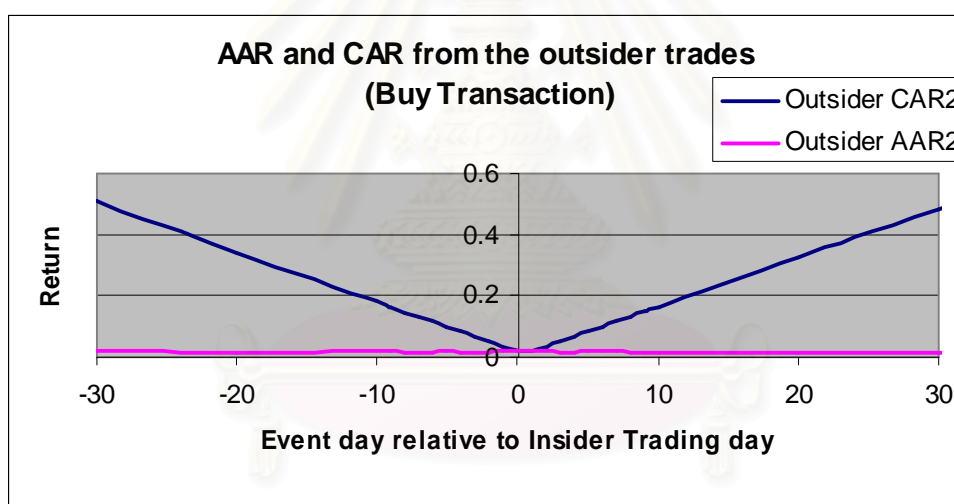
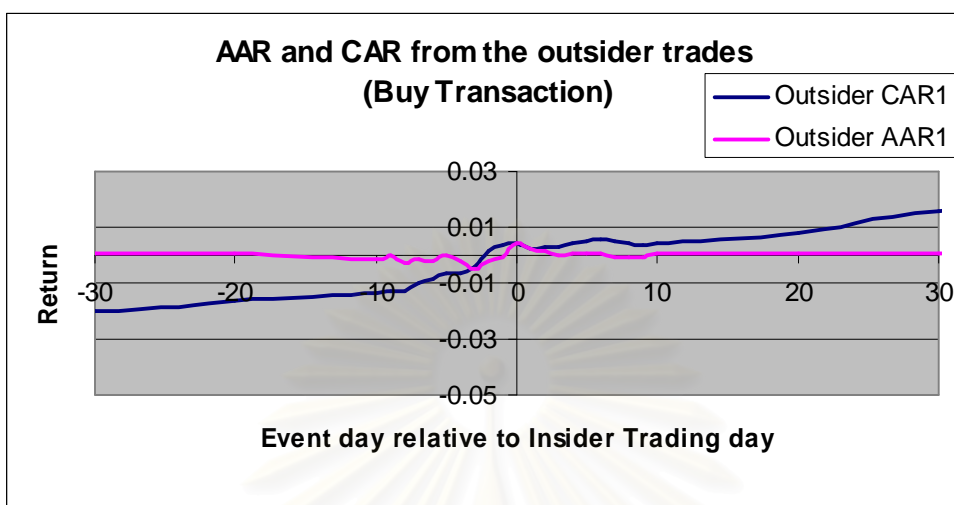
Event Period	AAR			CAR (-t,0) and CAR (1,t)		
	Mean Adjusted AAR1	Market Adjusted AAR2	Market Model AAR3	Mean Adjusted CAR1	Market Adjusted CAR2	Market Model CAR3
-180	0.0023**	0.0165***	0.0019*	0.1189**	2.8733***	0.2868***
-150	0.0011	0.0147***	0.0008	0.0992***	2.3873***	0.2355***
-120	0.0005	0.0152***	0.0009	0.0903***	1.9282***	0.2071***
-90	0.0019*	0.0157***	0.0013	0.0858***	1.4721***	0.1790***
-60	-0.0002	0.0149***	0.0005	0.0629***	0.9981***	0.1301***
-30	0.0002	0.0145***	0.0003	0.0438***	0.5184***	0.0766***
-20	0.0015	0.0159***	0.0020*	0.0380***	0.3602***	0.0601***
-10	0.0006	0.0159***	0.0018*	0.0237***	0.1965***	0.0384***
-9	0.0008	0.0168***	0.0023**	0.0234***	0.1807***	0.0368***
-8	0.0004	0.0169***	0.0022**	0.0226***	0.1639***	0.0346***
-7	-0.0002	0.0156***	0.0014	0.0222***	0.1470***	0.0323***
-6	0.0013	0.0171***	0.0026**	0.0224***	0.1315***	0.0309***
-5	0.0068*	0.0222***	0.0082*	0.0211***	0.1143***	0.0282***
-4	0.0015	0.0174***	0.0029***	0.0143***	0.0922***	0.0200***
-3	0.0034***	0.0192***	0.0046***	0.0126***	0.0745***	0.0169***
-2	0.0082**	0.0228***	0.0087***	0.0092**	0.0553***	0.0123***
-1	0.0020	0.0179***	0.0033**	0.0010	0.0324***	0.0036*
0	-0.0010	0.0145***	0.0003	-0.0010	0.0145***	0.0003
1	-0.0026***	0.0136***	-0.0009	-0.0026***	0.0136***	-0.0009
2	-0.0024**	0.0133***	-0.0011	-0.0051***	0.0269***	-0.0020*
3	-0.0042***	0.0115***	-0.0026***	-0.0093***	0.0384***	-0.0046***
4	-0.0017*	0.0132***	-0.0006	-0.0110***	0.0516***	-0.0052***
5	0.0003	0.0159***	0.0019**	-0.0106***	0.0675***	-0.0034*
6	-0.0009	0.0149***	0.0008	-0.0115***	0.0823***	-0.0026
7	-0.0037***	0.0128***	-0.0012	-0.0153***	0.0952***	-0.0038
8	-0.0003	0.0145***	0.0006	-0.0156***	0.1097***	-0.0032
9	0.0000	0.0153***	0.0014	-0.0156***	0.1249***	-0.0019
10	-0.0010	0.0148***	0.0007	-0.0167***	0.1398***	-0.0011
20	-0.0011	0.0144***	0.0007	-0.0342***	0.2813***	0.0009
30	-0.0011	0.0138***	0.0004	-0.0517***	0.4190***	0.0019
60	-0.0007	0.0135***	0.0008	-0.0984***	0.8337***	0.0176
90	-0.0001	0.0133***	0.0010	-0.1127***	1.2508***	0.0517**
120	0.0009	0.0138***	0.0018***	-0.1015***	1.6647***	0.0977***
150	0.0025***	0.0152***	0.0031***	-0.0474	2.0989***	0.1716***
180	0.0010	0.0140***	0.0025***	-0.0046	2.5221***	0.2454***

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

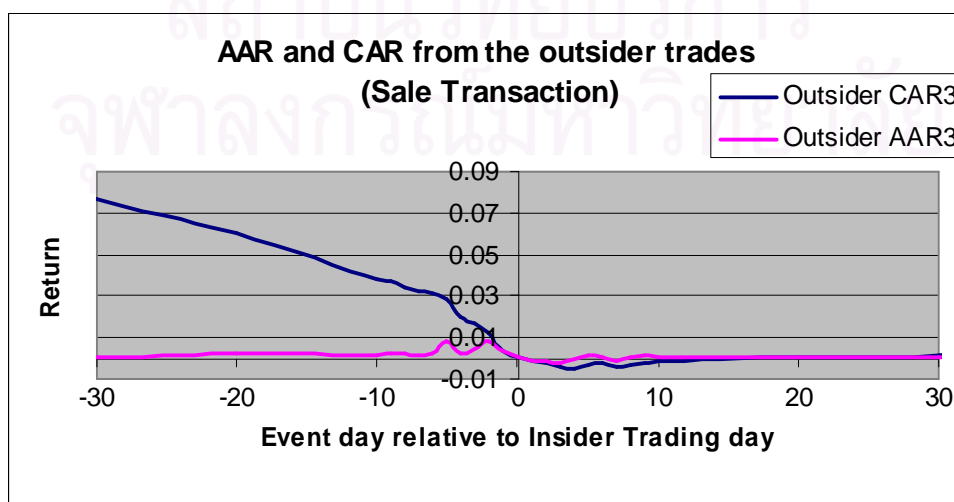
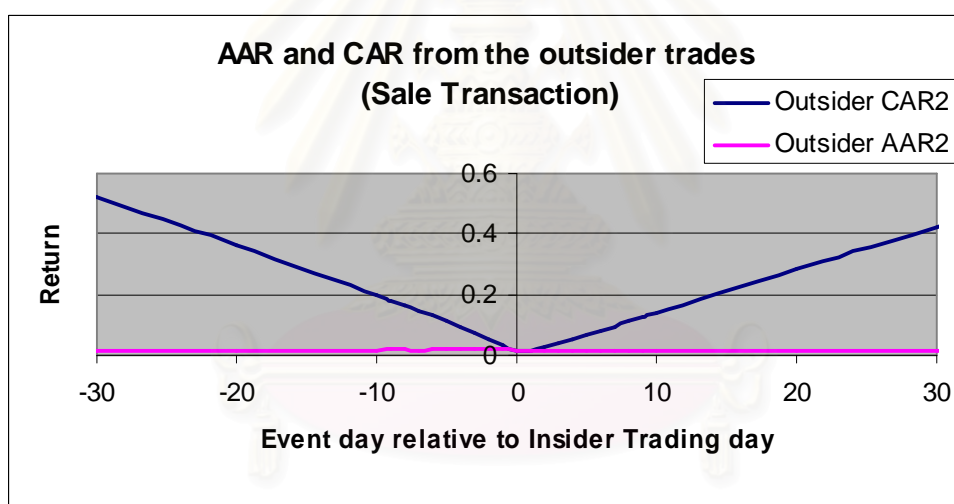
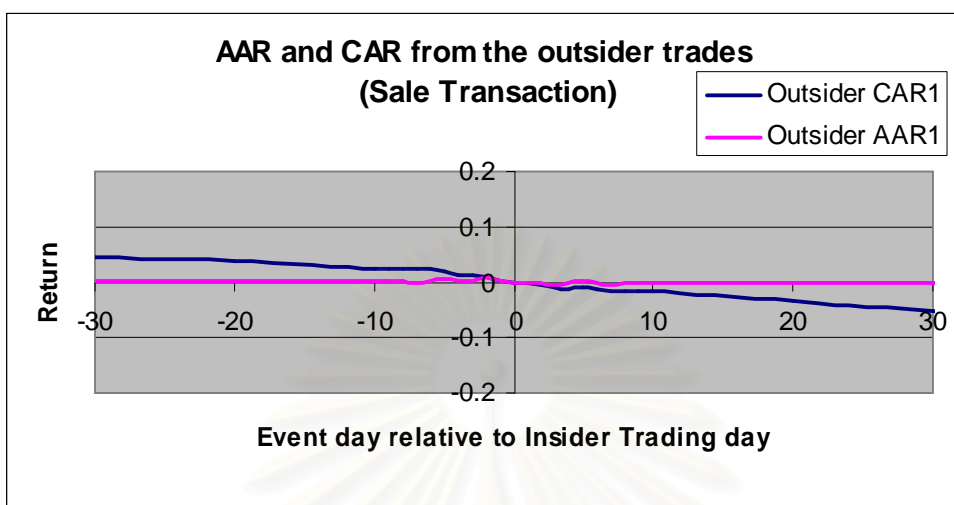
รูปที่ 8 ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย และผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของธุรกรรมซื้อขายทั้งหมด สำหรับบุคคลภายนอก



รูปที่ 9 ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย และผลตอบแทนเกินปกติสะสมของธุรกรรมซื้อ  
หลักทรัพย์ สำหรับบุคคลภายนอก

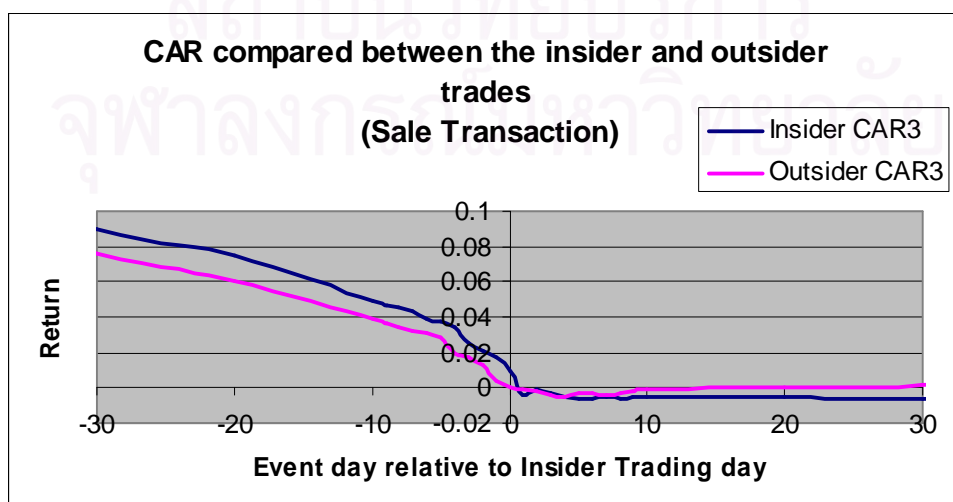
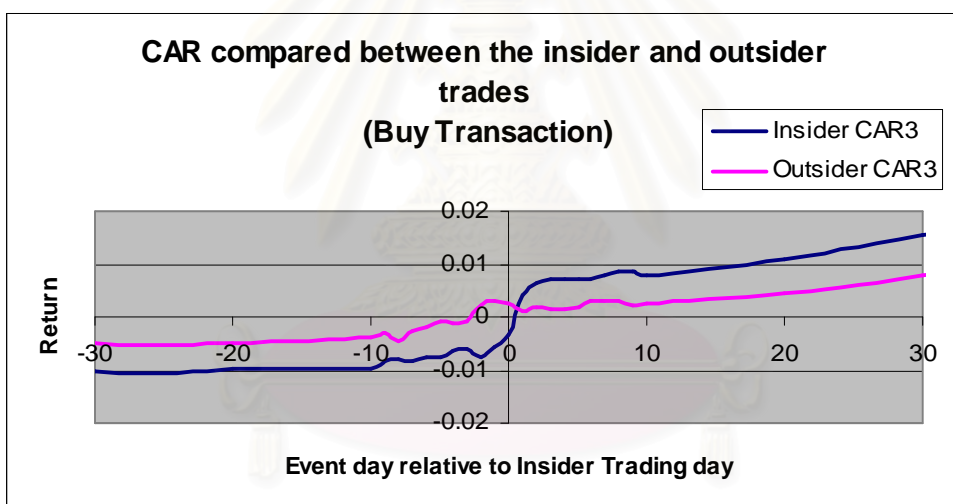
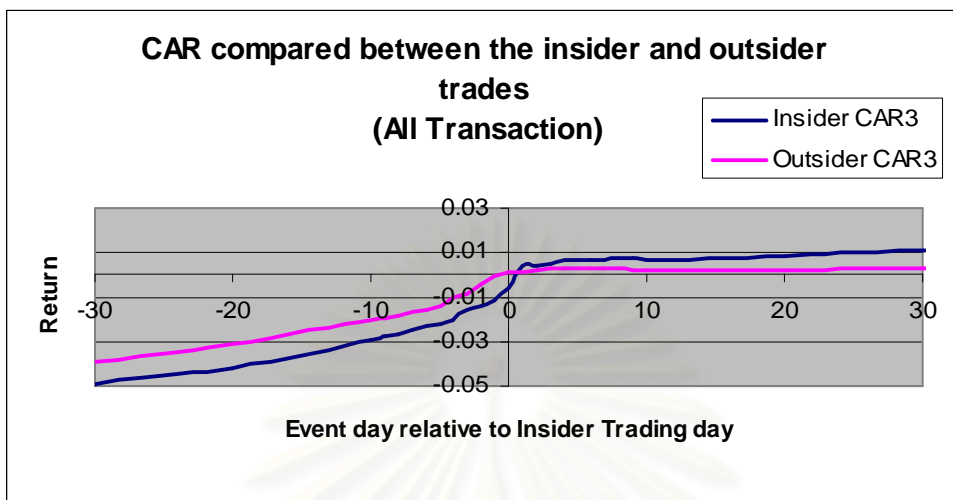


รูปที่ 10 ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย และผลตอบแทนเกินปกติสะสมของธุรกรรมขาย  
หลักทรัพย์ สำหรับบุคคลภายนอก





รูปที่ 11 เปรียบเทียบผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของธุรกรรมขายหลักทรัพย์ ระหว่างบุคคลภายใน และบุคคลภายนอก



## 4.2 ผลกระทบของคุณลักษณะของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนเกินปกติ

การวิเคราะห์สมการถดถอยนี้ ได้ใช้ตัวแปรต่างๆ ที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAR) ได้แก่ ตำแหน่งของผู้บริหาร, ช่วงเวลาระหว่างวันที่มีการซื้อขายและวันที่มีการประกาศข้อมูลการซื้อขาย, สัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก และทุนจดทะเบียนบริษัท รวมถึงปริมาณและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร โดยค่าทางสถิติของตัวแปรต่างๆ สามารถสรุปได้ดังตารางที่ 5 ซึ่งแบ่งธุรกรรมออกเป็นธุรกรรมทั้งหมด ธุรกรรมการซื้อ และธุรกรรมการขาย

ตารางที่ 4 นิยามของตัวแปรต่างๆ ในการวิเคราะห์สมการถดถอย

สัญลักษณ์	ตัวแปร	นิยาม
CARB5	CAR(-5,0)	ผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย ก่อนวันที่มีการซื้อขาย 5 วันถึงวันซื้อขาย
CARB1	CAR(-1,0)	ผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย ก่อนวันที่มีการซื้อขาย 1 วันถึงวันซื้อขาย
CAR0A	CAR(T,A)	ผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย ตั้งแต่วันที่มีการซื้อขายถึงวันที่มีการประกาศ
CAR1	CAR(1,1)	ผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย หลังวันที่มีการซื้อขาย 1 วัน
CAR5	CAR(1,5)	ผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย หลังวันที่มีการซื้อขาย 5 วัน
CAR10	CAR(1,10)	ผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย หลังวันที่มีการซื้อขาย 10 วัน
CAR20	CAR(1,20)	ผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย หลังวันที่มีการซื้อขาย 20 วัน
CAR30	CAR(1,30)	ผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย หลังวันที่มีการซื้อขาย 30 วัน
CEO	CEO	ตำแหน่งของผู้บริหาร ถ้าเป็นกรรมการผู้บริหาร (CEO)=1 อื่นๆ=0
INTERVAL	Interval	ช่วงเวลาระหว่างวันที่มีการซื้อขายและวันที่มีการประกาศข้อมูลการซื้อขาย (วัน)
OWNERSHI	Ownership	สัดส่วนการถือครองหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรก (%)
LNMKTCAP	Ln(Mkt Cap)	ค่าลอการิทึมของทุนจดทะเบียนบริษัท
LNVOLUME	Ln(Volume)	ค่าลอการิทึมของปริมาณการซื้อขายหุ้นของธุรกรรมผู้บริหาร
LNVALUE	Ln(Value)	ค่าลอการิทึมของมูลค่าการซื้อขายหุ้นของธุรกรรมผู้บริหาร
ΔROE3	ΔROE3	การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนทางบัญชีส่วนผู้ถือหุ้น ในไตรมาสถัดไป (%)
ΔROE6	ΔROE6	การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนทางบัญชีส่วนผู้ถือหุ้น ใน 6 เดือนถัดไป (%)
ΔROE12	ΔROE12	การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนทางบัญชีส่วนผู้ถือหุ้น ใน 12 เดือนถัดไป (%)

ตารางที่ 5 ค่าทางสถิติของตัวแปรต่างๆ และผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม ณ ช่วงเวลาต่างๆ ของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร

**Panel A: ธุรกรรมการซื้อขายทั้งหมด (All Transaction)**

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
CARB5	-.0223	.18114	2156
CARB1	-.0114	.09852	2160
CAR0A	-.002833	.1308955	2165
CAR1	.004347	.0322284	2169
CAR5	.006692	.1349963	2169
CAR10	.006396	.1817668	2169
CAR20	.008235	.2980376	2169
CAR30	.010970	.4178937	2169
CEO	.15	.362	2193
Interval	1.56	.895	2193
Ownership	20.0176	22.03793	2193
InMktCap	15.3126	1.64936	2184
InVolume	11.3563	2.38100	2193
InValue	13.9922	2.12810	2189

**Panel B: ธุรกรรมการซื้อหลักทรัพย์ (Purchase Transaction) และ ธุรกรรมการขายหลักทรัพย์ (Sale Transaction)**

<b>Purchase Transaction</b>	Mean	Std. Deviation	N	<b>Sale Transaction</b>	Mean	Std. Deviation	N
CARB5	-.0076	.12045	1095	CARB5	.0375	.22644	1061
CARB1	-.0058	.05239	1097	CARB1	.0171	.12974	1063
CAR0A	.002925	.0589786	1100	CAR0A	.008779	.1765910	1065
CAR1	.004116	.0319198	1103	CAR1	-.004586	.0325579	1066
CAR5	.007070	.0903744	1103	CAR5	-.006300	.1692533	1066
CAR10	.007960	.1620996	1103	CAR10	-.004777	.2001570	1066
CAR20	.010869	.3077434	1103	CAR20	-.005509	.2877696	1066
CAR30	.015390	.4466755	1103	CAR30	-.006396	.3860176	1066
CEO	.21	.404	1120	CEO	.10	.302	1073
Interval	1.56	.885	1120	Interval	1.57	.906	1073
Ownership	18.3787	21.75014	1120	Ownership	21.7282	22.21581	1073
InMktCap	15.1605	1.58482	1112	InMktCap	15.4705	1.70014	1072
InVolume	10.9994	2.38145	1120	InVolume	11.7289	2.32382	1073
InValue	13.6020	1.99321	1119	InValue	14.4004	2.18822	1070

จากตารางที่ 6, 7 และ 8 สามารถสรุปผลการศึกษา ผลกระทบของคุณลักษณะของ  
 ธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนเกินปกติ  
 ได้ดังนี้

**ตำแหน่งของผู้บริหาร (CEO)** ไม่พบว่ามีความสำคัญทางสถิติต่อผลตอบแทนเกิน  
 ปกติเฉลี่ยสะสม ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานและงานศึกษาอื่นๆ ซึ่งพบว่า ผู้บริหารระดับสูง เช่น  
 กรรมการผู้จัดการ จะมีข้อมูลที่มีคุณค่าเหนือกว่าบุคคลภายในอื่นๆ จึงสามารถทำกำไรเกินปกติได้  
 สูงกว่า ทั้งนี้ เนื่องจากการศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงการถือครองหุ้นของผู้บริหารตาม  
 เกณฑ์ของ กสท. ซึ่งกำหนดให้รายงานเพียงการถือครองหุ้นของผู้บริหารและกรมบริษัท จาก  
 อันดับสูงสุดลงมา 4 อันดับเท่านั้น ทำให้มีการล่องรู้ข้อมูลภายในองค์กรที่ไม่แตกต่างกันมากนัก ตัว  
 แปร CEO จึงไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติ ต่างจากการศึกษาของ **Seyhun (1986)** และ  
**Carter, Mansi and Reeb (2003)** ซึ่งใช้ข้อมูลการซื้อขายของเจ้าหน้าที่ พนักงานอื่นๆ ที่มีความ  
 แตกต่างในการล่องรู้ข้อมูลการดำเนินธุรกิจมากกว่า

**ช่วงเวลาระหว่างวันที่มีการซื้อขายและวันที่มีการประกาศข้อมูลการซื้อขาย**  
**(INTERVAL)** มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม ที่ระดับนัยสำคัญ **0.10** เมื่อ  
 พิจารณาจากธุรกรรมการซื้อขายทั้งหมด และที่ระดับนัยสำคัญ **0.05** เมื่อพิจารณาจากธุรกรรมการ  
 ซื้อ แสดงให้เห็นว่า ระยะเวลาระหว่างวันที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์กับวันที่มีการเปิดเผยข้อมูลมีผล  
 ต่อความสามารถในการทำกำไร สำหรับผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงเวลา 5 วันก่อน  
 วันที่มีการซื้อขาย และวันที่ประกาศข้อมูล นอกจากนี้ สัมประสิทธิ์ของตัวแปร ยังแสดงให้เห็นว่า  
 การชะลอการเปิดเผยข้อมูลจะทำให้ผู้บริหารสามารถทำกำไรเกินปกติได้สูงขึ้น บุคคลภายใน  
 องค์กรจึงมีแนวโน้มที่จะชะลอการรายงานข้อมูลการซื้อขายของตนต่อ กสท. เนื่องมาจากความ  
 ต้องการที่จะยืดระยะเวลาการใช้ประโยชน์จากการรับรู้ข้อมูลภายในที่เหนือกว่าบุคคลภายนอกเพื่อ  
 รักษาความสามารถในการทำกำไรให้ได้ยาวนานที่สุด ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ **Carter,  
 Mansi and Reed (2003)** แต่ต่างจากการศึกษาของ **Karantarat (2004)** ซึ่งพบว่าตัวแปรนี้ไม่มี  
 นัยสำคัญ

สัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (OWNERSHIP) ณ ระดับนัยสำคัญที่ **0.01 OWNERSHIP** มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของธุรกรรมทั้งหมด สำหรับผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงหลังจากที่มีการซื้อขาย **10** วัน ขณะที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงหลังจากที่มีการซื้อขาย **5** วัน, **20** วัน และ **30** วัน ด้วยนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ **0.05** นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาจากธุรกรรมการขายพบว่า **OWNERSHIP** มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงหลังจากที่มีการซื้อขาย **5** วัน ด้วยนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ **0.05** ขณะที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงหลังจากที่มีการซื้อขาย **10** วัน, **20** วัน และ **30** วัน ด้วยนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ **0.01** จึงสอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่าบุคคลภายในสามารถทำกำไรเกินปกติผ่านการขายหลักทรัพย์ได้ จากการศึกษาที่มีการกระจุกตัวของการถือครองหุ้นสูง อย่างไรก็ตาม ในธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ พบว่า **OWNERSHIP** ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญ

ขนาดของบริษัท ซึ่งวัดจากทุนจดทะเบียนบริษัท (LNMKTCAP) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของทั้งธุรกรรมซื้อ และ ธุรกรรมขาย สำหรับผลตอบแทนในช่วงเวลาหลังจากที่มีการซื้อขาย **5** วัน, **10** วัน, **20** วัน และ **30** วัน ดังแสดงในตารางที่ **7: Panel B** และตารางที่ **8: Panel B** ซึ่งแตกต่างจากสมมติฐาน และ การศึกษาอื่นๆ ซึ่งถึงแม้บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะถูกติดตามและตรวจสอบจากทั้งนักวิเคราะห์และนักลงทุน แต่เนื่องจากความสามารถในการกระจายข้อมูลของบริษัท และความสามารถของตลาดในการส่งผ่านข้อมูลไม่มีประสิทธิภาพ ดังผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า การซื้อขายของผู้บริหารในบริษัทขนาดใหญ่สามารถทำกำไรเกินปกติได้สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก

สำหรับตัวแปรอื่นๆ ได้แก่ ปริมาณการซื้อขาย (LNVOLUME) พบว่า ไม่มีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ ขณะที่ตัวแปรมูลค่าการซื้อขาย (LNVALUE) พบว่า มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของธุรกรรมการขายหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม แสดงให้เห็นว่ามูลค่าการขายหลักทรัพย์ที่ต่ำ จะสามารถทำกำไรเกินปกติได้มากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐาน ตามการศึกษาของ **Barclay and Warner (1993)** และ **Seyhun (1986)** ที่เสนอว่าธุรกรรมขนาดเล็กจะให้ผลตอบแทนที่เหนือกว่าธุรกรรมขนาดใหญ่

ตารางที่ 6 ผลกระทบของตัวแปรต่างๆ ต่อผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม ณ ช่วงเวลาต่างๆ ของธุรกรรมทั้งหมด (All transactions)

**Panel A: ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย จากการพิจารณาปริมาณการซื้อขาย (Trading Volume)**

Variable	CARB5	CARB1	CAR0A	CAR1	CAR5	CAR10	CAR20	CAR30
(Constant)	0.0036 (0.08)	-0.0091 (-0.39)	-0.0032 (-0.10)	-0.0062 (-0.81)	0.0043 (0.13)	-0.0147 (-0.34)	0.0050 (0.07)	0.0039 (0.04)
CEO	0.0050 (0.46)	-0.0010 (-0.16)	0.0091 (1.14)	0.0028 (1.43)	0.0036 (0.44)	0.0103 (0.94)	0.0069 (0.38)	0.0139 (0.55)
Interval	0.0074* (1.69)	0.0033 (1.39)	0.0003 (0.09)	0.0000 (0.04)	-0.0020 (-0.61)	0.0015 (0.35)	0.0038 (0.53)	0.0066 (0.65)
InVolume	-0.0020 (-1.21)	-0.0001 (-0.10)	0.0004 (0.31)	0.0004 (1.43)	0.0006 (0.50)	0.0004 (0.22)	0.0009 (0.33)	0.0007 (0.18)
Ownership	-0.0003* (-1.69)	0.0000 (-0.11)	-0.0002* (-1.65)	0.0000 (-0.56)	-0.0004** (-2.41)	-0.0005*** (-2.74)	-0.0007** (-2.13)	-0.0009** (-1.98)
InMktCap	-0.0006 (-0.22)	-0.0004 (-0.28)	-0.0001 (-0.04)	0.0004 (0.80)	0.0003 (0.16)	0.0015 (0.59)	0.0000 (-0.01)	0.0003 (0.05)
R <sup>2</sup>	0.0038	0.0010	0.0024	0.0024	0.0035	0.0042	0.0029	0.0026
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0015	-0.0013	0.0001	0.0001	0.0012	0.0019	0.0006	0.0003
F-statistic	1.6338	0.4230	1.0239	1.0474	1.5388	1.8326	1.2495	1.1184

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

**Panel B: ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย จากการพิจารณามูลค่าการซื้อขาย (Trading Value)**

Variable	CARB5	CARB1	CAR0A	CAR1	CAR5	CAR10	CAR20	CAR30
(Constant)	-0.0022 (-0.05)	-0.0091 (-0.39)	-0.0096 (-0.31)	-0.0058 (-0.77)	0.0039 (0.12)	-0.0219 (-0.51)	-0.0050 (-0.07)	-0.0111 (-0.11)
CEO	0.0044 (0.40)	-0.0008 (-0.13)	0.0089 (1.12)	0.0028 (1.42)	0.0038 (0.47)	0.0100 (0.91)	0.0063 (0.35)	0.0129 (0.51)
Interval	0.0073* (1.66)	0.0033 (1.37)	0.0003 (0.09)	0.0000 (0.04)	-0.0020 (-0.63)	0.0013 (0.31)	0.0034 (0.48)	0.0060 (0.59)
InValue	-0.0018 (-0.96)	-0.0001 (-0.14)	0.0011 (0.82)	0.0004 (1.33)	0.0008 (0.54)	0.0012 (0.64)	0.0022 (0.69)	0.0024 (0.54)
Ownership	-0.0003 (-1.60)	0.0000 (-0.09)	-0.0002* (-1.67)	0.0000 (-0.66)	-0.0004** (-2.44)	-0.0005*** (-2.75)	-0.0007** (-2.14)	-0.0009** (-1.98)
InMktCap	0.0000 (-0.01)	-0.0003 (-0.23)	-0.0004 (-0.21)	0.0003 (0.53)	0.0001 (0.05)	0.0012 (0.44)	-0.0006 (-0.14)	-0.0003 (-0.05)
R <sup>2</sup>	0.0035	0.0009	0.0026	0.0022	0.0036	0.0043	0.0030	0.0026
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0011	-0.0014	0.0003	-0.0001	0.0012	0.0020	0.0007	0.0003
F-statistic	1.4885	0.4060	1.1355	0.9599	1.5379	1.8837	1.2889	1.1295

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ตารางที่ 7 ผลกระทบของตัวแปรต่างๆ ต่อผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม ณ ช่วงเวลาต่างๆ ของธุรกรรมซื้อหลักทรัพย์ (Purchase transactions)

Panel A: ผลการวิเคราะห์สัมพรรคถดถอย จากการพิจารณาปริมาณการซื้อขาย (Trading Volume)

Variable	CARB5	CARB1	CAR0A	CAR1	CAR5	CAR10	CAR20	CAR30
(Constant)	-0.0971** (-2.36)	-0.0234 (-1.31)	-0.0407** (-2.02)	-0.0130 (-1.19)	-0.0825*** (-2.68)	-0.1592*** (-2.88)	-0.2729*** (-2.60)	-0.3826** (-2.51)
CEO	0.0079 (0.86)	0.0046 (1.14)	0.0035 (0.78)	0.0013 (0.55)	0.0036 (0.52)	0.0197 (1.60)	0.0170 (0.73)	0.0238 (0.70)
Interval	0.0085** (2.07)	0.0023 (1.27)	0.0036* (1.81)	0.0004 (0.34)	0.0049 (1.59)	0.0098* (1.77)	0.0161 (1.54)	0.0244 (1.60)
InVolume	0.0003 (0.20)	0.0007 (0.96)	0.0003 (0.40)	0.0001 (0.31)	0.0002 (0.21)	0.0006 (0.27)	0.0024 (0.60)	0.0015 (0.26)
Ownership	-0.0001 (-0.75)	0.0000 (-0.41)	-0.0001 (-0.80)	0.0000 (0.15)	-0.0002 (-1.12)	-0.0002 (-0.93)	-0.0002 (-0.41)	-0.0003 (-0.45)
InMktCap	0.0049* (1.91)	0.0004 (0.39)	0.0023* (1.86)	0.0010 (1.45)	0.0054*** (2.82)	0.0096*** (2.82)	0.0154** (2.37)	0.0227** (2.41)
R <sup>2</sup>	0.0080	0.0041	0.0069	0.0029	0.0100	0.0121	0.0085	0.0085
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0034	-0.0005	0.0024	-0.0017	0.0055	0.0076	0.0040	0.0040
F-statistic	1.7492	0.8935	1.5285	0.6350	2.2107	2.6803	1.8736	1.8741

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

Panel B: ผลการวิเคราะห์สัมพรรคถดถอย จากการพิจารณามูลค่าการซื้อขาย (Trading Value)

Variable	CARB5	CARB1	CAR0A	CAR1	CAR5	CAR10	CAR20	CAR30
(Constant)	-0.0774* (-1.86)	-0.0196 (-1.08)	-0.0343* (-1.68)	-0.0070 (-0.63)	-0.0570* (-1.83)	-0.1197** (-2.15)	-0.1974* (-1.86)	-0.2665* (-1.73)
CEO	0.0096 (1.06)	0.0051 (1.29)	0.0042 (0.93)	0.0018 (0.76)	0.0057 (0.83)	0.0227* (1.86)	0.0233 (1.00)	0.0328 (0.97)
Interval	0.0087** (2.11)	0.0024 (1.31)	0.0037* (1.85)	0.0004 (0.36)	0.0051 (1.64)	0.0099* (1.80)	0.0164 (1.56)	0.0249 (1.63)
InValue	-0.0019 (-0.99)	0.0003 (0.35)	-0.0004 (-0.42)	-0.0005 (-1.05)	-0.0026* (-1.81)	-0.0037 (-1.47)	-0.0056 (-1.17)	-0.0111 (-1.59)
Ownership	-0.0001 (-0.75)	0.0000 (-0.48)	-0.0001 (-0.82)	0.0000 (0.13)	-0.0002 (-1.12)	-0.0002 (-0.94)	-0.0002 (-0.45)	-0.0003 (-0.46)
InMktCap	0.0054** (2.08)	0.0004 (0.33)	0.0024* (1.92)	0.0011 (1.64)	0.0061*** (3.14)	0.0107*** (3.07)	0.0171** (2.57)	0.0259*** (2.70)
R <sup>2</sup>	0.0089	0.0034	0.0071	0.0038	0.0129	0.0139	0.0093	0.0106
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0043	-0.0011	0.0025	-0.0008	0.0084	0.0094	0.0048	0.0061
F-statistic	1.9531	0.7515	1.5511	0.8327	2.8626	3.0807	2.0574	2.3536

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ตารางที่ 8 ผลกระทบของตัวแปรต่างๆ ต่อผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม ณ ช่วงเวลาต่างๆ ของ  
ธุรกรรมขายหลักทรัพย์ (Sale transactions)

**Panel A:** ผลการวิเคราะห์สัมพรรคถดถอย จากการพิจารณาปริมาณการซื้อขาย (Trading Volume)

Variable	CARB5	CARB1	CAR0A	CAR1	CAR5	CAR10	CAR20	CAR30
(Constant)	-0.0686 (-0.89)	0.0072 (0.16)	-0.0153 (-0.25)	0.0010 (0.09)	-0.0864 (-1.51)	-0.1263* (-1.87)	-0.2727*** (-2.81)	-0.3675*** (-2.82)
CEO	0.0208 (0.89)	0.0192 (1.43)	-0.0125 (-0.68)	-0.0059* (-1.76)	-0.0031 (-0.18)	0.0100 (0.48)	0.0188 (0.63)	0.0127 (0.32)
Interval	-0.0052 (-0.67)	-0.0041 (-0.93)	0.0034 (0.57)	0.0003 (0.31)	0.0094* (1.65)	0.0079 (1.17)	0.0107 (1.10)	0.0140 (1.08)
lnVolume	0.0024 (0.80)	0.0000 (0.00)	-0.0012 (-0.52)	-0.0007 (-1.62)	-0.0008 (-0.36)	0.0001 (0.03)	0.0009 (0.25)	0.0004 (0.08)
Ownership	0.0005 (1.32)	0.0000 (-0.20)	0.0004 (1.36)	0.0000 (0.95)	0.0006** (2.22)	0.0009*** (2.91)	0.0012*** (2.84)	0.0016*** (2.67)
lnMktCap	0.0048 (1.06)	0.0010 (0.38)	0.0017 (0.49)	0.0001 (0.17)	0.0041 (1.21)	0.0057 (1.44)	0.0136** (2.40)	0.0194** (2.55)
R <sup>2</sup>	0.0059	0.0029	0.0044	0.0081	0.0123	0.0163	0.0219	0.0217
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0012	-0.0018	-0.0003	0.0034	0.0077	0.0117	0.0173	0.0171
F-statistic	1.2566	0.6184	0.9400	1.7282	2.6480	3.5093	4.7369	4.7039

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

**Panel B:** ผลการวิเคราะห์สัมพรรคถดถอย จากการพิจารณามูลค่าการซื้อขาย (Trading Value)

Variable	CARB5	CARB1	CAR0A	CAR1	CAR5	CAR10	CAR20	CAR30
(Constant)	-0.0338 (-0.45)	0.0124 (0.29)	0.0010 (0.02)	0.0047 (0.43)	-0.0637 (-1.14)	-0.0740 (-1.12)	-0.1766* (-1.87)	-0.2266* (-1.79)
CEO	0.0241 (1.02)	0.0194 (1.43)	-0.0113 (-0.61)	-0.0053 (-1.55)	-0.0016 (-0.09)	0.0141 (0.68)	0.0266 (0.90)	0.0245 (0.62)
Interval	-0.0052 (-0.67)	-0.0040 (-0.91)	0.0033 (0.55)	0.0003 (0.25)	0.0093 (1.62)	0.0077 (1.13)	0.0104 (1.07)	0.0137 (1.05)
lnValue	-0.0006 (-0.19)	-0.0005 (-0.28)	-0.0033 (-1.26)	-0.0012*** (-2.63)	-0.0034 (-1.40)	-0.0055* (-1.89)	-0.0090** (-2.17)	-0.0143** (-2.58)
Ownership	0.0004 (1.23)	0.0000 (-0.22)	0.0004 (1.36)	0.0000 (1.00)	0.0006** (2.19)	0.0009*** (2.83)	0.0012*** (2.72)	0.0015** (2.55)
lnMktCap	0.0050 (1.07)	0.0011 (0.43)	0.0028 (0.76)	0.0005 (0.75)	0.0052 (1.50)	0.0075* (1.84)	0.0166*** (2.84)	0.0240*** (3.07)
R <sup>2</sup>	0.0052	0.0029	0.0057	0.0117	0.0141	0.0194	0.0258	0.0274
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0005	-0.0019	0.0010	0.0071	0.0094	0.0148	0.0212	0.0228
F-statistic	1.1061	0.6072	1.2055	2.5089	3.0112	4.1882	5.6016	5.9557

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ



### 4.3 ผลกระทบของผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร ต่อการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนทางบัญชีในส่วนของผู้ถือหุ้น ( $\Delta ROE$ )

การศึกษาในส่วนนี้ ได้นำแนวคิด “การส่งสัญญาณของเงินปันผล (Dividend Signaling)” มาใช้เป็นกรอบในการวิเคราะห์ถึงความสามารถของการใช้ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร เพื่อเป็นสัญญาณบ่งชี้ถึงผลประกอบการในอนาคต โดยพิจารณาหาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม ณ ช่วงระหว่างเวลาต่างๆ กับการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนทางบัญชีในส่วนของผู้ถือหุ้น ( $\Delta ROE$ ) ในอีก 3 เดือน, 6 เดือน และ 1 ปีถัดมา

ผลการศึกษา จากตารางที่ 9 พบว่า ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร มีความสัมพันธ์กับ  $\Delta ROE$  ในช่วง 3 เดือนและ 6 เดือนถัดมาที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และมีความสัมพันธ์กับ  $\Delta ROE$  ในอีกหนึ่งปีข้างหน้า ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งชี้ให้เห็นว่า สามารถใช้ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมจากธุรกรรมซื้อขายทั้งหมด เป็นสัญญาณบ่งชี้ถึงผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการได้

เมื่อพิจารณาธุรกรรมซื้อขายหลักทรัพย์ พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมกับการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนทางบัญชีในส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม พบว่า มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ  $\Delta ROE$  ในไตรมาสถัดไป แสดงให้เห็นว่ามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เพิ่มสูงขึ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับผลประกอบการในอีก 3 เดือนข้างหน้า

สำหรับธุรกรรมขายหลักทรัพย์ พบว่า ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม มีความสัมพันธ์กับ  $\Delta ROE$  ในอีก 3 และ 6 เดือนข้างหน้า ในทิศทางตรงกันข้าม แสดงให้เห็นว่า หากผู้บริหารมีความเห็นว่าหลักทรัพย์นั้นๆ มีราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Overvalued) ผู้บริหารจะทำการขายหลักทรัพย์ของตนเองเพื่อทำกำไร ซึ่งจะเห็นได้จาก ROE ในอนาคตที่จะลดต่ำลง

นอกจากนั้น พบว่า ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 ตัวแปร CEO ซึ่งแสดงถึงผู้บริหารระดับสูง มีความสัมพันธ์กับ  $\Delta ROE$  ในอีกหนึ่งปีข้างหน้า ( $\Delta ROE12$ ) เมื่อพิจารณาทั้งจากธุรกรรมการซื้อขาย โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน และธุรกรรมการขาย โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม แสดงให้เห็นว่า การเข้าไปซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารระดับสูง มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทในอีก 1 ปีข้างหน้า

ดังนั้น จึงสามารถนำผลตอบแทนเกินปกติของธุรกรรมซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารมาใช้เพื่อเป็นตัวคาดการณ์ถึงผลประกอบการในอนาคตได้ นอกจากนี้ ผู้บริหารยังสามารถใช้ช่องทางนี้เป็นตัวส่งผ่านข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานขององค์กรไปสู่ตลาด ได้อีกด้วย



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 9 ตัวแปรอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนทางบัญชีส่วนผู้ถือหุ้นของธุรกรรมการ  
ซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร

**Panel A1:** ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยของ  $\Delta ROE$  ในช่วง 3 เดือนถัดมา ( $\Delta ROE3$ ) สำหรับ  
ธุรกรรมการซื้อขายทั้งหมด

Dependent Variable: $\Delta ROE3$								
(Constant)	-0.1097 (-0.64)	-0.0975 (-0.57)	-0.1047 (-0.61)	-0.1080 (-0.63)	-0.1039 (-0.61)	-0.1063 (-0.62)	-0.0995 (-0.58)	-0.0988 (-0.58)
CARB5	0.1254 (0.90)							
CARB1		0.8060*** (2.69)						
CAR0A			0.2120 (0.78)					
CAR1				-0.4877 (-0.98)				
CAR5					-0.2475 (-1.46)			
CAR10						-0.1431 (-1.51)		
CAR20							-0.1043** (-2.01)	
CAR30								-0.0620* (-1.74)
CEO	0.0131 (0.30)	0.0067 (0.16)	0.0138 (0.32)	0.0176 (0.41)	0.0172 (0.40)	0.0176 (0.41)	0.0186 (0.43)	0.0188 (0.44)
Interval	0.0031 (0.19)	0.0037 (0.22)	0.0029 (0.18)	0.0040 (0.24)	0.0043 (0.26)	0.0043 (0.26)	0.0043 (0.26)	0.0042 (0.26)
lnValue	0.0164** (2.21)	0.0154** (2.08)	0.0162** (2.18)	0.0163** (2.19)	0.0163** (2.20)	0.0164** (2.21)	0.0164** (2.21)	0.0163** (2.20)
Ownership	0.0003 (0.47)	0.0004 (0.56)	0.0003 (0.45)	0.0003 (0.41)	0.0002 (0.29)	0.0002 (0.29)	0.0002 (0.25)	0.0002 (0.28)
lnMktCap	-0.0082 (-0.81)	-0.0078 (-0.77)	-0.0084 (-0.83)	-0.0082 (-0.81)	-0.0084 (-0.83)	-0.0084 (-0.83)	-0.0088 (-0.87)	-0.0088 (-0.87)
R <sup>2</sup>	0.0047	0.0093	0.0046	0.0048	0.0057	0.0058	0.0070	0.0063
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0003	0.0050	0.0002	0.0005	0.0013	0.0014	0.0027	0.0020
F-statistic	1.0783	2.1508	1.0457	1.1052	1.3020	1.3230	1.6210	1.4512

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

**Panel A2:** ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยของ  $\Delta ROE$  ในช่วง 6 เดือนถัดมา ( $\Delta ROE_6$ ) สำหรับ  
ธุรกรรมการซื้อขายทั้งหมด

Dependent Variable: $\Delta ROE_6$								
(Constant)	-0.1425 (-0.58)	-0.1255 (-0.51)	-0.1283 (-0.52)	-0.1144 (-0.47)	-0.1138 (-0.46)	-0.1239 (-0.50)	-0.1159 (-0.47)	-0.1189 (-0.48)
CARB5	0.3740* (1.91)							
CARB1		1.6893*** (4.00)						
CAR0A			0.0941 (0.25)					
CAR1				-2.7560*** (-3.89)				
CAR5					-0.4347* (-1.82)			
CAR10						-0.1007 (-0.76)		
CAR20							-0.0828 (-1.15)	
CAR30								-0.0406 (-0.82)
CEO	-0.0110 (-0.18)	-0.0191 (-0.31)	-0.0048 (-0.08)	0.0090 (0.15)	-0.0013 (-0.02)	-0.0027 (-0.04)	-0.0020 (-0.03)	-0.0019 (-0.03)
Interval	0.0174 (0.74)	0.0195 (0.83)	0.0181 (0.77)	0.0216 (0.92)	0.0200 (0.85)	0.0191 (0.81)	0.0192 (0.81)	0.0190 (0.80)
InValue	-0.0061 (-0.57)	-0.0077 (-0.73)	-0.0064 (-0.60)	-0.0067 (-0.63)	-0.0064 (-0.61)	-0.0063 (-0.59)	-0.0064 (-0.60)	-0.0064 (-0.60)
Ownership	0.0005 (0.46)	0.0006 (0.55)	0.0003 (0.33)	0.0003 (0.26)	0.0001 (0.14)	0.0003 (0.25)	0.0002 (0.21)	0.0002 (0.25)
InMktCap	0.0117 (0.80)	0.0125 (0.86)	0.0108 (0.74)	0.0109 (0.75)	0.0104 (0.71)	0.0106 (0.72)	0.0102 (0.70)	0.0103 (0.71)
R <sup>2</sup>	0.0039	0.0130	0.0013	0.0123	0.0037	0.0016	0.0022	0.0017
Adjusted R <sup>2</sup>	-0.0005	0.0086	-0.0032	0.0079	-0.0008	-0.0028	-0.0023	-0.0027
F-statistic	0.8842	2.9424	0.2843	2.7977	0.8286	0.3692	0.4928	0.3862

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ฃ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**Panel A3** ผลการวิเคราะห์สัมพรรคถดถอยของ  $\Delta ROE$  ในช่วง 12 เดือนถัดมา ( $\Delta ROE_{12}$ ) สำหรับ  
ธุรกรรมการซื้อขายทั้งหมด

Dependent Variable: $\Delta ROE_{12}$								
(Constant)	-0.1979 (-0.79)	-0.2130 (-0.85)	-0.2145 (-0.86)	-0.2042 (-0.82)	-0.1917 (-0.77)	-0.2007 (-0.80)	-0.1929 (-0.77)	-0.1936 (-0.77)
CARB5	-0.4106** (-2.07)							
CARB1		-0.4978 (-1.15)						
CAR0A			-0.5536 (-1.47)					
CAR1				-1.6129** (-2.22)				
CAR5					-0.5704** (-2.35)			
CAR10						-0.2155 (-1.59)		
CAR20							-0.1146 (-1.58)	
CAR30								-0.0648 (-1.30)
CEO	0.0073 (0.12)	0.0022 (0.04)	0.0026 (0.04)	0.0075 (0.12)	0.0026 (0.04)	0.0023 (0.04)	0.0020 (0.03)	0.0017 (0.03)
Interval	-0.0064 (-0.27)	-0.0078 (-0.33)	-0.0059 (-0.25)	-0.0064 (-0.27)	-0.0059 (-0.25)	-0.0064 (-0.27)	-0.0066 (-0.28)	-0.0068 (-0.29)
InValue	-0.0088 (-0.83)	-0.0082 (-0.77)	-0.0083 (-0.79)	-0.0089 (-0.84)	-0.0089 (-0.84)	-0.0087 (-0.82)	-0.0088 (-0.83)	-0.0089 (-0.83)
Ownership	0.0007 (0.70)	0.0008 (0.78)	0.0008 (0.77)	0.0008 (0.80)	0.0006 (0.62)	0.0007 (0.69)	0.0007 (0.70)	0.0007 (0.72)
InMktCap	0.0146 (0.99)	0.0151 (1.03)	0.0154 (1.05)	0.0158 (1.08)	0.0151 (1.04)	0.0152 (1.04)	0.0148 (1.01)	0.0148 (1.01)
R <sup>2</sup>	0.0057	0.0035	0.0041	0.0062	0.0067	0.0044	0.0044	0.0038
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0011	-0.0012	-0.0005	0.0016	0.0021	-0.0002	-0.0003	-0.0009
F-statistic	1.2367	0.7438	0.8825	1.3444	1.4480	0.9481	0.9376	0.8074

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ฃ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**Panel B1:** ผลการวิเคราะห์สัมพรรคถดถอยของ  $\Delta ROE$  ในช่วง 3 เดือนถัดมา ( $\Delta ROE3$ ) สำหรับ  
ธุรกรรมการซื้อหลักทรัพย์

Dependent Variable: $\Delta ROE3$								
(Constant)	-0.0661 (-0.21)	-0.0723 (-0.23)	-0.0745 (-0.24)	-0.0698 (-0.22)	-0.0723 (-0.23)	-0.0704 (-0.23)	-0.0572 (-0.18)	-0.0510 (-0.16)
CARB5	-0.1890 (-0.82)							
CARB1		-0.1622 (-0.32)						
CAR0A			-0.2247 (-0.49)					
CAR1				-0.1343 (-0.17)				
CAR5					-0.1745 (-0.63)			
CAR10						-0.2262 (-1.45)		
CAR20							-0.1492* (-1.76)	
CAR30								-0.1047* (-1.81)
CEO	-0.0358 (-0.54)	-0.0386 (-0.58)	-0.0395 (-0.59)	-0.0403 (-0.61)	-0.0388 (-0.58)	-0.0325 (-0.49)	-0.0321 (-0.48)	-0.0314 (-0.47)
Interval	-0.0261 (-0.89)	-0.0273 (-0.93)	-0.0260 (-0.88)	-0.0276 (-0.94)	-0.0264 (-0.90)	-0.0246 (-0.84)	-0.0247 (-0.84)	-0.0246 (-0.84)
InValue	0.0310** (2.27)	0.0315** (2.31)	0.0315** (2.30)	0.0314** (2.30)	0.0311** (2.27)	0.0305** (2.23)	0.0302** (2.21)	0.0298** (2.18)
Ownership	0.0008 (0.63)	0.0008 (0.64)	0.0008 (0.63)	0.0009 (0.65)	0.0008 (0.60)	0.0007 (0.54)	0.0007 (0.54)	0.0007 (0.54)
InMktCap	-0.0198 (-1.09)	-0.0198 (-1.09)	-0.0196 (-1.08)	-0.0197 (-1.09)	-0.0192 (-1.06)	-0.0186 (-1.03)	-0.0191 (-1.06)	-0.0192 (-1.06)
R <sup>2</sup>	0.0120	0.0111	0.0113	0.0110	0.0116	0.0143	0.0158	0.0161
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0025	0.0016	0.0018	0.0015	0.0021	0.0048	0.0064	0.0067
F-statistic	1.2626	1.1665	1.1901	1.1541	1.2157	1.5045	1.6740	1.7041

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ฃ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**Panel B2** ผลการวิเคราะห์สัมพรรคถดถอยของ  $\Delta ROE$  ในช่วง 6 เดือนถัดมา ( $\Delta ROE6$ ) สำหรับ  
ธุรกรรมการซื้อหลักทรัพย์

Dependent Variable: $\Delta ROE6$								
(Constant)	-0.2109 (-0.97)	-0.2167 (-1.00)	-0.2053 (-0.95)	-0.1926 (-0.89)	-0.2045 (-0.95)	-0.2005 (-0.93)	-0.1951 (-0.90)	-0.1949 (-0.90)
CARB5	0.0404 (0.26)							
CARB1		0.4303 (1.23)						
CAR0A			-0.2075 (-0.70)					
CAR1				-1.0684* (-1.95)				
CAR5					-0.2267 (-1.22)			
CAR10						-0.1436 (-1.39)		
CAR20							-0.0626 (-1.13)	
CAR30								-0.0381 (-1.01)
CEO	0.0417 (0.91)	0.0382 (0.83)	0.0439 (0.96)	0.0469 (1.02)	0.0451 (0.98)	0.0473 (1.03)	0.0457 (1.00)	0.0456 (0.99)
Interval	-0.0309 (-1.52)	-0.0316 (-1.55)	-0.0285 (-1.39)	-0.0293 (-1.44)	-0.0284 (-1.39)	-0.0279 (-1.37)	-0.0288 (-1.41)	-0.0289 (-1.42)
InValue	-0.0006 (-0.06)	-0.0005 (-0.05)	-0.0009 (-0.10)	-0.0017 (-0.18)	-0.0015 (-0.16)	-0.0017 (-0.18)	-0.0016 (-0.16)	-0.0016 (-0.17)
Ownership	-0.0009 (-0.97)	-0.0008 (-0.92)	-0.0009 (-1.02)	-0.0009 (-0.99)	-0.0010 (-1.10)	-0.0010 (-1.10)	-0.0010 (-1.06)	-0.0010 (-1.05)
InMktCap	0.0174 (1.39)	0.0178 (1.42)	0.0173 (1.38)	0.0177 (1.41)	0.0181 (1.44)	0.0179 (1.42)	0.0174 (1.39)	0.0174 (1.39)
R <sup>2</sup>	0.0081	0.0104	0.0087	0.0141	0.0104	0.0111	0.0100	0.0096
Adjusted R <sup>2</sup>	-0.0017	0.0007	-0.0010	0.0044	0.0006	0.0014	0.0003	-0.0001
F-statistic	0.8281	1.0708	0.8984	1.4583	1.0660	1.1424	1.0297	0.9873

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ฃ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**Panel B3** ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยของ  $\Delta ROE$  ในช่วง 12 เดือนถัดมา ( $\Delta ROE_{12}$ ) สำหรับ  
ธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์

Dependent Variable: $\Delta ROE_{12}$								
(Constant)	0.0051 (0.01)	-0.0194 (-0.05)	-0.0296 (-0.08)	-0.0202 (-0.05)	-0.0310 (-0.08)	-0.0247 (-0.06)	-0.0066 (-0.02)	-0.0016 (0.00)
CARB5	-0.4418 (-1.64)							
CARB1		-0.6118 (-0.98)						
CAR0A			-0.7059 (-1.37)					
CAR1				-1.5477 (-1.55)				
CAR5					-0.5169 (-1.58)			
CAR10						-0.2307 (-1.28)		
CAR20							-0.1444 (-1.50)	
CAR30								-0.0946 (-1.45)
CEO	0.2938*** (3.64)	0.2881*** (3.56)	0.2871*** (3.56)	0.2918*** (3.61)	0.2894*** (3.59)	0.2913*** (3.60)	0.2913*** (3.61)	0.2906*** (3.60)
Interval	-0.0481 (-1.34)	-0.0506 (-1.41)	-0.0464 (-1.28)	-0.0520 (-1.45)	-0.0488 (-1.36)	-0.0490 (-1.36)	-0.0489 (-1.36)	-0.0489 (-1.36)
lnValue	-0.0008 (-0.05)	0.0007 (0.05)	0.0005 (0.03)	-0.0005 (-0.03)	-0.0008 (-0.05)	-0.0006 (-0.03)	-0.0010 (-0.06)	-0.0012 (-0.07)
Ownership	0.0017 (1.06)	0.0017 (1.06)	0.0016 (1.04)	0.0017 (1.08)	0.0015 (0.94)	0.0016 (0.99)	0.0016 (0.99)	0.0016 (0.99)
lnMktCap	-0.0013 (-0.06)	-0.0010 (-0.05)	0.0001 (0.00)	0.0011 (0.05)	0.0020 (0.09)	0.0011 (0.05)	0.0003 (0.02)	0.0002 (0.01)
R <sup>2</sup>	0.0327	0.0298	0.0314	0.0322	0.0324	0.0310	0.0320	0.0317
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0228	0.0199	0.0214	0.0223	0.0224	0.0210	0.0220	0.0218
F-statistic	3.2875	2.9896	3.1455	3.2344	3.2499	3.1053	3.2074	3.1827

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ฃ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



**Panel C1: ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์ของ  $\Delta ROE$  ในช่วง 3 เดือนถัดมา ( $\Delta ROE3$ ) สำหรับ**

**ธุรกรรมการขายหลักทรัพย์**

<b>Dependent Variable: <math>\Delta ROE3</math></b>								
(Constant)	-0.2060 (-1.11)	-0.1707 (-0.93)	-0.1913 (-1.02)	-0.2302 (-1.23)	-0.2116 (-1.13)	-0.2203 (-1.18)	-0.2186 (-1.17)	-0.2201 (-1.18)
CARB5	-0.4910*** (-2.94)							
CARB1		-1.8499*** (-5.39)						
CAR0A			-0.6939** (-2.15)					
CAR1				1.0232* (1.68)				
CAR5					0.3093 (1.53)			
CAR10						0.0333 (0.29)		
CAR20							0.0517 (0.82)	
CAR30								0.0097 (0.22)
CEO	0.0786 (1.39)	0.0740 (1.33)	0.0742 (1.31)	0.0738 (1.30)	0.0689 (1.21)	0.0706 (1.24)	0.0690 (1.21)	0.0713 (1.25)
Interval	0.0283 (1.59)	0.0315* (1.79)	0.0284 (1.59)	0.0298* (1.66)	0.0282 (1.57)	0.0282 (1.57)	0.0282 (1.57)	0.0282 (1.57)
InValue	0.0062 (0.77)	0.0028 (0.35)	0.0058 (0.72)	0.0088 (1.09)	0.0091 (1.12)	0.0083 (1.02)	0.0087 (1.07)	0.0082 (1.01)
Ownership	0.0001 (0.20)	0.0002 (0.21)	0.0000 (0.03)	0.0000 (0.03)	-0.0001 (-0.08)	0.0000 (0.00)	0.0000 (-0.04)	0.0000 (0.01)
InMktCap	0.0042 (0.38)	0.0057 (0.52)	0.0033 (0.30)	0.0027 (0.24)	0.0015 (0.13)	0.0026 (0.23)	0.0021 (0.19)	0.0026 (0.23)
R <sup>2</sup>	0.0187	0.0447	0.0134	0.0110	0.0103	0.0073	0.0081	0.0073
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0107	0.0370	0.0053	0.0029	0.0023	-0.0008	0.0000	-0.0008
F-statistic	2.3453	5.7642	1.6672	1.3648	1.2845	0.9062	1.0049	0.9003

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ฃ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**Panel C2** ผลการวิเคราะห์สัมพรรคถอยของ  $\Delta ROE$  ในช่วง 6 เดือนถัดมา ( $\Delta ROE6$ ) สำหรับ

ธุรกรรมการขายหลักทรัพย์

Dependent Variable: $\Delta ROE6$								
(Constant)	-0.1351 (-0.33)	-0.0670 (-0.16)	-0.1312 (-0.32)	-0.1850 (-0.45)	-0.1227 (-0.30)	-0.1495 (-0.36)	-0.1415 (-0.34)	-0.1460 (-0.35)
CARB5	-0.7917** (-2.16)							
CARB1		-2.9657*** (-3.98)						
CAR0A			-0.4989 (-0.70)					
CAR1				4.9761*** (3.73)				
CAR5					0.6959 (1.56)			
CAR10						0.0525 (0.21)		
CAR20							0.1159 (0.83)	
CAR30								0.0456 (0.47)
CEO	-0.0816 (-0.65)	-0.0902 (-0.72)	-0.0889 (-0.70)	-0.0734 (-0.59)	-0.0963 (-0.76)	-0.0913 (-0.72)	-0.0956 (-0.76)	-0.0913 (-0.72)
Interval	0.0588 (1.48)	0.0641 (1.63)	0.0574 (1.44)	0.0643 (1.63)	0.0569 (1.43)	0.0572 (1.44)	0.0569 (1.43)	0.0571 (1.44)
InValue	-0.0102 (-0.57)	-0.0152 (-0.85)	-0.0085 (-0.47)	-0.0027 (-0.15)	-0.0045 (-0.25)	-0.0065 (-0.36)	-0.0053 (-0.29)	-0.0059 (-0.33)
Ownership	0.0016 (0.94)	0.0016 (0.95)	0.0013 (0.80)	0.0013 (0.80)	0.0011 (0.68)	0.0013 (0.78)	0.0012 (0.73)	0.0013 (0.76)
InMktCap	0.0101 (0.41)	0.0113 (0.47)	0.0076 (0.31)	0.0057 (0.23)	0.0037 (0.15)	0.0068 (0.28)	0.0052 (0.21)	0.0060 (0.24)
R <sup>2</sup>	0.0112	0.0262	0.0056	0.0236	0.0082	0.0049	0.0058	0.0052
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0031	0.0181	-0.0026	0.0156	0.0000	-0.0033	-0.0024	-0.0030
F-statistic	1.3774	3.2550	0.6773	2.9307	1.0006	0.6025	0.7108	0.6325

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ฃ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**Panel C3** ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์ของ  $\Delta ROE$  ในช่วง 12 เดือนถัดมา ( $\Delta ROE_{12}$ ) สำหรับ

ธุรกรรมการขายหลักทรัพย์

Dependent Variable: $\Delta ROE_{12}$								
(Constant)	-0.3795 (-1.19)	-0.3864 (-1.21)	-0.3852 (-1.21)	-0.3727 (-1.17)	-0.3318 (-1.04)	-0.3527 (-1.11)	-0.3505 (-1.10)	-0.3552 (-1.11)
CARB5	0.5860** (2.01)							
CARB1		0.6748 (1.14)						
CAR0A			0.6907 (1.24)					
CAR1				1.9957* (1.94)				
CAR5					0.8117** (2.30)			
CAR10						0.3552* (1.76)		
CAR20							0.1621 (1.48)	
CAR30								0.0694 (0.91)
CEO	-0.5901*** (-5.92)	-0.5912*** (-5.92)	-0.5920*** (-5.93)	-0.5844*** (-5.85)	-0.5985*** (-6.01)	-0.6006*** (-6.01)	-0.5986*** (-5.99)	-0.5950*** (-5.95)
Interval	0.0215 (0.71)	0.0207 (0.68)	0.0220 (0.73)	0.0250 (0.83)	0.0225 (0.75)	0.0223 (0.74)	0.0221 (0.73)	0.0222 (0.73)
lnValue	-0.0062 (-0.45)	-0.0069 (-0.50)	-0.0066 (-0.48)	-0.0070 (-0.51)	-0.0060 (-0.43)	-0.0060 (-0.43)	-0.0065 (-0.47)	-0.0072 (-0.52)
Ownership	0.0008 (0.59)	0.0009 (0.71)	0.0009 (0.73)	0.0010 (0.75)	0.0008 (0.60)	0.0008 (0.61)	0.0008 (0.63)	0.0009 (0.68)
lnMktCap	0.0195 (1.05)	0.0208 (1.12)	0.0207 (1.11)	0.0206 (1.10)	0.0175 (0.94)	0.0186 (0.99)	0.0188 (1.00)	0.0197 (1.05)
R <sup>2</sup>	0.0634	0.0597	0.0600	0.0630	0.0650	0.0621	0.0609	0.0590
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0553	0.0516	0.0519	0.0549	0.0569	0.0540	0.0528	0.0509
F-statistic	7.8353	7.3507	7.3949	7.7865	8.0534	7.6675	7.5062	7.2684

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ฃ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษานี้มุ่งที่การศึกษาถึง ผลกระทบของการทำธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบุคคลภายในเอง รวมถึงความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลทั่วไป จากการเลียนแบบพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร โดยใช้ข้อมูลการประกาศของ กลต. นอกจากนี้ ยังศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร และความสามารถในการส่งสัญญาณของผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) จากรายงานการเปลี่ยนแปลงการถือหลักทรัพย์ของผู้บริหารของ กลต. (59-2) ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความเคลื่อนไหวในการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารจากช่วง เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2546 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2549 โดยประกอบไปด้วย หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ จำนวนรวมทั้งสิ้น 462 หลักทรัพย์ ทั้งนี้ จำนวนหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายและได้นำมาใช้ในการศึกษานี้มีทั้งสิ้น 300 หลักทรัพย์ โดยมีจำนวนธุรกรรมที่เกิดขึ้นทั้งหมด 2,194 ธุรกรรม แยกเป็นธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ 1,120 ธุรกรรม และธุรกรรมการขายหลักทรัพย์ 1,074 ธุรกรรม ซึ่งจำนวนธุรกรรมดังกล่าวนี้เกิดขึ้นจากจำนวนบริษัทที่มีการซื้อขายประมาณร้อยละ 30 ของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ทั้งหมด (ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา)

การศึกษา “การตอบสนองของตลาดต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร” ได้ศึกษาผ่านการใช้ “Event Study” โดยทดสอบผลกระทบของธุรกรรมหลักทรัพย์ของผู้บริหารต่อความสามารถในการทำกำไรเกินปกติ ด้วยการคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติ ณ ช่วงเวลาต่างๆ แล้วนำมาทดสอบสมมติฐานถึงความมีนัยสำคัญของผลตอบแทนเกินปกตินั้นๆ รวมถึงการคำนวณ

ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมเพื่อทดสอบทิศทางการซื้อขาย และจังหวะในการซื้อขายของผู้บริหารอีกด้วย นอกจากนี้ ยังใช้ “การวิเคราะห์สมการถดถอย” ในการศึกษาถึง “คุณลักษณะของธุรกรรมที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนเกินปกติ” โดยตัวแปรที่ศึกษา ได้แก่ ปริมาณและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร, ตำแหน่งของผู้บริหาร, สัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์ของบริษัทของผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่, ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหลักทรัพย์, และทุนจดทะเบียนของบริษัท พร้อมทั้งได้ทำการทดสอบความสามารถของผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของธุรกรรมผู้บริหารในการบ่งชี้ถึงผลประกอบการในอนาคต โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยในการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนเกินปกติสะสมและการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนทางบัญชีในส่วนของผู้ถือหุ้น

ผลการศึกษาที่ได้ มีความสอดคล้องกับงานศึกษาอื่นๆ ที่ศึกษาเกี่ยวกับการซื้อขายโดยบุคคลภายใน (Insider trading) อาทิ งานศึกษาของ Jaffe (1974), Finnerty (1976), Seyhun (1986) และ Rozeff and Zaman (1988) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า โดยทั่วไปบุคคลภายในสามารถทำกำไรเกินปกติได้ สำหรับการศึกษานี้ พบว่า บุคคลภายในของบริษัทซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) สามารถทำกำไรเกินปกติได้ โดยผู้บริหารมีความสามารถที่จะจับจังหวะของตลาด ในการเข้าซื้อในช่วงที่ราคาหลักทรัพย์ลดลง และขายในช่วงที่ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น เนื่องจาก การที่บุคคลภายในได้รับทราบข้อมูลภายในที่เป็นประโยชน์ต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ จึงสามารถทำการซื้อขายก่อนที่ราคาหลักทรัพย์จะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่สามารถทำกำไรได้

นอกจากนี้ การศึกษาเพิ่มเติมถึงความสามารถในการทำกำไรของบุคคลภายนอกที่ใช้ข้อมูลจากการประกาศการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารของ กสท. พบว่า บุคคลภายนอกสามารถทำกำไรเกินปกติได้ จากการเลียนแบบการซื้อขายหลักทรัพย์ตามธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหาร อย่างไรก็ตาม พบว่า การเลียนแบบธุรกรรมการขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารนั้นสามารถทำกำไรได้ในระยะเวลาที่สั้นกว่าการเลียนแบบธุรกรรมการซื้อ และบุคคลภายนอกยังสามารถทำกำไรเกินปกติได้ในช่วงเวลาที่สั้นกว่าความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของผู้บริหารอีกด้วย

นอกเหนือจากนี้ จากการศึกษาเชิงประจักษ์ในการตรวจสอบคุณลักษณะของ  
ธุรกรรมที่มีผลต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสม ยังพบว่า ในระยะสั้น ผู้บริหารระดับสูงไม่สามารถใช้  
ข้อมูลภายในเกี่ยวกับบริษัท ในการทำกำไรได้แตกต่างจากบุคคลภายในอื่นๆ ขณะที่ในระยะยาว  
ผู้บริหารระดับสูงสามารถคาดการณ์ผลประกอบการของบริษัทได้ อย่างไรก็ตาม บริษัทในประเทศไทย  
ส่วนใหญ่มีโครงสร้างแบบบริษัทครอบครัว บุคคลภายในของบริษัทที่มีการกระจุกตัวของการ  
ถือครองหุ้นสูงจึงสามารถทำกำไรเกินปกติได้จากการขายหลักทรัพย์ แต่ไม่สามารถทำกำไรเกิน  
ปกติได้จากการซื้อหลักทรัพย์ ในด้านขนาดบริษัท พบว่า ถึงแม้บริษัทที่มีทุนจดทะเบียนสูง จะต้อง  
ได้รับการตรวจสอบจากทั้งนักวิเคราะห์และนักลงทุน แต่บุคคลภายในของบริษัทเหล่านี้ ก็ยัง  
สามารถทำกำไรเกินปกติได้ อีกทั้งยังพบการชะลอการเปิดเผยข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์เป็น  
จำนวนมาก ถึงแม้ว่า กตต. จะกำหนดให้บุคคลภายในต้องแจ้งข้อมูลภายใน 3 วันหลังการซื้อขาย  
แต่ก็ไม่สามารถป้องกันการใช้อ้างอิงข้อมูลภายในในการทำกำไรเกินปกติได้

สำหรับการศึกษาถึงความสามารถในการเป็นสัญญาณของผลตอบแทนเกินปกติ  
พบว่า ผลตอบแทนเกินปกติของธุรกรรมการขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารสามารถใช้เป็นตัว  
คาดการณ์ผลประกอบการในอนาคต ขณะที่ในธุรกรรมการซื้อหลักทรัพย์กลับไม่มีความสัมพันธ์  
อย่างมีนัยสำคัญ และผู้บริหารสามารถใช้ช่องทางนี้เป็นการส่งผ่านข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน  
ขององค์กรไปสู่ตลาดได้

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## 5.2 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

การศึกษาเชิงประจักษ์ถึงผลกระทบของการทำธุรกรรมซื้อขายหลักทรัพย์ผู้บริหารนี้ เกี่ยวข้องโดยตรงกับ (1) สำนักงาน กสท. ในเรื่องของการกำหนดกฎเกณฑ์ในการป้องกันการทำการซื้อขายโดยบุคคลภายใน, (2) บริษัทจดทะเบียน ในเรื่องของบริษัทภิบาล ความโปร่งใสในการบริหาร ปัญหาตัวแทนและการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารขององค์กร และ (3) นักลงทุน ในการติดตามข้อมูลเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน ซึ่งอภิปรายตามหัวข้อ ดังนี้

### (1) สำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ปัจจุบันข้อกำหนดเกี่ยวกับการซื้อขายโดยบุคคลภายใน ถูกกำหนดภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ในส่วนที่ 59, 241 และ 242 โดยทั่วไปบุคคลภายในของบริษัทจดทะเบียน เช่น กรรมการหรือผู้บริหารระดับสูงต้องไม่ทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยใช้สารสนเทศที่สำคัญที่ยังมิได้เปิดเผยต่อประชาชน ที่มีสาระสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ ซึ่งแตกต่างจากกฎเกณฑ์ในบางประเทศ เช่น สหราชอาณาจักรฯ *The London Stock Exchange Model Code (1977)* ห้ามบุคคลภายในของบริษัทจดทะเบียนซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาหนึ่งๆ ของปีงบประมาณของบริษัทเหล่านั้น

ในการศึกษานี้บุคคลภายในได้เน้นศึกษาในกลุ่มบุคคลภายในของบริษัทที่ต้องเปิดเผยข้อมูลเช่น ผู้จัดการ และผู้บริหาร ในรายงาน 59-2 พบว่า บุคคลภายในสามารถทำกำไรเกินปกติได้ และสามารถจับจังหวะในการซื้อขายเพื่อทำกำไรได้ อีกทั้งการซื้อขายของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับผลประกอบการในอนาคตของบริษัท แต่จากการศึกษาเชิงประจักษ์ แสดงให้เห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์ฯ ต้องการกฎเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้นหรือไม่?

การทบทวนวรรณกรรมปริทัศน์ พบว่า ผลกระทบของการซื้อขายโดยบุคคลภายในขัดแย้งกัน ระหว่างกลุ่มที่ได้แย้งว่า กฎระเบียบจะลดประสิทธิภาพตลาด โดยขัดขวางการซื้อขายของบุคคลที่มีข้อมูลภายใน ทำให้ราคาหลักทรัพย์ไม่ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมด ได้รับการศึกษาโดย *Manne (1966)*, *Hirshleifer (1971)* และ *Meulbroek (1992)* แต่กลุ่มที่สนับสนุน

กฎเกณฑ์ที่เข้มงวดขึ้น เช่น **Goodhart (1987), Ausubel (1990)** และ **Campbell (1996)** โดยโต้แย้งในแง่ของความยุติธรรม และความเป็นระเบียบในตลาดซึ่งนำไปสู่ความเชื่อมั่นของนักลงทุน และ **Glosten (1989)** แสดงให้เห็นผลกระทบต่อสภาพคล่องของตลาด แต่อย่างไรก็ดี **Bhattacharya and Daouk (2002)** พบว่า 87 ประเทศจาก 103 ประเทศที่มีตลาดหลักทรัพย์ มีกฎหมายเกี่ยวกับการซื้อขายโดยบุคคลภายใน แต่การบังคับใช้กฎหมายมีเพียง 38 ประเทศเท่านั้น

สำหรับการศึกษานี้เน้นการศึกษาถึงผลกระทบของการซื้อขายโดยบุคคลภายในในประเทศไทย ในการเสนอแนะทางนโยบาย จำเป็นต้องอาศัยการศึกษาในประเด็นต่างๆ เช่น พฤติกรรมการซื้อขายของบุคคลภายในหลังจากช่วงเวลาควบคุมการซื้อขาย ผลกระทบของการประกาศเงินปันผลหรือผลประกอบการ เพื่อที่จะกำหนดระดับของการควบคุมการซื้อขายโดยบุคคลภายในที่เหมาะสม

## (2) บริษัทจดทะเบียน

บริษัทจดทะเบียนในปัจจุบัน ต้องมีบรรษัทภิบาลในการเปิดเผยข้อมูล การบริหารงาน ดังนั้น จากปัญหาตัวแทนระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น การกำหนดหลักเกณฑ์ในการดำเนินการเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์เหล่านี้ ยังเป็นแนวทางในการแก้ปัญหาตัวแทน เพื่อให้เกิดความโปร่งใสในการบริหารจัดการ

โดยนอกเหนือไปจากกฎเกณฑ์ของ ก.ล.ด. ในการควบคุมแล้ว ได้มีแนวทางในการควบคุมการซื้อขายโดยบุคคลภายในผ่านความสมัครใจของบริษัทจดทะเบียน ที่กำหนดให้ผู้บริหารและพนักงาน ห้ามซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทเหล่านั้น **Bettis et al. (2000)** พบว่า กฎเกณฑ์ในระดับองค์กรถูกใช้ในสหรัฐฯ อย่างแพร่หลาย ในปี 1996, 92% ของบริษัทตัวอย่างได้มีช่วงเวลาที่ห้ามการซื้อขายโดยบุคคลภายใน ในประเทศไทย ได้มีแนวคิดนี้ และถูกกำหนดในข้อกำหนดเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน ที่กำหนดให้บุคคลภายในบริษัทจดทะเบียนไม่ควรทำการซื้อขายในช่วงที่มีการเปิดเผยรายงานประจำปี หรือข้อมูลอื่นที่เกี่ยวข้องกับสถานภาพทางการเงิน และตัวองค์กร

อย่างไรก็ดี ประสิทธิภาพของการมีช่วงเวลาที่ห้ามการซื้อขาย (**Trading Bars**) ยังไม่แน่ชัด **Kabir and Vermelen (1996)** ตรวจสอบการใช้กฎเกณฑ์ในช่วงสองเดือนก่อนการประกาศ



ผลประกอบการ ของตลาด **Amsterdam Stock Exchange** ในวันที่ 1 มกราคม 1987 พบว่า ตลาดมีสภาพคล่องลดลง และการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในผลประกอบการที่ลดลง **Hiller and Marshall (2002)** ทดสอบ **The London Stock Exchange Model ode (1977)** ที่ควบคุมเรื่องนี้ พบว่าถึงแม้ช่วงเวลาควบคุมจะมีผลต่อความสามารถในการจับจิ้งหวัะตลาด แต่ไม่มีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบุคคลภายใน บุคคลภายในยังคงสามารถทำกำไรเกินปกติได้

ดังนั้น การกำหนดช่วงเวลาควบคุมการซื้อขาย เป็นช่องทางหนึ่งในการป้องกันปัญหาการใช้ข้อมูลภายในในการหาประโยชน์ทดแทน ซึ่งในประเทศไทย จำเป็นต้องมีการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับประสิทธิผลของการใช้แนวคิดนี้

### (3) นักลงทุน

ผลการศึกษาถึงความสามารถในการทำกำไรของบุคคลภายนอก ที่เลียนแบบพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายใน ซึ่งให้เห็นว่า บุคคลภายนอกสามารถทำกำไรเกินปกติได้ในเวลาสั้นๆ หลังจากที่มีการประกาศข้อมูลการซื้อขายของผู้บริหาร นอกเหนือจากการวิเคราะห์ถึงปัจจัยกำหนดผลตอบแทนเกินปกติ สามารถนำมาใช้ในการสร้างกลยุทธ์เพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูงที่สุด เช่น การเลือกลงทุนในหลักทรัพย์อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมใด หรืออยู่ใน **SET50/SET100** มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรหรือไม่ จากการศึกษาตัวแปรในเรื่องของขนาด การกระจุกตัวของการถือครองหุ้น ล้วนมีผลต่อการทำกำไรเกินปกติ

อีกทั้งจากการวิเคราะห์ถึงความสามารถในการเป็นตัวคาดการณ์ถึงผลประกอบการในอนาคต ซึ่งให้เห็นว่า มีความสัมพันธ์กันในระยะยาว ซึ่งเป็นข้อมูลหนึ่งที่เผยให้เห็นสถานภาพขององค์กรในอนาคต เพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนได้

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### 5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานศึกษาต่อไป

- (1) การศึกษาถึงผลกระทบของการซื้อขายโดยบุคคลภายในต่อประสิทธิภาพตลาดสภาพคล่องของหลักทรัพย์ โดยเน้นศึกษาถึง สัดส่วนการซื้อขายของผู้บริหารต่อปริมาณหุ้นที่มีการซื้อขายในตลาด หรือสัดส่วนต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์นั้นๆ (**Free floated/ non-free floated**) เพื่อวัดผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ การตอบสนองในตลาดเปลี่ยนแปลงแตกต่างกันหรือไม่ รวมถึงการแยกแยะถึง ผู้บริหารที่ใช้ข้อมูลภายในในการซื้อขาย (**Actively Trade**) ซึ่งเหตุผลในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันทำให้ ปริมาณการซื้อขายของผู้บริหารสามารถใช้เป็นตัวแปรหนึ่งในการศึกษาได้ และช่วยในการพิจารณาผู้บริหารที่มีการใช้ข้อมูลภายในในการทำกำไรเกินปกติ
- (2) การศึกษาถึงพฤติกรรมกรรมการซื้อขายของบุคคลภายในของบริษัทจดทะเบียน ในช่วงเวลาต่างๆ เช่น การประกาศเงินปันผล การประกาศผลประกอบการ การเปลี่ยนแปลงอื่นๆ ที่อาจส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น เพื่อตรวจสอบความสามารถในการทำกำไรเกินปกติ ที่เกิดขึ้นมาจากการใช้ข้อมูลภายในอย่างน้อยแค่ไหน และมีการใช้ข้อมูลภายในประเภทไหนในการทำการซื้อขาย
- (3) การศึกษาเปรียบเทียบปัจจัยที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรเกินปกติ ในกลุ่มหลักทรัพย์ เช่น **SET50/SET100** กลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนของนักลงทุน รวมถึงการตรวจสอบของทั้ง นักวิเคราะห์และ กตต. ในการกำกับดูแลบริษัทเหล่านี้
- (4) การบังคับใช้กฎหมาย และบทบาทในการควบคุมการซื้อขายโดยบุคคลภายในของ กตต. ต่อความสามารถในการทำกำไรเกินปกติของบุคคลภายใน เพื่อวัดความสามารถในการตรวจสอบติดตามของ กตต. ในการลงโทษ และ ประสิทธิภาพของกฎเกณฑ์ ข้อบังคับ ในการป้องกันการใช้อุปกรณ์ภายในในการซื้อขายของผู้บริหาร เช่น การใช้กฎการห้ามซื้อขายในช่วงเวลาที่มีสารสนเทศสำคัญ (**Trading Ban**) รวมถึงผลกระทบต่อประสิทธิภาพตลาด เช่น การลดสภาพคล่อง การปรับตัวของราคา เป็นต้น

## รายการอ้างอิง

### ภาษาไทย

- เดือนเด่น นิคมบริรักษ์ และชัยสิทธิ์ อนุชิตวรวงศ์. 2549. อภิบาลของบริษัทไทยกับการพัฒนาตลาดหุ้นหลังวิกฤตเศรษฐกิจ (**Governance of Thai Companies and the Development of the Stock Market after the Crisis**). เอกสารประกอบการสัมมนาวิชาการประจำปี 2549 เรื่อง สู่หนึ่งทศวรรษหลังวิกฤตเศรษฐกิจ: ได้เรียนรู้และปรับปรุงอะไรบ้าง? : สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย.
- รวี ลงกานี. 2548. สัญญาเงินปันผลที่สมบูรณ์. เอกสารประกอบการประชุมทางวิชาการ ศาสตราจารย์สังเวียน อินทรวิชัย ด้านตลาดการเงินไทย ครั้งที่ 14 ประจำปี 2549. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- โอเพ่นออนไลน์. 2549. เมื่อความถูกต้องทางกฎหมาย อยู่เหนือความถูกต้องทางศีลธรรม : บทวิเคราะห์ 20 ประเด็นหลัก ในซิลเทคโอเวอร์กลุ่มชินคอร์ป [Online]. แหล่งที่มา: <http://www.onopen.com>.

### ภาษาอังกฤษ

- Ausubel, L.M (1990). Insider trading in a rational expectations economy. American Economic Review. 80: 1022-1041.
- Baesel, J., Stein, G. (1979). The value of information: Inferences from the profitability of insider trading. Journal of Finance and Quantitative Analysis. 14: 553-571.
- Bhattacharya, U., Daouk, H. (2002). The world price of insider trading. Journal of Finance. 57: 75-108
- Brown, S.J., Warner, J.B. (1980). Measuring security price performance. Journal of Financial Economics. 8: 205-258
- Brown, S.J., Warner, J.B. (1985). Using daily stock returns; the case of event studies. Journal of Financial Economics : 3-31.
- Cambell, D. (1996). Note: What is wrong with insider trading. Legal Studies. 16: 185-199
- Carter, Mansi and Reeb. (2003). Quasi- private information and insider trading. Financial Analysis Journal :60-68

- Chung K., Charoenwong C. (1998). Insider trading and bid- ask spread. Financial Review. 33: 1.
- Eckbo, B., Smith, D. (1998). The conditional performance of insider trades. Journal of Finance. 53: 467-498
- Etebaria A., Tourani-Radb A., Gilbert A. (2004). Disclosure regulation and the profitability of insider trading: Evidence from New Zealand. Pacific-Basin Finance Journal. 12: 479-502
- Fama, E.F. (1970). Efficient capital market: A review of theory and empirical work. Journal of Finance. 25: 383-417.
- Fama, E.F., L. Fisher, M.C. Jensen and R. Roll. (1969). The adjustment of stock prices to new information. International Economic Review. 10: 1-21.
- Finnerty, J.E. (1976). Insiders and market efficiency. Journal of Finance. 31: 1141-1148
- Friederich, S., Gregory, A., Matatko, J. (2002). Short-term returns around the trades of corporate insiders on the London stock exchange. European Financial Management. 8: 7- 30
- Glosten, L.R. (1989). Insider trading, liquidity, and the role of the monopolist specialist. Journal of Business. 62: 211-235
- Hillier D. and Marshall A.P. (2002). Are Trading bars effective?. Journal of Corporate Finance. 8: 393-410
- Hillier D. and Marshall A.P. (2002). The Market Evaluation of Information in Directors' Trades. Journal of Business Finance and Accounting. 29
- Huddart, S., Hughes, J., Levine, C. (2001). Public disclosure and dissimulation of insider trades. Economica. 69: 665-681.
- Jaffe, F.F. (1974). Special information and insider trading. Journal of Finance. 47: 410-428
- Kabir, R., Vermaelen, T. (1996). Insider trading restrictions and the stock market: Evidence from the Amsterdam Stock Exchange. European Economic Review. 40: 1591-1603
- Karuntarat B. (2004). Insider Trading: Empirical from Thailand. Independent Study. Master of Finance. Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University.
- Kyle, A. (1985). Continuous auctions and insider trading. Econometrica. 53: 1315- 1335
- Lakanishok, J. Lee, I. (2001). Are insiders' trades informative?. Review of Financial Studies. 14: 79-111.

- Lin, J. and Howe, J.S. (1990). Insider Trading in the OTC Market. Journal of Finance. 45(4): 1273-1284
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among dividends, retained earnings, and taxes. American Economic Review. 46: 97-113
- Narayanan, R. (2000). Insider Trading and the voluntary disclosure of information by firms. Journal of Banking and Finance. 24: 395-425.
- Meulbroek L.K. (1992). An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading. Journal of Finance. 47(5): 1661-1699
- Pope, P., Morris, R. and Peel, D. (1990). Insider trading: some evidence on market efficiency and directors share dealings in Great Britain. Journal of Business Finance and Accounting. 17: 359-380.
- Rozeff, M.S. and MA. Zaman. (1988). Market Efficiency and insider trading: New evidence. Journal of Business. 61: 25-44
- Rozeff, M.S. and MA. Zaman. (1998). Overreaction and Insider Trading: Evidence from Growth and Value Portfolios. Journal of Finance. 2: 701-716
- Santi Tirapat. (2004). Insider Trading: A preliminary study of Thai capital market. Faculty of Commerce and Accountancy, Chulalongkorn University.
- Seyhun, H.N. (1986). The insiders' profits, cost of costing, and market efficiency. Journal of Finance Economics. 16:189-212.
- Seyhun, H.N. (1988). The information content of aggregate insider trading. Journal of Business. 61: 1-24



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ภาคผนวก

### 1. การคำนวณอัตราผลตอบแทนปกติ

วิธีการหาอัตราผลตอบแทนปกติมีอยู่หลายวิธี ซึ่งแบบวัดอัตราผลตอบแทนปกติ แต่ละแบบมีความแตกต่างกันดังต่อไปนี้

#### 1.1 แบบวัดผลตอบแทนค่าเฉลี่ยคงที่ (Constant Mean Adjust Return Model)

แบบจำลองทางสถิติที่กำหนดว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใดๆ จะมีค่าคงที่ ตลอดเวลาเมื่อกำหนดให้  $m_i$  เป็นค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของสินทรัพย์  $i$  ดังนั้นแบบวัดผลตอบแทน ค่าเฉลี่ยคงที่ เป็นดังสมการต่อไปนี้

$$R_{it} = m_i + x_{it}$$

โดยที่

$R_{it}$  คือ ผลตอบแทน ณ ช่วงเวลาที่  $t$  ของสินทรัพย์  $i$

$x_{it}$  คือ ค่าความผิดพลาด

#### 1.2 แบบวัดเทียบผลตอบแทนตลาด (Market-adjusted return model)

การวัดผลตอบแทนปกติตามวิธีนี้ ถือว่าอัตราผลตอบแทนปกติของหลักทรัพย์ใดๆ นั้น เท่ากับอัตราผลตอบแทนของตลาด จึงเป็นแบบจำลองที่ใช้ในกรณีที่ไม่สามารถหาข้อมูลในช่วง ก่อนเกิดเหตุการณ์มาทำการประมาณค่าพารามิเตอร์ได้ ดังนั้นแบบวัดอัตราผลตอบแทนนี้จึงเป็น แบบวัดอิงตลาดที่มีค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนของตลาดเท่ากับหนึ่ง และสัมประสิทธิ์ของ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เท่ากับศูนย์ นั่นคือ  $a$ , ถูกกำหนดให้เท่ากับ 0 และ  $b$ , เท่ากับ 1 มักถูกใช้ในการศึกษาการเสนอขายหุ้นสามัญให้กับสาธารณชนครั้งแรก ซึ่งจำเป็นต้องใช้แบบวัด ผลตอบแทนปกติที่ไม่ต้องประมาณค่าพารามิเตอร์ โดยทั่วไปแบบจำลองนี้จะถูกใช้เมื่อจำเป็น เท่านั้น และจะต้องพิจารณาความผิดพลาดที่จะเกิดขึ้นด้วย

$$R_{it} = R_{mt} + n_{it}$$

โดยที่

$R_{it}$	คือ	ผลตอบแทน ณ ช่วงเวลาที่ $t$ ของหลักทรัพย์ $i$
$R_{mt}$	คือ	ผลตอบแทน ณ ช่วงเวลาที่ $t$ ของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด
$n_{it}$	คือ	ค่าความผิดพลาด

### 1.3 แบบวัดอิงตลาด (Market Model)

แบบจำลองทางสถิติที่กำหนดว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใดๆ จะมีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงกับอัตราผลตอบแทนของตลาด แบบจำลองจึงเป็นสมการเส้นตรงสำหรับหลักทรัพย์  $i$  ใดๆ แบบวัดอิงตลาด เป็นดังสมการต่อไปนี้

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e_{it}$$

โดยที่

$R_{it}$	คือ	ผลตอบแทน ณ ช่วงเวลาที่ $t$ ของหลักทรัพย์ $i$
$R_{mt}$	คือ	ผลตอบแทน ณ ช่วงเวลาที่ $t$ ของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด
$e_{it}$	คือ	ค่าเฉลี่ยของค่าความผิดพลาด
$a_i, b_i$	คือ	ค่าพารามิเตอร์ของแบบวัดอิงตลาด

แบบวัดอิงตลาด เป็นแบบจำลองที่มีการพัฒนาให้ดีขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับแบบวัดผลตอบแทนค่าเฉลี่ยคงที่ เนื่องจากการตัดส่วนของผลตอบแทนที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนตลาดออกไปความแปรปรวนของผลตอบแทนเกินปกติจะลดลง ทำให้ความสามารถในการตรวจวัดผลกระทบจากเหตุการณ์เพิ่มขึ้น ประโยชน์จากการใช้แบบวัดอิงตลาด นั้นขึ้นอยู่กับค่า  $R^2$  ของสมการถดถอยของแบบวัดอิงตลาด ยิ่งค่า  $R^2$  มากขึ้นเท่าไร ยิ่งช่วยลดความแปรปรวนของผลตอบแทนเกินปกติ

### 1.4 แบบวัดผลตอบแทนอิงกิจการเปรียบเทียบ (Matching-Firm model)

แบบจำลองที่เกิดจากการจับคู่บริษัทระหว่างบริษัทที่เกิดเหตุการณ์กับบริษัทที่ไม่เกิดเหตุการณ์ซึ่ง อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน รวมทั้งใช้หลักเกณฑ์อื่นในการจับคู่ คือ ขนาดบริษัท อัตราส่วนระหว่างมูลค่าตาม บัญชีและมูลค่าตามราคาตลาดของส่วนของผู้อื้อหุ้นสามัญ ความเสี่ยง



จากตลาดซึ่งวัดด้วยสัมประสิทธิ์เบต้า ตลอดจนเงื่อนไขเฉพาะอื่นๆ โดยอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ใดๆ จะเท่ากับอัตราผลตอบแทน ของกิจการเปรียบเทียบ ซึ่งมีสมการดังสมการต่อไปนี้

$$R_{it} = R_{Bt} + u_{it}$$

โดยที่

$R_{Bt}$  คือ ผลตอบแทน ณ ช่วงเวลาที่  $t$  ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่นำมาใช้ในการจับคู่  
 $u_{it}$  คือ ค่าความผิดพลาด

### 1.5 The Capital Asset Pricing Model (CAPM)

แบบจำลองทางเศรษฐศาสตร์ที่กล่าวว่าผลตอบแทนปกติของหลักทรัพย์ใดๆ ขึ้นอยู่กับความแปรปรวนร่วมของผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นกับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ตลาดโดยอัตราผลตอบแทนปกติที่คาดไว้ของหลักทรัพย์ใดๆ ในช่วงเวลาหนึ่ง เป็นดังสมการต่อไปนี้

$$R_{it} = R_{ft} + b_i(R_{mt} - R_{ft}) + e_{it}$$

โดยที่

$R_{it}$  คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ณ ช่วงเวลาที่  $t$   
 $R_{ft}$  คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง ณ ช่วงเวลาที่  $t$   
 $R_{mt}$  คือ ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ณ ช่วงเวลาที่  $t$   
 $b_i$  คือ ค่าพารามิเตอร์ของแบบวัดอิงตลาด  
 $e_{it}$  คือ ค่าเฉลี่ยของค่าความผิดพลาด

ในช่วงปี 1978 CAPM เป็นวิธีที่ถูกนำมาใช้มากในการศึกษา **Event Study** แต่จากการศึกษาในปัจจุบัน พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอดีตและค่าเบต้า ดังนั้น การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติอาจมีความคลาดเคลื่อนหากใช้ CAPM เป็นแบบวัดผลตอบแทนปกติ โดยข้อจำกัดต่างๆ ของ CAPM นี้สามารถหลีกเลี่ยงได้โดยการใช้ แบบวัดอิงตลาด

## 1.6 The Arbitrage Pricing Theory (APT)

แบบจำลองทางเศรษฐศาสตร์ที่พัฒนามาจาก CAPM เพื่อพยายามพัฒนาแบบจำลองให้ครอบคลุมปัจจัยต่างๆ ให้มากขึ้น โดยแบบจำลองนี้จะมีค่าเบต้าหลายตัว หรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ถูกกำหนด ด้วยปัจจัยความเสี่ยงหลายปัจจัย ซึ่งโต้แย้งแบบจำลอง CAPM ที่ว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะถูกกำหนดโดยความเสี่ยงที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้หรือความเสี่ยงทางการตลาด ที่วัดโดยค่าเบต้าเพียงตัวเดียว

แต่เนื่องจากปัจจัยความเสี่ยงที่สำคัญใน APT มีพฤติกรรมคล้ายกับพฤติกรรมของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดการเพิ่มตัวแปรเข้าไปจึงไม่ได้ช่วยเพิ่มความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนมาก เมื่อเปรียบเทียบกับแบบวัดอิงตลาด อีกทั้งยังทำให้การศึกษา Event Study ซับซ้อนมากขึ้น

จากที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นได้ว่าแบบวัดอิงตลาดถือเป็นรูปแบบที่ง่ายและมีความน่าเชื่อถือถือือมาก กว่ารูปแบบอื่นซึ่งไม่สามารถสร้างความสามารถในการอธิบายที่เพิ่มขึ้นจากการเพิ่มปัจจัยอื่นเพื่อช่วยอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใดๆ เมื่อเปรียบเทียบกับการใช้แบบวัดอิงตลาด ซึ่งสรุปว่า ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใด ๆ เป็นผลจากปัจจัย 2 ประการ ปัจจัยแรกคือลักษณะทั่วไป ของหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นผลมาจากแนวโน้มของราคาหลักทรัพย์ต่างๆ ที่จะเคลื่อนไหวไปด้วยกัน ปัจจัยที่สอง คือ ลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท ซึ่งเป็นผลกระทบเฉพาะหลักทรัพย์ของบริษัทนั้น เท่านั้น

ผลงานศึกษาเลือกใช้แบบวัดอิงตลาดในการประมาณค่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใดๆ โดยใช้ดัชนี ราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดเพื่อหากลุ่มค่าพารามิเตอร์แล้ว นำไปใช้ในการหาผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad E(R_{it}) = a_i + b_i R_{mt}$$

โดยที่

$AR_{it}$	คือ	ผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ $i$ ณ ช่วงเวลาที่ $t$
$E(R_{it})$	คือ	ผลตอบแทนเกินปกติที่คาดไว้ของหลักทรัพย์ $i$ ณ ช่วงเวลาที่ $t$
$R_{it}$	คือ	ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ $i$ ณ ช่วงเวลาที่ $t$
$R_{mt}$	คือ	ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ณ ช่วงเวลาที่ $t$
$a_i$	คือ	ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ $i$ เมื่ออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดเป็นศูนย์
$b_i$	คือ	สัมประสิทธิ์เบต้าของหลักทรัพย์ $i$

## 1.7 The Fama-French Three-Factor model

แบบจำลองทางสถิติที่ผลตอบแทนของหลักทรัพย์เป็นสมการเส้นตรงที่ถูกกำหนดด้วยปัจจัยเสี่ยง 3 ปัจจัย คือ ความเสี่ยงจากความผิดพลาด ความเสี่ยงจากขนาดบริษัท และความเสี่ยงจากอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามบัญชีและมูลค่าตามราคาตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ ซึ่งช่วยอธิบายความแตกต่างของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใดๆ ได้ดีขึ้น ดังสมการต่อไปนี้

$$R_{pt} = R_{ft} + b_p (R_{mt} - R_{ft}) + spSMB_t + hpHML_t + hpt$$

โดยที่

$R_{pt}$  คือ ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ณ ช่วงเวลาที่  $t$

$R_{ft}$  คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง

$R_{mt}$  คือ ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ณ ช่วงเวลาที่  $t$

$SMB_t$  คือ ความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาด บริษัท

เล็ก และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดบริษัทใหญ่

$HML_t$  คือ ความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามบัญชีและมูลค่าตามราคาตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญสูงสุดกับอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามบัญชี และมูลค่าตามราคาตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญต่ำ

$b_p$ ,  $sp$  และ  $hp$  คือ สัมประสิทธิ์การเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับปัจจัยทั้งสาม

$hpt$  คือ ค่าความผิดพลาด

## 1.8 The Four-Factor model

แบบจำลองทางสถิติที่ผลตอบแทนของหลักทรัพย์เป็นสมการเส้นตรงที่ถูกกำหนดด้วยปัจจัยเสี่ยง 4 ปัจจัย คือ ความเสี่ยงจากตลาด ความเสี่ยงจากขนาดบริษัท ความเสี่ยงจาก อัตราส่วนระหว่างมูลค่าตามบัญชีและมูลค่าตามราคาตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ และ แรงส่ง (Momentum) ระยะสั้น ดังสมการ ต่อไปนี้

$$R_{pt} = R_{ft} + b_p (R_{mt} - R_{ft}) + spSMB_t + hpHML_t + mpUMD_t + w_{pt}$$

โดยที่

$R_{pt}$  คือ ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ณ ช่วงเวลาที่  $t$

$R_{ft}$  คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง

$R_{mt}$  คือ ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ณ ช่วงเวลาที่  $t$

$SMB_t$  คือ ความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดบริษัทเล็ก และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดบริษัทใหญ่

$HML_t$  คือ ความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วน ระหว่าง มูลค่าตาม บัญชีและมูลค่าตามราคาตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญสูงสุดกับอัตราส่วน ระหว่างมูลค่าตาม บัญชีและมูลค่าตามราคาตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญต่ำ

$UMD_t$  คือ ความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูง กว่าค่าเฉลี่ยในช่วงระยะเวลาสั้นๆ ที่เพิ่งผ่านมาในอดีต กับกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทน ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในช่วงระยะเวลาสั้นๆ ที่เพิ่งผ่านมาในอดีต

$b_p$ ,  $sp$ ,  $hp$  และ  $mp$  คือ สัมประสิทธิ์การเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับปัจจัยทั้งสิ้น

$w_{pt}$  คือ ค่าความผิดพลาด

การใช้ **Factor Model** เป็นการพยายามลดความแปรปรวนของผลตอบแทนเกินปกติโดยพยายามอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนปกติให้มากขึ้น เพื่อให้การวัดผลตอบแทนปกติ มีความคลาดเคลื่อนน้อยที่สุด ซึ่งจะทำให้ผลการทดสอบสมมติฐานมีความน่าเชื่อถือมากขึ้น

แต่อย่างไรก็ตามโดยปกติประโยชน์จากการใช้ **Multifactor Model** จะมีจำกัด เนื่องจากความสามารถ ในการอธิบายที่เพิ่มขึ้นจากการเพิ่มปัจจัยเมื่อเปรียบเทียบกับการใช้ **Market Model** นั้นมีน้อย ดังนั้นจึง สามารถลดความแปรปรวนของผลตอบแทนเกินปกติได้เพียงเล็กน้อยเท่านั้น แต่การลดลงของความแปรปรวนนั้นจะมีค่าสูงสุดเมื่อกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน หรือเป็นบริษัทที่มีมูลค่าตลาดใกล้เคียงกัน ซึ่งจะทำให้การใช้ **Multifactor Model** มีความเหมาะสม

## ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นายรัฐพล สกกุลเหลืองอร่าม เกิดวันที่ 9 มีนาคม พ.ศ. 2525 สถานที่เกิด คือ กรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษาปริญญาวิศวกรรมศาสตรบัณฑิต สาขาวิชาวิศวกรรมเคมี จาก จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปี พ.ศ. 2546



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย