

ดร.อาณัติ ลิ้มคเดช

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

## ผลกระทบจากแผนการแปลงพนักงาน เป็นผู้ถือหุ้นต่อราคาหุ้น:

*กรณีศึกษา*

*ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย\**



### [ บทคัดย่อ ]

งานวิจัยนี้ศึกษาผลกระทบต่อราคาหุ้น เมื่อบริษัทให้ Stock Option แก่พนักงาน ผลการวิจัยส่วนใหญ่ในต่างประเทศพบว่า การให้ Stock Option แก่พนักงานเป็นส่วนหนึ่งของการแปลงพนักงานเป็นผู้ถือหุ้นหรือ Employee Stock Ownership Plan เหตุการณ์นี้เป็นการสร้างแรงจูงใจ และมักส่งผลกระทบต่อทางบวกต่อราคาหุ้น งานวิจัยนี้ศึกษาเหตุการณ์จำนวน 68 ตัวอย่าง ในประเทศไทย ระหว่าง พ.ศ. 2539 ถึง 2547 หลักฐานในประเทศไทยพบว่า การให้ Stock Option ต่อพนักงานไม่ได้ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการทำงานหรือสร้างความเติบโตในแง่ยอดขายแก่บริษัท แต่การให้ Stock Option อาจถูกใช้เป็นเครื่องมือของฝ่ายบริหารเพื่อป้องกันการครอบงำกิจการ ซึ่งทำให้อัตราผลตอบแทนของบริษัทลดลงถึง 4% ในช่วง 80 วันรอบเหตุการณ์นี้

\* ผู้เขียนขอขอบคุณ คุณวรงค์ศิริ ปัญจนทีทรัพย์ และคุณเอกพล ศิริพันธ์ ในฐานะผู้ช่วยวิจัย

แผนการแปลงพนักงานเป็นผู้ถือหุ้น หรือ ESOP (Employee Stock Ownership Plan) นับเป็นเครื่องมือสำคัญในการแก้ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) เพื่อให้ผลประโยชน์ของผู้บริหารเป็นไปในทางเดียวกับผู้ถือหุ้น ดังนั้น ESOP จะถูกใช้เป็นเครื่องมือในการสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการ

อย่างไรก็ตาม ESOP ก็สามารถสร้างผลเสียให้แก่ผู้ถือหุ้นได้เช่นกัน หากผู้บริหารมุ่งหวังแต่การสร้างกำไรระยะสั้น เพื่อทำกำไรจากหุ้นที่ได้รับ แทนที่จะวางแผนระยะยาวเพื่อบริษัท การตกแต่งบัญชีเพื่อให้ผลประกอบการออกมาสูงกว่าความจริง เป็นเหตุการณ์ที่พบในตลาดที่พัฒนาแล้ว และในประเทศไทย บทความนี้จะจึงทำการศึกษาทฤษฎีต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับ ESOP โดยเฉพาะการศึกษาผลกระทบต่อราคาหุ้น และดำเนินการศึกษาโดยใช้ข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บทความนี้แบ่งออกเป็น 4 ส่วน ส่วนที่ 1 จะสำรวจทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับ ESOP โดยจำแนกเป็นกลุ่มใหญ่ๆ คือ การเพิ่มประสิทธิภาพการใช้เป็นกลยุทธ์ป้องกันการครอบงำกิจการ และการถ่ายโอนความมั่งคั่งจากผู้ถือหุ้นเก่าสู่ผู้ถือหุ้น ตลอดจนผลการศึกษาในอดีตและเกณฑ์การออก ESOP ในประเทศไทย ส่วนที่ 2 จะอธิบายวิธีการศึกษาซึ่งบทความนี้จะใช้วิธี “เหตุการณ์ศึกษา” หรือ Event Studies ซึ่งเป็นวิธีที่นิยมใช้ในการวัดผลกระทบจากเหตุการณ์ที่สนใจต่อการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของบริษัทผ่านราคาหุ้น ส่วนที่ 3 จะแสดงผลการศึกษาเชิงประจักษ์ของประเทศไทย ซึ่งพบว่า ESOP นั้นมีผลกระทบต่อราคาหุ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งหุ้นที่มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นใหญ่ การศึกษานี้ไม่พบผลกระทบต่อการเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานของบริษัท แม้จะขยายช่วงเวลาการศึกษาเป็น 2 ปี จากวันที่บริษัทดำเนินแผน ESOP ก็ตาม ส่วนสุดท้ายจะสรุปผลการศึกษาและข้อแนะนำในการศึกษาต่อไป

## 1. ESOP เครื่องมือสร้างแรงจูงใจหรือการฉ้อฉลของผู้บริหาร

ผู้บริหารมืออาชีพมักมีผลประโยชน์ทับซ้อน (Conflict of Interest) กับผู้ถือหุ้น เนื่องจากวัตถุประสงค์ที่แตกต่างกัน กล่าวคือ ผู้ถือหุ้น

ต้องการให้ผู้บริหารดำเนินงานเพื่อสร้างมูลค่าหุ้นให้สูงที่สุดในขณะที่ผู้บริหารมืออาชีพอาจเน้นไปที่การสร้างความมั่นคงทางกิจการหรือฐานะทางสังคมของตนเอง โดยยอมสละโอกาสที่จะทำให้อำนาจหุ้นสูงสุด เพื่อสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารเป็นไปในทางเดียวกับผู้ถือหุ้น Jensen and Meckling (1976) ได้เสนอให้แผนการจ่ายค่าตอบแทนของผู้บริหารมีมูลค่าเท่ากับราคาหุ้นของบริษัทเช่นการให้ Stock Option เพราะจะทำให้ผลประโยชน์ของผู้บริหารสูงสุดเช่นกัน



แนวคิดนี้นับเป็นหัวใจสำคัญในการออกแบบแผนการแปลงพนักงานเป็นผู้ถือหุ้น (ESOP) ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นการเพิ่มทุนจดทะเบียนและสำรองหุ้นเพิ่มทุนส่วนหนึ่ง เพื่อจ่ายเป็นผลตอบแทนให้พนักงานทั้งเป็นการให้หุ้นโดยตรงหรืออยู่ในรูป Stock Option อย่างไรก็ตามเพื่อสร้างแรงจูงใจ จึงมักมีการกำหนดเงื่อนไขในการที่พนักงานจะได้รับผลประโยชน์จากหุ้นนั้น ในประเทศไทยมีทั้งการให้ผู้บริหารซื้อหุ้นโดยตรงในราคาต่ำกว่าตลาดหรือการให้ใบสำคัญแสดงสิทธิ์ในการซื้อหุ้น (Warrant) แทน สิทธินี้เป็นกรให้พนักงานสามารถซื้อหุ้นของบริษัทในราคาใช้สิทธิ์ (Exercise Price) ที่กำหนดไว้ล่วงหน้า ภายในระยะเวลาที่กำหนด และสิทธิ์ที่ได้รับภายใต้แผนการแปลงพนักงานเป็นผู้ถือหุ้นนี้ พนักงานไม่สามารถโอนสิทธิ์ให้ผู้อื่นได้ เพื่อไม่ให้พนักงานทำกำไรระยะสั้นด้วยการขายสิทธิ์ซื้อหุ้นที่ได้แปลามาให้กับนักลงทุนรายอื่น

การให้ Stock Option ในแผนการแปลงพนักงานเป็นผู้ถือหุ้นเป็นที่นิยมมากกว่าการให้ซื้อหุ้นโดยตรง เพราะสามารถผูกเงื่อนเวลาเพื่อสร้างแรงจูงใจได้มากกว่า เมื่อเทียบกับการให้ซื้อหุ้นเพิ่มทุนโดยตรง เนื่องจากผู้ได้รับหุ้นอาจขายหุ้นออกไปทันทีและไม่มีผลต่อการทำงาน ในขณะที่การให้ Stock Option นั้น มูลค่าของ Stock Option ที่พนักงานได้รับจะมีค่าเพิ่มสูงขึ้นหากราคาหุ้นอยู่สูงและอาจมีค่าเป็นศูนย์หากการดำเนินงานของบริษัทล้มเหลวและทำให้ราคาหุ้นต่ำกว่าราคาใช้สิทธิ์ที่กำหนดไว้ใน Stock Option นั้นๆ ดังนั้นจึงเป็นการสร้างแรงจูงใจให้พนักงานพยายามบริหารกิจการให้ราคาหุ้นสูง ซึ่งเป็นประโยชน์ในทางเดียวกับผู้ถือหุ้น การกำหนดราคาใช้สิทธิ์ของ Stock Option จึงควรกำหนดให้สูงกว่าราคาตลาดของหุ้น ณ วันที่มอบ Stock Option ให้พนักงาน

อาณัติ สิมัคเดช (2546) ได้จำแนกแนวทางของแผน ESOP ตามกฎหมายสหรัฐอเมริกาไว้เป็นรูปแบบต่างๆ ตามลักษณะของตราสารทางการเงินและวิธีการที่ใช้ การสำรวจ ESOP ในประเทศไทยระหว่าง พ.ศ. 2537 ถึง 2545 พบว่ามีบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้ ESOP ถึง 66 บริษัท ในจำนวนนี้ 46 บริษัทวางแผน ESOP ในรูปของการให้สิทธิ์ในการซื้อหุ้น แทนที่จะเป็นหุ้นโดยตรง นอกจากนี้แรงจูงใจที่ได้กล่าวมาข้างต้นแล้ว บริษัทยังไม่จำเป็นต้องบันทึกการให้สิทธิ์นี้เป็นค่าใช้จ่าย ซึ่งต่างจากการให้หุ้นตอบแทน

การศึกษาเชิงประจักษ์พบผลดีของการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารด้วยหุ้นต่อบริษัทในหลายประเด็น เช่น Mehran and Yermack (1996) ศึกษาบริษัทในสหรัฐอเมริกา ระหว่าง พ.ศ. 2527 ถึง 2534 และพบว่า การจ่ายค่าตอบแทนด้วยหุ้นทำให้อัตราการลาออกของผู้บริหารระดับสูงลดลง

Blasi, Kruse, and Conte (1996) ยังพบว่าเมื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในกลุ่มหุ้นที่มีพนักงานถือหุ้นมากกว่า 10% อัตราผลตอบแทนจะสูงกว่าดัชนี DOW รวบรวม 30% และสูงกว่าอัตราผลตอบแทนตามดัชนี S&P 500 รวบรวม 20% ในช่วงเวลาเดียวกัน การศึกษาของ Kruse, Blasi, Sesil, and Krumova (2000) พบว่า แผนการแปลงพนักงานเป็นผู้ถือหุ้นโดยให้ Stock Option มีผลต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานโดยกลุ่มที่มีการให้ Stock Option จะมีดัชนีวัดประสิทธิภาพสูงกว่ากลุ่มบริษัทเปรียบเทียบที่ไม่มี Stock Option ถึง 16.8% มีความแตกต่างระหว่าง

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ 2.5% งานวิจัยนี้สรุปว่าผลทางลบจาก Dilution Effect ที่เกิดจากการออกหุ้นใหม่ต่อผู้ถือหุ้นถูกหักล้างด้วยประสิทธิภาพการทำงานที่เพิ่มขึ้น

Cramton et al. (2005) ได้เสนอแบบจำลองการส่งสัญญาณด้วยการให้ ESOP แก่สหภาพคนงาน ซึ่งพบว่าเกิดการพัฒนาความสัมพันธ์ที่ดีขึ้นระหว่างสหภาพคนงานและฝ่ายบริหาร โดยหลังจากออก ESOP แล้ว ความขัดแย้งด้านแรงงานได้ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ได้ใช้วิธีเหตุการณ์ศึกษาวัดผลกระทบต่อราคาหุ้นในช่วงเวลาที่ออก ESOP เปรียบเทียบกับงานในอดีต พบว่าอัตราผลตอบแทนสะสมในช่วงเหตุการณ์ 11 วัน (-5, 5) 7 วัน (-5, 1) เป็นบวก คิดเป็น 1.6% และ 1.5% ตามลำดับ ในขณะที่ผลตอบแทนสะสม 4 วัน (-2, 1) คิดเป็น 1.3% ซึ่งสูงกว่าที่ Beatty (1995) และ Chang and Mayers (1992) พบในอัตรา 1% และ 0.7% แต่อย่างน้อยกว่าที่ Chang (1990) พบว่าเป็น 3.7% แต่หากตัดตัวอย่างของการก่อกวนนี้เพื่อซื้อ ESOP ออกไปแล้ว ตัวอย่างของ Chang (1990) จะลดลงเหลือ 1.6% ดังนั้น อาจกล่าวได้ว่าการออก ESOP นั้นส่งผลกระทบต่อทางบวก เนื่องจากลดปัญหาตัวแทน และมีอัตราผลตอบแทนสะสม 4 วันในช่วงระหว่าง 1-1.6%

มีงานวิจัยที่ได้แย้งผลทางบวกของราคาหุ้นต่อ ESOP หลายชิ้น เช่น Bebchuk et al. (2002) ตั้งข้อสังเกตว่าการให้ Stock Option แก่ผู้บริหารของบริษัทในสหรัฐอเมริกานั้นส่วนใหญ่ไม่ได้สัมพันธ์กับผลประโยชน์ของบริษัท ทั้งนี้เนื่องจากผู้บริหารมักจะมีอิทธิพลในคณะกรรมการบริษัท และสามารถแทรกแซงการกำหนดผลตอบแทนให้กับตนเองได้ เช่น มีการปรับราคาใช้สิทธิ์ของผู้บริหารให้ต่ำลงเมื่อผลประโยชน์ออกมาต่ำกว่าคาดการณ์และราคาหุ้นตก หรือพฤติกรรมที่ผู้บริหารป้องกันความเสี่ยงจาก Option ของตนเองด้วยการริบใช้สิทธิ์ไปเปลี่ยนเป็นหุ้นเมื่อถึงเวลาที่บริษัทอนุญาต แล้วขายหุ้นนั้นทันที

ฝ่ายบริหารยังสามารถใช้ ESOP เป็นเครื่องมือป้องกันการครอบงำกิจการได้ Dhillon and Ramirez (1994) พบการลดลงอย่างมีนัยสำคัญของความพยายามครอบงำกิจการหลังการออก ESOP สอดคล้องกับ Scholes and Wolfson (1990) ที่ทดสอบแรงจูงใจดังกล่าวเทียบกับแรงจูงใจด้านภาษีและการเพิ่มประสิทธิภาพผลของการศึกษานับสนุนการใช้ ESOP เพื่อป้องกันการครอบงำ

กิจการมากกว่า Beatty (1995) พบหลักฐานของการใช้ ESOP เพื่อ  
ด้านการครอบงำกิจการและลดภาษี

Mikkelsen and Partch (1994) ศึกษาการใช้ ESOP เพื่อ  
เพิ่มสิทธิการออกเสียงของฝ่ายบริหาร ซึ่งพบว่าหลังให้ ESOP แก่  
พนักงาน บริษัทกลับมีรายได้ต่ำกว่าเดิม

การใช้ ESOP เป็นเครื่องมือป้องกันการครอบงำกิจการ  
เช่นนี้จะมีผลทำให้ราคาหุ้นลดลง เนื่องจากผู้ถือหุ้นเสียประโยชน์  
จากการพยายามควบคุม  
อำนาจของฝ่ายบริหาร

ลักษณะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์  
ของไทยมีความแตกต่างอย่าง  
ชัดเจนกับบริษัทในสหรัฐอเมริกา  
โดยที่ผู้ถือหุ้นใหญ่และผู้บริหาร  
บริษัทในไทยมักจะเป็นกลุ่ม  
เดียวกันอยู่แล้ว ดังนั้นการให้  
ESOP เพื่อสร้างแรงจูงใจแก่  
พนักงานจึงอาจไม่ใช่สิ่งจำเป็น  
ยกเว้นแต่ผู้ถือหุ้นใหญ่มีนโยบาย  
ที่จะให้พนักงานเข้ามามี  
ส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของ  
บริษัท ผลการศึกษาของ Asawarachan (2001) ชี้ว่าลักษณะของ  
ESOP ไทยในปัจจุบันนี้มิได้มีผลต่อการลดปัญหาตัวแทน แต่  
กลับทำให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นลดลงจากเงินปันผลที่ลดลง

รูปแบบของวิธีการทางการเงินที่บริษัทใช้ในการให้ ESOP นั้น  
มีผลกระทบต่อราคาหุ้นเช่นกัน โดยงานวิจัยของ Beatty (1995)  
ชี้ว่า การให้ ESOP ด้วยวิธีการก่อนนี้เพื่อซื้อหุ้นในตลาดให้กับ  
พนักงานนั้นจะให้ผลลัพธ์ที่เป็นบวก ด้วยแรงผลักดัน 2 ประการ หนึ่ง  
ผลประโยชน์ด้านภาษีที่เกิดจากความสามารถนำดอกเบี้ยที่เกิดจาก  
การกู้ยืมมาหักเป็นค่าใช้จ่ายได้ และสอง การซื้อหุ้นกลับจากตลาด  
(Share Repurchase) เพื่อให้เป็นผลประโยชน์แก่พนักงานไม่ก่อให้เกิด  
Dilution Effect ในขณะที่การออกหุ้นใหม่นั้นจะส่งผลทางลบต่อ  
ราคาหุ้น เนื่องจาก Dilution Effect นั้นเอง

## เกณฑ์การออก ESOP ในไทย

การให้ Employee Stock Option แก่พนักงานในประเทศไทย  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะต้องปฏิบัติตามประกาศ  
คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ที่  
กจ. 36/2544 เรื่อง การเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ต่อกรรมการ  
หรือพนักงาน ซึ่งครอบคลุมถึงการออกหุ้น หุ้นกู้แปลงสภาพและ  
ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น (Warrant) แก่กรรมการหรือพนักงาน  
โดยมีขั้นตอนที่สำคัญ 2 ขั้นตอน



**ขั้นตอนที่หนึ่ง** ออก  
หนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้น เพื่อ  
ขอมติจากที่ประชุม ซึ่งการออก  
หนังสือนัดประชุมนี้จะต้องมี  
รายละเอียดที่สำคัญเพื่อให้  
ผู้ถือหุ้นตัดสินใจเกี่ยวกับ  
การออกตราสารได้

- วัตถุประสงค์ของการขายหุ้น  
หรือ Warrant ให้กรรมการ  
และพนักงาน
- มีการกำหนดราคาเสนอขาย
- ข้อกำหนดและเงื่อนไขของ  
หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อ  
กรรมการจะต้องไม่ดีไปกว่า  
หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อ  
พนักงาน

- อายุของ Warrant หรือหุ้นกู้แปลงสภาพในโครงการนี้  
ต้องไม่เกิน 5 ปี

ทั้งนี้ บริษัทจะออก Warrant ให้พนักงานได้ไม่เกิน 5% ของ  
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว และถ้าต้องการออกเกินจำนวนดังกล่าว  
ต้องได้รับการอนุมัติจากสำนักงาน ก.ล.ต. บริษัทจะต้องส่ง  
หนังสือนัดประชุมให้ผู้ถือหุ้นรับทราบล่วงหน้าอย่างน้อย 14 วัน

**ขั้นตอนที่สอง** ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขออนุมัติ ในขั้นตอนนี้  
ก.ล.ต. ได้กำหนดไว้ชัดเจนว่า ต้องมีเสียงสนับสนุนมากกว่า 3  
ใน 4 และห้ามมีเสียงคัดค้านมากกว่า 25 คน ซึ่งถือหุ้นรวมกัน  
เกินกว่า 15%

เหตุที่ ก.ล.ต. เข้มงวดในการให้บริษัทต้องเปิดเผยข้อมูล และได้รับอนุมัติจากผู้ถือหุ้นด้วยเสียงส่วนใหญ่ เนื่องจากการให้ Employee Stock Option ก่อให้เกิดผลกระทบทางตรงคือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมจะลดลง หรือที่เรียกว่า Dilution Effect ซึ่งผู้ถือหุ้นทั่วไปอาจมองว่าเป็นการเอาเปรียบ เนื่องจากบริษัทจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้บริหารระดับสูงอย่างเต็มเม็ดเต็มหน่วยอยู่แล้ว ยังออก Stock Option ให้เปล่า และอาจกำหนดราคาใช้สิทธิที่ต่ำกว่าราคาหุ้นที่ซื้อขายในตลาดมากเกินไป การให้ Employee Stock Option นี้จึงต้องการให้ผู้ถือหุ้นได้รับทราบเหตุผลที่ชัดเจน รวมทั้งมีการระบุชื่อผู้บริหารที่ได้รับประโยชน์ด้วย เพื่อประกอบการตัดสินใจ

## 2. วิธีวิจัย

เหตุการณ์ศึกษาเป็นวิธีการวิจัยเพื่อวัดการตอบสนองของนักลงทุนต่อการตัดสินใจของผู้บริหารบริษัท เนื่องจากทฤษฎีประสิทธิภาพทุน (Efficient Market Hypothesis) เห็นว่าราคาหุ้นจะสามารถใช้สะท้อนข้อมูลได้ดี วิธีวัดการตอบสนองของนักลงทุนต่อเหตุการณ์ได้จึงมักกระทำผ่านราคาหุ้นของบริษัท

การศึกษาจะเกี่ยวข้องกับขั้นตอนสำคัญสามขั้นตอนคือ หนึ่ง ระบุเหตุการณ์และวันที่เกิดเหตุการณ์ สอง วัดอัตราผลตอบแทนปกติของหุ้นหากไม่เกิดเหตุการณ์ โดยทั่วไปจะเลือกใช้แบบจำลองราคาหุ้นที่เรียบง่าย และสาม วัดอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นในช่วงเวลารอบๆ เหตุการณ์

ในการศึกษาผลกระทบจากแผนการแปลงพนักงานเป็น ผู้ถือหุ้นนี้จะยึดเอาวันที่เกิดเหตุการณ์คือ วันที่บริษัทแจ้งข่าวการออก ESOP ต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ต่อราคาหุ้น การยึดวันนี้เป็นวันที่เกิดเหตุการณ์อาจคลาดเคลื่อนจากข้อเท็จจริงว่าข้อมูลการให้ ESOP อาจรั่วไปสู่นักลงทุนในตลาดก่อนวันนี้เพราะจำเป็นต้องมีการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขอมติก่อนยื่นเรื่องให้ ก.ล.ต. ดังอธิบายถึงเกณฑ์การให้ ESOP ของไทยในสวนที่แล้ว อย่างไรก็ตาม ปัญหานี้สามารถขจัดโดยกำหนดช่วงเหตุการณ์ ซึ่งจะกล่าวต่อไป ให้ครอบคลุมถึงวันก่อนเกิดเหตุการณ์เพื่อวัดอัตราผลตอบแทนเกินปกติด้วย ซึ่งใน

การศึกษานี้ ได้รวมเอาช่วงเวลาก่อนวันที่แจ้ง ก.ล.ต. 40 วัน หรือ 2 เดือน เป็นส่วนหนึ่งของช่วงเหตุการณ์เพื่อทำการทดสอบ

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้คือ การให้ ESOP ประเภทสิทธิในการซื้อหุ้นแก่พนักงาน ในช่วงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2539 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2547 ซึ่งเมื่อคัดเลือกเหตุการณ์เฉพาะที่มีฐานข้อมูลราคาหุ้นใน Datastream แล้วจะมีขนาดของตัวอย่าง 68 เหตุการณ์ ในช่วงเวลาดังกล่าว รายชื่อของบริษัทแสดงในภาคผนวก ก

การศึกษาเหตุการณ์จะแบ่งเป็น 2 ช่วง คือ

ช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ จะนับย้อนหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ 41 วัน ถอยไปประมาณ 120 วันที่ตลาดหุ้นเปิดทำการหรือประมาณ 6 เดือน หรือเขียนเป็นสัญลักษณ์ (-161, -41) ข้อมูลของราคาหุ้นช่วงนี้จะใช้ในการคำนวณตัวแปรในสมการแสดงอัตราผลตอบแทนคาดการณ์หากไม่เกิดการแตกหุ้น

ช่วงเหตุการณ์ (Event Window) จะนับในช่วง 2 เดือนก่อนเหตุการณ์และหลังจากเหตุการณ์ 2 เดือน หรือเขียนเป็นสัญลักษณ์ (-40, 40) ในช่วงนี้จะมีการคำนวณ อัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากเหตุการณ์ และวัดว่าอัตราผลตอบแทนปกตินี้แตกต่างไปจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

การคำนวณผลตอบแทนคาดการณ์จะใช้ข้อมูลจากช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์เพื่อประมาณค่าตัวแปรในสมการ Market Model ดังแสดงในสมการ (1)

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

โดยที่  $E(R_{it})$  คือ อัตราผลตอบแทนคาดการณ์ของหุ้น  $i$  ในเวลา  $t$

$R_{mt}$  คือ อัตราผลตอบแทนจริงของตลาดหุ้น ในเวลา  $t$

การศึกษานี้ใช้เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของ SET Index เป็นอัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้น

จากนั้นสามารถคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติ ซึ่งคาดว่าเป็นผลกระทบมาจากการออก ESOP โดยดูจากส่วนต่างของผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงช่วงเหตุการณ์และผลตอบแทนคาดการณ์ที่ใช้อัตราผลตอบแทนตลาดในช่วงเหตุการณ์แทนค่าในสมการที่ (1)

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2)$$

โดยที่  $AR_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น  $i$  ในเวลา  $t$

การตอบสนองของราคาหุ้นจากเหตุการณ์มักจะพิจารณาจากการเปลี่ยนแปลงสะสมในช่วงเวลาที่กำหนดคือ ในช่วงเหตุการณ์ ซึ่งสามารถคำนวณได้จากอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในสมการที่ (3)

$$CAR_{it} = AR_{it} + CAR_{it-1} \quad (3)$$

โดยที่  $CAR_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหุ้น  $i$  ในเวลา  $t$

จะเห็นว่าสมการที่ (2) และ (3) นั้นแม้จะใช้ตรวจสอบนัยสำคัญทางสถิติได้ แต่ยังเป็นผลที่เกิดจากข้อมูลตัวอย่างเดียวซึ่งทำให้ไม่สามารถสรุปว่าเป็นผลจากเหตุการณ์นั้นได้ วิธีวิจัยแบบเหตุการณ์ศึกษาจึงใช้ค่าเฉลี่ยจากทุกตัวอย่าง ซึ่งเราสามารถคำนวณค่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return - AAR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return - CAAR) ได้ตามสมการที่ (4) และ (5)

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N} \quad (4)$$

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

การทดสอบนัยสำคัญของสมการที่ (4) จะทำโดยสมมติให้ไม่มีการเปลี่ยนแปลงความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทน

เนื่องจากการเกิดเหตุการณ์ ดังแสดงในสมการที่ (6)

$$\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{iE} / \frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T \left( AR_{it} - \sum_{t=1}^T \frac{AR_{it}}{T} \right)^2} \quad (6)$$

โดยที่  $AR_{iE}$  คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติที่คิดในช่วงเหตุการณ์ (Event Window)

$AR_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์

$T$  คือ จำนวนตัวอย่างเพื่อใช้ประมาณค่าสมการที่ (1) ซึ่งเป็นช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์

$N$  คือ จำนวนเหตุการณ์ที่ใช้ในการศึกษา

สมการที่ (6) แสดงการทดสอบสมมติฐานว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยที่เกิดขึ้นในช่วงเหตุการณ์นั้นมีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ประมาณค่าด้วยวิธี OLS นั้นมีการกระจายแบบปกติ การตรวจสอบความสัมพันธ์ในตัวอย่างขนาดเล็ก จึงใช้การกระจายแบบ  $t$  เป็นเครื่องมือทดสอบ จุดที่น่าสนใจในวิธีนี้ ซึ่งเป็นวิธีดั้งเดิมที่ Fama et al. (1969) ใช้คือ การหารอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยช่วงเหตุการณ์ด้วยค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวอย่างที่คำนวณจากช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์แทนที่จะเป็นค่าที่คำนวณจากช่วงเวลาเดียวกับช่วงที่เกิดเหตุการณ์

การปฏิเสธสมมติฐานนี้แสดงว่าการให้ ESOP แก่พนักงานก่อให้เกิดผลกระทบต่อราคาหุ้น

การทดสอบนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมที่กล่าวมานั้นมีจุดอ่อนในแง่ของสมมติฐานการกระจายของอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ต้องมีค่าเฉลี่ยและค่าความแปรปรวนที่แน่นอน จึงมีผู้พยายามเสนอวิธีทดสอบนัยสำคัญและทิศทางของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) ด้วยวิธี Non-Parametric แบบ Sign Test โดยกำหนดค่าสถิติเพื่อทดสอบตามสมการที่ (7)

$$J = \left[ \frac{N^+}{N} - 0.5 \right] \sqrt{\frac{N}{0.5}} \quad (7)$$

โดยที่  $N+$  คือ จำนวนตัวอย่าง CAR ที่มีค่าเป็นบวก  
 $N$  คือ จำนวนตัวอย่างทั้งหมด

ค่าสถิตินี้มีการกระจายแบบปกติโดยค่าเฉลี่ยเป็น 0 และความแปรปรวนเป็น 1 ทั้งนี้สมมติฐานในการทดสอบคือ หากค่าสถิตินี้มากกว่าศูนย์และมีนัยสำคัญ แสดงว่านักลงทุนให้การตอบสนองทางบวกต่อข่าวเหตุการณ์นั้น

นอกจากการพิสูจน์ว่าเหตุการณ์การให้ ESOP แก่พนักงาน มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นแล้ว การศึกษานี้จะทำการทดสอบแนวคิดเพื่ออธิบายแรงจูงใจในการออก ESOP ของผู้บริหารตามที่อธิบายในส่วนที่ 2 โดยใช้วิธี Cross-section Analysis ด้วยสมการ Multiple Regression โดยมี  $CAR_i$  หรืออัตราผลตอบแทนสะสมของหุ้น  $i$  ระหว่าง  $(-1, 0)$  เป็นตัวแปรตาม และมีตัวแปรอิสระจำแนกตามกลุ่มทฤษฎี ดังนี้

#### กลุ่มทฤษฎีสรางแรงจูงใจแก่พนักงานเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพ

EmployeeRatio คือ สัดส่วน ESOP ที่พนักงานได้รับการออก ESOP ทั้งหมด ซึ่งในการออก ESOP แต่ละครั้งจะมอบให้กับพนักงานและกรรมการบริษัทในสัดส่วนที่ต่างกันออกไป สำหรับการที่พนักงานได้รับ ESOP ในสัดส่วนที่สูง พนักงานจะเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานของตน เนื่องจากตนเองมิได้เป็นเพียงพนักงานที่ได้รับเงินเดือนเท่านั้น หากแต่การเป็นเจ้าของหุ้นก็เท่ากับการเป็นเจ้าของคนหนึ่ง ซึ่งหากผลการดำเนินงานดีขึ้นตนเองก็จะได้รับเงินปันผลที่สูงขึ้นอีกด้วย ดังนั้นค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรนี้ในสมการน่าจะเป็นบวก แหล่งที่มาของข้อมูลนี้คือรวบรวมจากหนังสือชี้ชวน แบบรายงานผลการขายหุ้นเพื่อรองรับการใช้สิทธิตามหลักทรัพย์แปลงสภาพที่เสนอขายต่อกรรมการหรือพนักงาน แบบรายงานผลการขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงาน แบบรายงานผลการขายหลักทรัพย์และแบบรายงานผลการขายหุ้น จากห้องสมุดสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

SaleGrowth 1 คือ เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงยอดขายรวมของปีถัดจากการออก ESOP 1 ปี เนื่องจากการได้รับ ESOP นั้นจะสร้างแรงจูงใจแก่พนักงานเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานของตน ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรนี้น่าจะเป็นบวก

เช่นกัน กล่าวคือ การออก ESOP จะทำให้พนักงานทำงานได้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ยอดขายสูงขึ้น นักลงทุนจึงตอบรับการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว ทำให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น แหล่งที่มาของข้อมูลนี้คือ ฟิลด์ข้อมูล Saletotal จากฐานข้อมูล Worldslope

SaleGrowth 2 คือ เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงยอดขายรวมของปีถัดจากการออก ESOP 2 ปี ซึ่งการได้รับ ESOP นั้นจะสร้างแรงจูงใจแก่พนักงานเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานของตน ค่าสัมประสิทธิ์ควรมีทิศทางสอดคล้องกับสัมประสิทธิ์ของ SaleGrowth 1

SaleEmployee 0 คือ ยอดขายเฉลี่ยของพนักงานหนึ่งคนในปีที่มีการออก ESOP หากการออก ESOP ส่งผลให้พนักงานทำงานได้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ค่าสัมประสิทธิ์จึงควรเป็นบวก แหล่งที่มาของข้อมูลคือ ฟิลด์ข้อมูล Saletotal และ Number of employee จากฐานข้อมูล Worldslope

SaleEmployee 1 คือ ยอดขายเฉลี่ยของพนักงานหนึ่งคนในปีที่ถัดจากปีที่มีการออก ESOP 1 ปี หากการออก ESOP ส่งผลให้พนักงานทำงานได้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น และส่งผลต่อพนักงานในปีถัดไปจากการออก ESOP

SaleEmployee 2 คือ ยอดขายเฉลี่ยของพนักงานหนึ่งคนในปีที่ถัดจากปีที่มีการออก ESOP 2 ปี หากการออก ESOP ส่งผลให้พนักงานทำงานได้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น และส่งผลต่อพนักงานอีก 2 ปีถัดไปจากการออก ESOP

MktCap คือ มูลค่าตลาดของหุ้น ซึ่งแสดงให้เห็นถึงต้นทุนในการควบคุมกิจการ (Monitoring Cost) หากกิจการมีขนาดใหญ่ ต้นทุนในส่วนนี้ก็จะมีความสูง อย่างไรก็ตามการออก ESOP น่าจะช่วยลดต้นทุนในส่วนนี้ได้ เนื่องจากการเป็นถือหุ้นจะทำให้ความตั้งใจในการทำงานสูงขึ้น การควบคุมการทำงานจึงมีความจำเป็นน้อยลง ค่าสัมประสิทธิ์ตามทฤษฎีนี้จึงควรเป็นบวก แหล่งที่มาของข้อมูลคือ ฟิลด์ข้อมูล Market Value ใน Worldslope

Top 10 คือ ผลรวมของสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 อันดับแรก ไม่นับศูนย์รับฝากหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แหล่งที่มาของ

**ผลกระทบจากแผนการแปลงพนักงานเป็นผู้ถือหุ้นต่อราคาหุ้น:** กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ข้อมูลคือ [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com) ตามแนวคิดนี้ หากสัดส่วนผู้ถือหุ้นใหญ่มีอยู่สูงจะทำให้ Monitoring Cost ลดลง เนื่องจากผู้ถือหุ้นใหญ่จะคอยผลักดันให้ผู้บริหารดำเนินการให้สอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอยู่แล้ว ผู้ถือหุ้นรายย่อยจึงได้ประโยชน์ตามไปด้วย ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรนี้ในสมการจึงควรเป็นบวก

**กลุ่มทฤษฎีป้องกันการครอบงำกิจการ**

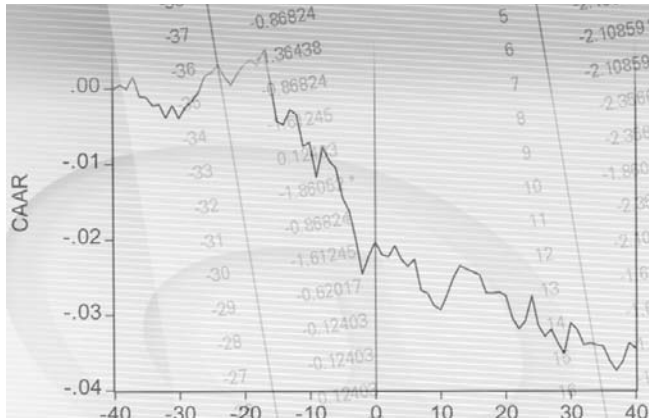
ESOP2Share คือ สัดส่วนการออก ESOP ในครั้งนั้นต่อจำนวนหุ้นที่เรียกชำระแล้ว ซึ่งการออก ESOP ครั้งละมากๆ ให้แก่พนักงานซึ่งมีแนวโน้มจะสนับสนุนกลุ่มผู้บริหารเดิม จะกลายเป็นเครื่องมือให้ฝ่ายบริหารใช้ ESOP เพื่อป้องกันการครอบงำกิจการได้ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรนี้จึงเป็นลบ แหล่งที่มาของข้อมูลคือ จากหนังสือชี้ชวนของบริษัท

Top 10 คือ ผลรวมของสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 อันดับแรก ไม่นับศูนย์รับฝากหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในประเทศไทยซึ่งผู้บริหารส่วนใหญ่เป็นกลุ่มเดียวกับผู้ถือหุ้นใหญ่ การใช้ ESOP ให้แก่พนักงานโดยเฉพาะฝ่ายบริหารอาจกลายเป็นเครื่องมือป้องกันการครอบงำกิจการมากกว่าการสร้างแรงจูงใจ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรนี้จะเป็นลบ

ChangeSigma คือ การเปลี่ยนแปลงส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของราคาหุ้นก่อนและหลังการออก ESOP เนื่องจากการคำนวณส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมักถูกใช้ในการวัดความเสี่ยง หากหลังการให้ ESOP แล้วผู้บริหารปรับความเสี่ยงของบริษัทให้สูงขึ้น อาจเป็นสัญญาณถึงการสร้างเงื่อนไขเพื่อป้องกันการควบกิจการ ดังนั้นค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรนี้ต่ออัตราผลตอบแทนในแบบจำลองจึงเป็นค่าลบ แหล่งที่มาของข้อมูลคือ คำนวณจากราคาหุ้นในฐานข้อมูล DataStream

**กลุ่มถ่ายโอนผลประโยชน์จากผู้ถือหุ้นกู้มาสู่ผู้ถือหุ้น**

InterestExpense คือ ค่าใช้จ่ายในส่วนที่เป็นดอกเบี้ยทั้งหมดต่อกำไรก่อนหักภาษีและดอกเบี้ยจ่าย แนวคิดนี้จะมองว่าหากบริษัทมีสัดส่วนหนี้สูง การออก ESOP และสามารถเปลี่ยนผู้บริหารมาเป็นฝ่ายเดียวกับผู้ถือหุ้นจะทำให้ช่องทางถ่ายโอนผลประโยชน์จากผู้ถือหุ้นกู้มาสู่ผู้ถือหุ้นได้มากยิ่งขึ้น ค่าสัมประสิทธิ์



ของตัวแปรนี้จึงควรเป็นบวก แหล่งที่มาของข้อมูลคือ [ฟิลด์ข้อมูล Ebit per Total Interest Expense](http://www.worldscope.com) ในฐานข้อมูล Worldscope

ChangeBeta คือ การเปลี่ยนแปลงดัชนีชี้วัดระดับและทิศทางของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของตลาดก่อนและหลังการออก ESOP เนื่องจากผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นนั้นคงที่ ในขณะที่ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเปลี่ยนแปลงตามผลการดำเนินการ หากผู้บริหารปรับความเสี่ยงให้สูงขึ้นจะทำให้มูลค่าของหุ้นกัลดลง แต่ผู้ถือหุ้นมีโอกาสได้รับผลตอบแทนมากขึ้น จัดเป็นเงื่อนไขหนึ่งของการถ่ายโอนผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้มาสู่ผู้ถือหุ้น ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรนี้จึงควรเป็นบวก แหล่งที่มาของข้อมูลคือ คำนวณจากราคาหุ้นและดัชนีตลาดจากฐานข้อมูล DataStream

ChangeSigma คือ การเปลี่ยนแปลงส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของราคาหุ้นก่อนและหลังการออก ESOP เนื่องจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานใช้วัดความเสี่ยงรวมของบริษัท โดยเหตุผลเดียวกับ ChangeBeta ค่าสัมประสิทธิ์ตามแนวคิดนี้ควรเป็นบวกด้วยเช่นกัน

**3. ผลการศึกษา**

ตารางที่ 1 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของเหตุการณ์การให้ ESOP แก่พนักงาน ในช่วง (-40, 40) และทดสอบนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนเกินปกติตามสมการที่ (4) ซึ่งจะพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญเกิดขึ้นก่อน Event Date (t = 0) คือ ในวันที่ -8, -5 และ -2 ทั้งนี้ส่วนใหญ่อัตราผลตอบแทนเกินปกติมีค่าเป็นลบ



ตารางที่ 1 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) และค่า t-stat ช่วงเหตุการณ์

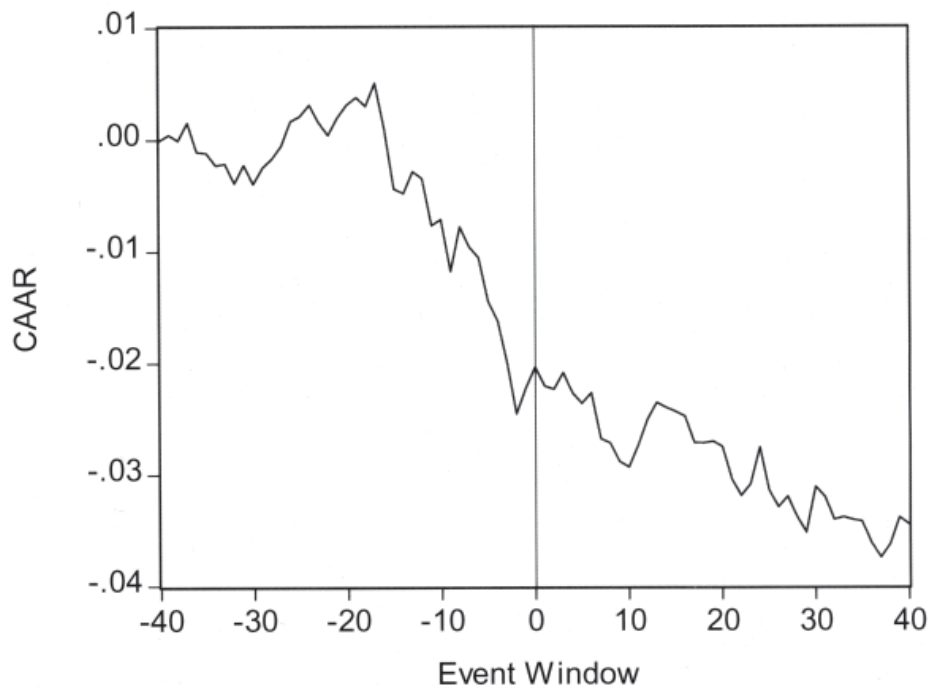
t	AAR	t-Test	t	AAR	t-Test
-40	-9.262E-05	-0.0209	1	-0.00322	-0.72629
-39	0.000922808	0.208232	2	-0.0005	-0.11322
-38	-0.00092306	-0.20829	3	0.002805	0.632911
-37	0.002967149	0.66954	4	-0.0035	-0.78974
-36	-0.00494981	-1.11693	5	-0.00175	-0.39472
-35	-0.00013992	-0.03157	6	0.001791	0.404158
-34	-0.00212725	-0.48002	7	-0.00781	-1.76252
-33	0.000298093	0.067265	8	-0.0007	-0.15694
-32	-0.00331053	-0.74703	9	-0.00314	-0.70772
-31	0.003041673	0.686356	10	-0.00094	-0.2125
-30	-0.00322083	-0.72678	11	0.00376	0.848504
-29	0.002836908	0.640151	12	0.004297	0.969586
-28	0.001505432	0.339702	13	0.002866	0.64666
-27	0.002157341	0.486806	14	-0.00086	-0.19302
-26	0.004145873	0.935519	15	-0.00068	-0.15256
-25	0.000874879	0.197417	16	-0.0008	-0.18162
-24	0.001906819	0.430275	17	-0.00443	-1.00056
-23	-0.00297965	-0.67236	18	-7.7E-05	-0.01744
-22	-0.00211042	-0.47622	19	0.000273	0.061553
-21	0.002922424	0.659447	20	-0.00088	-0.1977
-20	0.002168286	0.489276	21	-0.00553	-1.24713
-19	0.001199709	0.270715	22	-0.00279	-0.62848
-18	-0.00144852	-0.32686	23	0.001949	0.439848
-17	0.003972986	0.896508	24	0.006262	1.413004
-16	-0.00781202	-1.7628 *	25	-0.00723	-1.63206
-15	-0.01019093	-2.2996 **	26	-0.00292	-0.65899
-14	-0.00074752	-0.16868	27	0.001761	0.397373
-13	0.003734535	0.842701	28	-0.00342	-0.77072
-12	-0.00115887	-0.2615	29	-0.00269	-0.60798
-11	-0.00796527	-1.7974 *	30	0.007745	1.74759 *
-10	0.001005604	0.226915	31	-0.00174	-0.39212
-9	-0.00879175	-1.9839 **	32	-0.00378	-0.85276
-8	0.007550665	1.703813 *	33	0.000363	0.081839
-7	-0.00337390	-0.76132	34	-0.00047	-0.10563
-6	-0.00185015	-0.41749	35	-0.00024	-0.0535
-5	-0.00735828	-1.6604 *	36	-0.00367	-0.82735
-4	-0.00331470	-0.74797	37	-0.00241	-0.54444
-3	-0.00706866	-1.59505	38	0.002186	0.493197
-2	-0.00874710	-1.97379 **	39	0.004541	1.024655
-1	0.004380322	0.988423	40	-0.0012	-0.26978
0	0.003545872	0.800129			

หมายเหตุ \*\* มีนัยสำคัญที่ระดับ 5%

\* มีนัยสำคัญที่ระดับ 10%

เมื่อนำอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยมาบวกสะสมและสร้างเป็นกราฟเพื่อแสดง CAAR ดังรูปที่ 1 จะเห็นภาพชัดเจนว่า นักลงทุนในตลาดหุ้นไทยตอบสนองในทางลบต่อการให้ ESOP แก่พนักงาน ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีในกลุ่มการใช้ ESOP เพื่อป้องกันการครอบงำกิจการ โดยอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วง 80 วันรอบวันที่เกิดเหตุการณ์ลดลงถึง 4%

เนื่องจากการทดสอบที่ผ่านมาเป็นการทดสอบที่ขึ้นกับสมมติฐานค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนปกติ จึงทำการทดสอบ Non-parametric แบบ Sign Test ตามสมการที่ (7) เพื่อเปรียบเทียบ ดังแสดงในตารางที่ 2



รูปที่ 1 เส้นอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ช่วงเหตุการณ์ ESOP

ผลการทดสอบแบบ Non-parametric แสดงให้เห็นว่า สัดส่วนของตัวอย่างที่มีอัตราผลตอบแทนสะสมลดลงนั้นมีมากกว่าตัวอย่างที่เพิ่มขึ้น สนับสนุนแนวคิดการตอบสนองในทางลบ

ของนักลงทุนต่อข่าวการให้ ESOP แก่พนักงาน สอดคล้องกับผลที่ได้จากตารางที่ 1

ตารางที่ 2 การทดสอบทิศทางของอัตราผลตอบแทนสะสม

t	Sign Test	t	Sign Test
-40	0.12403	1	-2.10859 **
-39	0.12403	2	-2.3566 **
-38	0.86824	3	-1.86052 *
-37	-0.86824	4	-1.86052 *
-36	-1.36438	5	-2.10859 **
-35	-0.86824	6	-2.10859 **
-34	-1.61245	7	-2.10859 **
-33	0.12403	8	-2.3566 **
-32	-1.86052 *	9	-2.3566 **
-31	-0.86824	10	-1.86052 *
-30	-1.61245	11	-2.3566 **
-29	-0.62017	12	-2.10859 **
-28	-0.12403	13	-1.61245
-27	-0.12403	14	-1.61245
-26	0.12403	15	-1.61245
-25	-0.12403	16	-1.61245
-24	-0.62017	17	-1.86052 *
-23	-0.86824	18	-1.61245
-22	-0.86824	19	-1.36438
-21	-0.86824	20	-1.61245
-20	-0.62017	21	-1.36438
-19	-0.62017	22	-1.61245
-18	-0.86824	23	-1.36438
-17	-0.62017	24	-1.11631
-16	-0.12403	25	-1.61245
-15	0.62017	26	-1.36438
-14	-0.37210	27	-0.62017
-13	-0.62017	28	-0.86824
-12	-0.86824	29	-1.36438
-11	-1.11631	30	-1.36438
-10	-1.61245	31	-1.11631
-9	-1.61245	32	-1.11631
-8	-1.11631	33	-1.11631
-7	-0.37210	34	-1.11631
-6	-0.62017	35	-0.86824
-5	-1.36438	36	-1.11631
-4	-1.11631	37	-1.11631
-3	-0.86824	38	-1.61245
-2	-2.10859 **	39	-1.11631
-1	-1.86052	40	-0.62017
0	-2.10859 **		

หมายเหตุ \*\* มีนัยสำคัญที่ระดับ 5%

\* มีนัยสำคัญที่ระดับ 10%



เป็นตัวแปรที่เกือบจะมีนัยสำคัญในระดับ 10% แต่ความสัมพันธ์ของตัวแปรนี้กับตัวแปรตามขัดแย้งกับการใช้ ESOP เพื่อสร้างแรงจูงใจ เพราะกลับปรากฏความสัมพันธ์เชิงลบ

เมื่อปรับเป็นแบบจำลอง 3 พบตัวแปรที่มีนัยสำคัญต่างจากศูนย์ในระดับ 10% เพิ่มขึ้นจากเดิมอีก 2 ปัจจัย คือ ChangeSigma ซึ่งมีความสัมพันธ์เป็นลบสอดคล้องกับทฤษฎีกลุ่มป้องกันการครอบงำ มากกว่าการถ่ายเทผลประโยชน์จากผู้ถือหุ้นกลุ่มมาสู่ผู้ถือหุ้น และ Top 10 ซึ่งมีความ

ในการอธิบายต่อไปว่าเหตุใดนักลงทุนจึงตอบสนองในทางลบต่อเหตุการณ์การออก ESOP ซึ่งตรงข้ามกับผลการศึกษาที่พบในต่างประเทศ การสร้างแบบจำลอง Multiple Regression เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ของ CAAR ในช่วงสั้นๆ รอบเหตุการณ์จะช่วยให้เราวิเคราะห์เชิงลึกเพื่อตรวจสอบทฤษฎีในแต่ละกลุ่มได้ ผลการประมาณค่าแบบจำลอง Multiple Regression โดยตัวแปรตามคือ CAR (-1, 0) และกลุ่มของตัวแปรอิสระในแบบจำลอง ได้แก่ตัวแปรที่ระบุในส่วนของ 2 ของบทความนี้ แสดงในตารางที่ 3

แบบจำลอง 1 เป็นการใส่ข้อมูลทุกตัวในแบบจำลอง และไม่พบตัวแปรที่มีนัยสำคัญในระดับ 10% จึงปรับด้วยการตัดตัวแปรที่มีค่า t-stat ต่ำออกจากการพิจารณา แบบจำลอง 2 พบว่าค่า Adj-R<sub>2</sub> ของสมการสูงขึ้น และพบว่า ESOP2Share ซึ่งเป็นตัวแปรในกลุ่มทฤษฎีป้องกันการครอบงำกิจการเป็นตัวแปรที่มีนัยสำคัญ และความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ตัวแปรที่แสดงแรงจูงใจของพนักงาน SaleGrowth 2

สัมพันธ์เป็นบวกกล่าวคือ ตลาดตอบสนองเชิงบวกต่อการเพิ่มสัดส่วนหุ้นของผู้ถือหุ้น รายใหญ่ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีเพิ่มประสิทธิภาพ

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาระดับนัยสำคัญของแต่ละตัวแปรจากค่า t-stat ในตารางที่ 3 จะพบว่า มีตัวแปรที่มีนัยสำคัญเพียงไม่กี่ตัว ได้แก่ ESOP2Share ซึ่งมีเครื่องหมายลบสอดคล้องกับแนวคิดการใช้ ESOP เพื่อป้องกันการครอบงำกิจการ แม้ว่า SaleGrowth 2 จะมีนัยสำคัญในระดับหนึ่ง แต่กลับมีเครื่องหมายเป็นลบไม่สอดคล้องกับแนวคิดการใช้ ESOP เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพ เมื่อประกอบกับหลักฐานของเหตุการณ์ศึกษาที่พบ CAAR ของหุ้นที่มีการให้ ESOP มีแนวโน้มราคาลดลง การศึกษานี้จึงสรุปว่าหลักฐานในประเทศไทยค่อนข้างชี้ถึงการให้ ESOP เพื่อผลประโยชน์ของฝ่ายบริหารมากกว่าการเพิ่มประสิทธิภาพ โดยสอดคล้องกับทฤษฎีการใช้ ESOP โดยฝ่ายบริหารเพื่อป้องกันการครอบงำกิจการ

ตารางที่ 3 ผลการประมาณค่าแบบจำลองอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (-1, 0)

	ขนาดตัวอย่าง	ค่าคงที่	EmployeeRatio	ChangeBeta	ChangeSigma	ESOPZShare	InterestExpense	Top10	SaleGrowth1	SaleGrowth2	SaleEmployee0	SaleEmployee1	SaleEmployee2	MktCap	Adj-R <sup>2</sup>	D.W.
แบบจำลอง 1	17	-0.0421 -0.7112	-0.0128 -0.2955	-0.0300 -0.7377	-0.2212 -0.0867	-0.0050 -1.0694	0.0101 0.4446	0.1131 1.3798	-0.0274 -0.4999	-0.0691 -1.6034	-0.0647 -0.1403	-0.2368 -0.6063	0.3017 0.9819	0.0185 0.6485	0.3217	2.1572
แบบจำลอง 2	20	0.0529 1.0003	-0.0130 -0.3835	-0.0040 -0.1695	-1.4696 -1.4123	-0.0072** -2.1520	0.0045 0.3527	0.1107 1.5426	-0.0138 -0.4079	-0.0413* -1.7810		-0.1319 -0.5268	0.1520 0.7083	0.0123 0.5207	0.4211	2.0543
แบบจำลอง 3	20	0.0529 1.0003	-0.0130 -0.3835	-0.0040 -0.1695	-1.4696 -1.4123	-0.0072** -2.1520	0.0045 0.3527	0.1107 1.5426	-0.0138 -0.4079	-0.0413* -1.7810		-0.1319 -0.5268	0.1520 0.7083	0.0123 0.5207	0.4836	2.0541

ค่า t-stat แสดงในตัวเลขแถวกลาง

\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับ 5%

\* มีนัยสำคัญที่ระดับ 10%

#### 4. บทสรุปและข้อเสนอแนะ

การให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานเพื่อเพิ่มสัดส่วนความเป็นเจ้าของเป็นเครื่องมือสำคัญของผู้ถือหุ้นในการสร้างแรงจูงใจให้พนักงานของบริษัทปฏิบัติงานอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น การสร้างผลประโยชน์สามารถทำได้ผ่านกลไกสองช่องทางคือ การเพิ่มประสิทธิภาพการทำงานของพนักงานเอง เช่น การสร้างยอดขายที่เพิ่มขึ้น หรือการถ่ายโอนผลประโยชน์จากผู้ถือหุ้นเก่าสู่ผู้ถือหุ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นผู้ได้รับผลตอบแทนคงที่ การเพิ่มความเสี่ยงแก่กระแสเงินสดของบริษัทเป็นการสร้างโอกาสให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนมากขึ้นบนภาระของผู้ถือหุ้นผู้

อย่างไรการให้ ESOP อาจเป็นเครื่องมือแก่พนักงานฝ่ายบริหาร ซึ่งในประเทศไทยนั้นเป็นกลุ่มเดียวกับผู้ถือหุ้นใหญ่ด้วยใช้เป็นช่องทางในการให้ผลตอบแทนแก่ตนเองหรือใช้เป็นเครื่องมือป้องกันการครอบงำกิจการจากภายนอก เพราะเมื่อใดที่มีความพยายามในการครอบงำกิจการ การให้ ESOP แก่พนักงานจะเป็นการเพิ่มจำนวนหุ้นในฝ่ายที่สนับสนุนฝ่ายบริหารหรือผู้ถือหุ้นใหญ่ได้ หากเป็นกรณีนี้ตลาดจะมีการตอบสนองทางลบต่อการให้ ESOP

ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมจากเหตุการณ์ให้ ESOP จำนวน 68 ตัวอย่างที่เกิดขึ้นในตลาดหุ้นไทยระหว่างปี พ.ศ. 2539 - 2547 พบว่านักลงทุนในตลาดหุ้นมีแรงตอบสนองเชิงลบต่อเหตุการณ์นี้ ซึ่งการวิเคราะห์ด้วยสมการ Multiple Regression ยืนยันความเป็นไปได้ที่ฝ่ายบริหารจะใช้ ESOP เพื่อเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยหากสัดส่วน ESOP ที่ให้ต่อจำนวนหุ้นยังสูง ผลกระทบในทางลบจะยิ่งมีมากขึ้น

การศึกษานี้ไม่พบหลักฐานการเพิ่มขึ้นของประสิทธิภาพซึ่งวัดในรูปการเติบโตของยอดขายทั้งในปีที่ให้ ESOP หรือแม้กระทั่งถัดจากนั้นอีก 1 หรือ 2 ปี นอกจากนี้ยังพบหลักฐานว่ามีความพยายามในการปรับความเสี่ยงให้ต่ำลง เพิ่มสัดส่วนหุ้นในกลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ให้มากขึ้น

การใช้ ESOP ในลักษณะนี้ไม่ก่อให้เกิดผลประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นรายย่อย จึงควรที่ผู้ดูแลตลาดจะทำการตรวจสอบพฤติกรรมของการให้ ESOP แก่พนักงาน โดยเฉพาะฝ่ายบริหารซึ่งมีบางกรณีในประเทศไทยที่พบว่าผู้บริหารเพียงคนเดียวได้รับ ESOP มากกว่า ครึ่งหนึ่งของ ESOP ที่ออกทั้งหมด การให้ ESOP แก่พนักงานควรถูกพิจารณาให้เป็นค่าใช้จ่ายของบริษัทด้วย เพื่อไม่ให้มีการให้ ESOP อย่างพร่ำเพรื่อ ตามแนวทางปฏิบัติทางบัญชีซึ่งเริ่มใช้ในต่างประเทศแล้ว

การศึกษานี้ได้ใช้ Multiple Regression เพื่อตอบคำถามว่าเหตุใดนักลงทุนจึงมีการตอบสนองทางลบต่อการให้ ESOP ซึ่งพบหลักฐานเบื้องต้นสอดคล้องกับแนวคิดการให้ ESOP เพื่อเป็นเครื่องมือแก่ฝ่ายบริหารในการป้องกันการครอบงำกิจการ อย่างไรก็ตาม การจะสรุปเช่นนั้นได้ยังต้องการหลักฐานอื่นเพิ่มเติม โดยการวิเคราะห์ลักษณะของบริษัทที่ออก ESOP นั้นว่าในช่วงเวลานั้นบริษัทได้ตกเป็นเป้าการถูกครอบงำกิจการ ทั้งที่ประสบความสำเร็จและล้มเหลวหรือไม่ ซึ่งควรที่การศึกษาในอนาคตจะขยายความรู้เพื่อยืนยันข้อสันนิษฐานนี้

## เอกสารอ้างอิง

- อาณัติ สีมัคเดช “Employee Stock Option เครื่องมือสร้างแรงจูงใจหรือข้อฉล และแนวทางการบันทึกบัญชีเพื่อสร้างความโปร่งใส” *สรรพากรศาสตร์* มี.ค. 2546: น. 11-37.
- Aswarachan, A. (2001), “Does Executive Stock Option Schemes Reduce Agency Problem?,” Independent Study, Master in Finance Program, Thammasat University.
- Beatty, A., (1995) “The Cash Flow and Informational Effects of Employee Stock Ownership Plans.” *Journal of Financial Economics* 38: 525-556.
- Bebchuk, L., J. Fried, and D. Walker, (2002), “Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation,” *University of Chicago Law Review* 69: 751-846.
- Blasi, J., D. Kruse, and M. Conte, (1996), “Employee Stock Ownership and Corporate Performance Among Public Companies,” *Industrial and Labor Relations Review* 50 (1): 60-79.
- Brown, S., and J. Warner, (1985) “Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies,” *Journal of Financial Economics* 14: 3-12.
- Cramton, P., H. Mehran, and J. Tracy, (2005) “ESOP Fables: The Impact of Employee Stock Ownership Plans on Labor Disputes,” Working Paper, University of Maryland.
- Dhillon, U., and G. Ramirez, (1994), “Employee Stock Ownership and Corporate Control: An Empirical Study,” *Journal of Banking & Finance*, Volume 18, Issue 1: 9-25.
- Fama, E., L. Fisher, M. Jensen, and R. Roll, (1969) “The Adjustment Of Stock Prices To New Information,” *International Economic Review* 10: 1-21.
- Jensen, M. and W. Meckling, (1976), “Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure,” *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Kruse, D., J. Blasi, J. Sesil, and M. Krumova (2000), “Broad-Based Stock Options and Company Performance: What the Research Tells Us,” in *Stock Options, Corporate Performance, and Organizational Change*, The National Center for Employee Ownership, eds., Oakland, CA.
- Mehran, H., and D. Yermack (1996), “Stock-Based Compensation and Top Management Turnover,” New York University, Leonard N. Stern School Finance Department Working Paper Series.
- Mikkelson, W.H., and M.M. Partch, (1994), “The Consequences of Unbundling Managers’ Voting Rights and Equity Claims,” *Journal of Corporate Finance*, Volume 1, Issue 2: 175-199.
- Scholes, M., and M. Wolfson, (1990) “Employee Stock Ownership Plans and Corporate Restructuring: Myths and Realities.” *Financial Management*, Spring: 12-28.

ผลกระทบจากแผนการแปลงพนักงานเป็นผู้ถือหุ้นต่อราคาดัชนี: กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**ภาคผนวก ก**  
**รายชื่อบริษัทที่ออก ESOP ในการศึกษา**  
**เรียงตามวันที่เกิดเหตุการณ์**

ลำดับ	บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์	ชื่อย่อ	ลักษณะธุรกิจ	วันที่ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวน
1	บริษัท ยูไนเต็ดคอมมูนิเคชั่น อินดัสตรี จำกัด (มหาชน)	UCOM	เทคโนโลยี / สื่อสาร	17 มิ.ย. 1996
2	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	EGCOMP	ทรัพยากร / พลังงานและสาธารณูปโภค	30 ธ.ค. 1996
3	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	HANA	เทคโนโลยี / ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	30 พ.ค. 1997
4	บริษัท แมกเนคอมพิวเตอร์ พรินซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	MPT	เทคโนโลยี / ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	12 ก.ย. 1997
5	บริษัท แมกเนคอมพิวเตอร์ พรินซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	MPT	เทคโนโลยี / ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	27 พ.ย. 1997
6	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	EGCOMP	ทรัพยากร / พลังงานและสาธารณูปโภค	11 มี.ค. 1998
7	บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน)	EASTW	ทรัพยากร / พลังงานและสาธารณูปโภค	27 มี.ค. 1998
8	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	PTTEP	ทรัพยากร / พลังงานและสาธารณูปโภค	6 พ.ค. 1998
9	บริษัท แมกเนคอมพิวเตอร์ พรินซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	MPT	เทคโนโลยี / ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	17 ส.ค. 1998
10	บริษัท ทิพยประกันภัย จำกัด (มหาชน)	TIP	ธุรกิจการเงิน / ประกันภัยและประกันชีวิต	6 ต.ค. 1998
11	บริษัท เนชั่น มัลติมีเดีย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	NMG	บริการ / สื่อและสิ่งพิมพ์	5 มี.ค. 1999
12	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	EGCOMP	ทรัพยากร / พลังงานและสาธารณูปโภค	17 มี.ค. 1999
13	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)	BANPU	ทรัพยากร / พลังงานและสาธารณูปโภค	15 ก.พ. 2000
14	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	EGCOMP	ทรัพยากร / พลังงานและสาธารณูปโภค	25 ก.พ. 2000
15	ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)	KBANK	ธุรกิจการเงิน / ธนาคาร	28 เม.ย. 2000
16	บริษัท เดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	DELTA	เทคโนโลยี / ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	16 พ.ค. 2000
17	บริษัท เนชั่น มัลติมีเดีย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	NMG	บริการ / สื่อและสิ่งพิมพ์	31 พ.ค. 2000
18	บริษัท บีที ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	BIG C	บริการ / พาณิชยกรรม	7 ก.ย. 2000
19	บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	JAS	เทคโนโลยี / สื่อสาร	31 ต.ค. 2000
20	ธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน)	KK	ธุรกิจการเงิน / ธนาคาร	27 ธ.ค. 2000
21	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	EGCOMP	ทรัพยากร / พลังงานและสาธารณูปโภค	14 พ.ค. 2001
22	บริษัท ยูไนเต็ด บรอดคาสติ้ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	UBC	บริการ / สื่อและสิ่งพิมพ์	13 ก.ค. 2001
23	บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	SAMART	เทคโนโลยี / สื่อสาร	31 ก.ค. 2001
24	ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)	KBANK	ธุรกิจการเงิน / ธนาคาร	4 ต.ค. 2001



ลำดับ	บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์	ชื่อย่อ	ลักษณะธุรกิจ	วันที่ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวน
25	บริษัท ซีอีดียูเคชั่น จำกัด (มหาชน)	SE-ED	บริการ / สื่อและสิ่งพิมพ์	2 พ.ย. 2001
26	บริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	SHIN	เทคโนโลยี / สื่อสาร	28 ธ.ค. 2001
27	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	ADVANC	เทคโนโลยี / สื่อสาร	28 ธ.ค. 2001
28	บริษัท ชินแซทเทลไลท์ จำกัด (มหาชน)	SATTEL	เทคโนโลยี / สื่อสาร	28 ธ.ค. 2001
29	บริษัท แลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	LH	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง / พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	29 ธ.ค. 2001
30	บริษัท ควอลิตี้เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	QH	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง / พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	29 มี.ค. 2002
31	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	PTTEP	ทรัพยากร / พลังงานและสาธารณูปโภค	13 พ.ค. 2002
32	บริษัท สยามสปอร์ต ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)	SPORT	บริการ / สื่อและสิ่งพิมพ์	28 มิ.ย. 2002
33	บริษัทหลักทรัพย์ ยูไนเต็ด จำกัด (มหาชน)	US	ธุรกิจการเงิน / เงินทุนและหลักทรัพย์	5 ก.ค. 2002
34	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	HANA	เทคโนโลยี / ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	22 ก.ค. 2002
35	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	HANA	เทคโนโลยี / ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	22 ก.ค. 2002
36	ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)	KBANK	ธุรกิจการเงิน / ธนาคาร	8 พ.ย. 2002
37	บริษัท แลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	LH	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง / พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	20 ก.พ. 2003
38	บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	JAS	เทคโนโลยี / สื่อสาร	8 มี.ค. 2003
39	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	ADVANC	เทคโนโลยี / สื่อสาร	16 เม.ย. 2003
40	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	MAJOR	บริการ / สื่อและสิ่งพิมพ์	22 เม.ย. 2003
41	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	PTTEP	ทรัพยากร / พลังงานและสาธารณูปโภค	23 เม.ย. 2003
42	บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด (มหาชน)	ASP	ธุรกิจการเงิน / เงินทุนและหลักทรัพย์	23 พ.ค. 2003
43	บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	SAMART	เทคโนโลยี / สื่อสาร	10 มิ.ย. 2003
44	บริษัท ควอลิตี้เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	QH	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง / พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	30 มิ.ย. 2003
45	บริษัท แมกเนคอมพ์ พีริซัน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	MPT	เทคโนโลยี / ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	7 ส.ค. 2003
46	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)	THAI	บริการ / ขนส่งและโลจิสติกส์	22 ก.ย. 2003
47	บริษัทหลักทรัพย์ ชิกโก้ จำกัด (มหาชน)	SSEC	ธุรกิจการเงิน / เงินทุนและหลักทรัพย์	30 ก.ย. 2003
48	บริษัท ไทยยูเนียน ไพรเซ่น โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)	TUF	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร / อาหารและเครื่องดื่ม	30 ก.ย. 2003

ผลกระทบจากแผนการแปลงพนักงานเป็นผู้ถือหุ้นต่อราคาหุ้น: กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ลำดับ	บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์	ชื่อย่อ	ลักษณะธุรกิจ	วันที่ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวน
49	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	CK	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง / พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	1 ธ.ค. 2003
50	บริษัท แม็ทซิ่ง สตูดิโอ จำกัด (มหาชน)	MATCH	บริการ / สื่อและสิ่งพิมพ์	16 ธ.ค. 2003
51	บริษัท อินเทอร์เน็ตประเทศไทย จำกัด (มหาชน)	INET	เทคโนโลยี / สื่อสาร	5 ม.ค. 2004
52	บริษัท อะโรเมติกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	ATC	วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม / ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	7 ม.ค. 2004
53	บริษัท กฤษตามหานคร จำกัด (มหาชน)	KMC	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง / พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	30 ม.ค. 2004
54	บริษัท แลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	LH	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง / พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	10 ก.พ. 2004
55	บริษัท เอ็นอีพี อสังหาริมทรัพย์ และอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	NEP	วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม / บรรจุมันท์	19 มี.ค. 2004
56	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	ADVANC	เทคโนโลยี / สื่อสาร	21 เม.ย. 2004
57	บริษัท ควอลิตี้เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	QH	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง / พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	6 พ.ค. 2004
58	บริษัทหลักทรัพย์ ซิมิโก้ จำกัด (มหาชน)	ZMICO	ธุรกิจการเงิน / เงินทุนและหลักทรัพย์	7 พ.ค. 2004
59	บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน)	EASTW	ทรัพยากร / พลังงานและสาธารณูปโภค	21 พ.ค. 2004
60	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	PTTEP	ทรัพยากร / พลังงานและสาธารณูปโภค	31 พ.ค. 2004
61	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	HMPRO	บริการ / พาณิชยกรรม	4 มิ.ย. 2004
62	บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	SAMART	เทคโนโลยี / สื่อสาร	16 มิ.ย. 2004
63	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	HANA	เทคโนโลยี / ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	17 มิ.ย. 2004
64	บริษัท โมเดิร์นฟอร์มกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	MODERN	สินค้าอุปโภคบริโภค / ของใช้ในครัวเรือน	22 มิ.ย. 2004
65	บริษัท ไมเนอร์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	MINOR	บริการ / พาณิชยกรรม	28 มิ.ย. 2004
66	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	BCP	ทรัพยากร / พลังงานและสาธารณูปโภค	9 ก.ค. 2004
67	บริษัท ศุภาลัย จำกัด (มหาชน)	SPALI	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง / พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	13 ธ.ค. 2004
68	บริษัท โรงพยาบาลวิภาวดี จำกัด (มหาชน)	VIBHA	บริการ / การแพทย์	16 ธ.ค. 2004