

การวัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นจากการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน  
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต  
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล  
พ.ศ. 2557

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

การวัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นจากการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน  
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

ได้รับการพิจารณาให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน

วันที่ 21 ตุลาคม พ.ศ. 2557



นายอดิศักดิ์ กันชาติ  
ผู้วิจัย

รองศาสตราจารย์ ดร.ชาติร์ จันทร์ โคลิกา

Ph.D. (Quantitative Economics)

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

ดร.ปิยภัทร ชาระวานิช

Ph.D. (Economics)

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

รองศาสตราจารย์อรรณพ ต้นละมัย, Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

ดร.ไกรพิชิต เรืองศรีไชยะ

Ph.D. (Finance)

กรรมการสอบสารนิพนธ์

## กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาอิสระเรื่องการวัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติกี่เกิดขึ้นจากการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ สำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จากรองศาสตราจารย์ ดร. ชาติรี จันทร โคลิกา และดร.ปิยภัทร ชาระวาณิช ซึ่งได้สละเวลาให้คำปรึกษา คำแนะนำ ตลอดจนข้อคิดเห็นต่างๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการศึกษาอิสระฉบับนี้

ผู้จัดทำขอกราบขอบพระคุณเจ้าหน้าที่จากฝ่ายพัฒนาบริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ช่วยให้คำแนะนำ และชี้แนะการค้นคว้าข้อมูลเพิ่มเติม เช่น กฤษระเบียบ ข้อบังคับเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนในประเทศไทย ตลอดจนคุณสุทธิโชติ จิรพงศากุล จากบริษัท ดีเอส แอล เอ็กซ์เพรส (ประเทศไทย) จำกัด ที่สละเวลาให้คำปรึกษาและช่วยเหลือเรื่องการจัดเตรียมข้อมูล สำหรับผลการศึกษา

สุดท้ายทางผู้วิจัยขอขอบพระคุณคุณพ่อ คุณแม่ และครอบครัวที่ให้อำนาจใจและให้การสนับสนุนมาโดยตลอด รวมทั้งเพื่อนทุกท่าน ที่ได้ให้ความช่วยเหลือซึ่งกันและกันจนงานศึกษาชิ้นนี้ สำเร็จไปได้ด้วยดี หากงานศึกษาฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใดต้องขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

อดิสัน กันชาติ

การวัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นจากการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

THE EFFECT OF SHARE REPURCHASES ANNOUNCEMENTS ON ABNORMAL RETURNS OF LISTED COMPANIES ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND AND THE MARKET FOR ALTERNATIVE INVESTMENT

อดิสรัน กั้นชาติ 5550430

กจ.ม. (การเงิน)

คณะกรรมการที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์: รศ.ดร. ธาตรี จันทร โคติกา, Ph.D., ดร.ปิยภัทร ชาระวานิช, Ph.D., ดร.ไกรพิชิต เรืองศรีไชยะ, Ph.D.

#### บทคัดย่อ

ประเทศไทยเริ่มมีการอนุญาตใช้เครื่องมือทางการเงินเพื่อบริหารสภาพคล่องของกิจการในกรณีที่ราคาหุ้นของบริษัทอยู่ในระดับต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น บริษัทมีกำไรสะสมและสภาพคล่องทางการเงินสูงกว่าความต้องการใช้ดำเนินธุรกิจ กล่าวคือ การซื้อหุ้นคืนโดยวัตถุประสงค์หลักเพื่อศึกษาเหตุการณ์และวัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ ในวันที่บริษัทเปิดเผยมติคณะกรรมการอนุมัติโครงการซื้อหุ้นคืน ได้ใช้วิธี Event Study โดยใช้กลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 107 โครงการ จาก 87 บริษัท และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) จำนวน 7 โครงการ จาก 6 บริษัท

จากผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยเชิงบวกจากกลุ่มตัวอย่าง SET ณ วันที่เกิดเหตุการณ์ โดยมีผลทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญจากเหตุการณ์โครงการประกาศซื้อหุ้นคืน ( $AAR_{0} = 2.42\%$ ) และผลการศึกษายังได้พบอีกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กมีค่าเป็นบวกสูงที่สุดเมื่อเทียบกับขนาดกลางและขนาดใหญ่ โดยการแบ่งสัดส่วนขนาดของบริษัด้วยวิธีควอร์ไทล์ เป็นผลสืบเนื่องมาจากมีปริมาณความต้องการจากนักลงทุนที่เพิ่มปริมาณการซื้อขายหุ้น

คำสำคัญ: ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ/ การซื้อหุ้นคืน

33 หน้า

## สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ฉ
สารบัญรูปภาพ	ช
<b>บทที่ 1</b> บทนำ	<b>1</b>
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์และขอบเขตของการวิจัย	6
1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	6
<b>บทที่ 2</b> ทฤษฎี แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	<b>7</b>
2.1 ข้อสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพสมบูรณ์	7
2.2 ข้อสมมติฐานเรื่องการส่งสัญญาณ	9
<b>บทที่ 3</b> วิธีดำเนินงานวิจัย	<b>11</b>
3.1 การทดสอบสมมติฐาน	11
3.2 ช่วงระยะเวลาการศึกษาตามข้อสมมติฐาน	11
3.3 แบบจำลองของตลาด	12
3.4 แบบจำลองทดสอบข้อสมมติฐาน	12
3.4.1 ABNORMAL RETURN (AR)	12
3.4.2 AVERAGE ABNORMAL RETURN (AAR)	13
3.4.3 CUMULATIVE AVERAGE ABNORMAL RETURN (CAAR)	13
3.4.4 THE FIRST OBJECTIVE HYPOTHESIS TEST	13
3.5 ขั้นตอนและวิธีการเก็บข้อมูล	13
<b>บทที่ 4</b> ผลการศึกษา	<b>15</b>
4.1 กลุ่มศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	15
4.2 กลุ่มศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai)	17

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
<b>บทที่ 5</b>	
<b>สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ</b>	<b>19</b>
5.1 สรุปผลการศึกษา	19
5.2 ข้อจำกัดของการศึกษา	21
5.3 ข้อเสนอแนะของการศึกษาในอนาคต	22
<b>บรรณานุกรม</b>	<b>23</b>
<b>ภาคผนวก</b>	
ภาคผนวก ก	
ตารางผลการศึกษากรณีสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ): อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติวันที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน	24
ภาคผนวก ข	
ตารางผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติวันที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนจากกลุ่มบริษัทขนาดเล็ก	25
ภาคผนวก ค	
ตารางผลการศึกษากรณีสมมติฐานที่ 2 ( $H_2$ ): ผลตอบแทนผิดปกติในวันที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน (mai)	33
<b>ประวัติผู้วิจัย</b>	<b>34</b>

## สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
1.1	แสดงจำนวนโครงการซื้อหุ้นคืนแยกตามหมวดอุตสาหกรรม	4
5.1	ชี้แจงข้อจำกัดของการศึกษาในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาด SET	22



## สารบัญรูปภาพ

ภาพ		หน้า
1.1	ขั้นตอนการดำเนินงานโครงการซื้อหุ้นคืน	3
1.2	แผนภาพแสดงจำนวนโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนไทย แยกตามรายปีตั้งแต่ พ.ศ. 2544 – 2557	5
1.3	แผนภาพแสดงการเคลื่อนไหวของ SET Index กับวิกฤติการณ์ต่างๆ	5
3.1	แสดงถึงช่วงเหตุการณ์ของการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน	12
4.1	ภาพแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและอัตรา ผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในวันประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน (SET)	15
4.2	ภาพแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในวันประกาศ โครงการซื้อหุ้นคืน โดยแบ่งขนาดตามมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ และจัดกลุ่มข้อมูลแบบคอร์ดไทล์	16
4.3	ภาพแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและอัตรา ผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมของวัน โครงการประกาศซื้อหุ้นคืน (mai)	18



## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

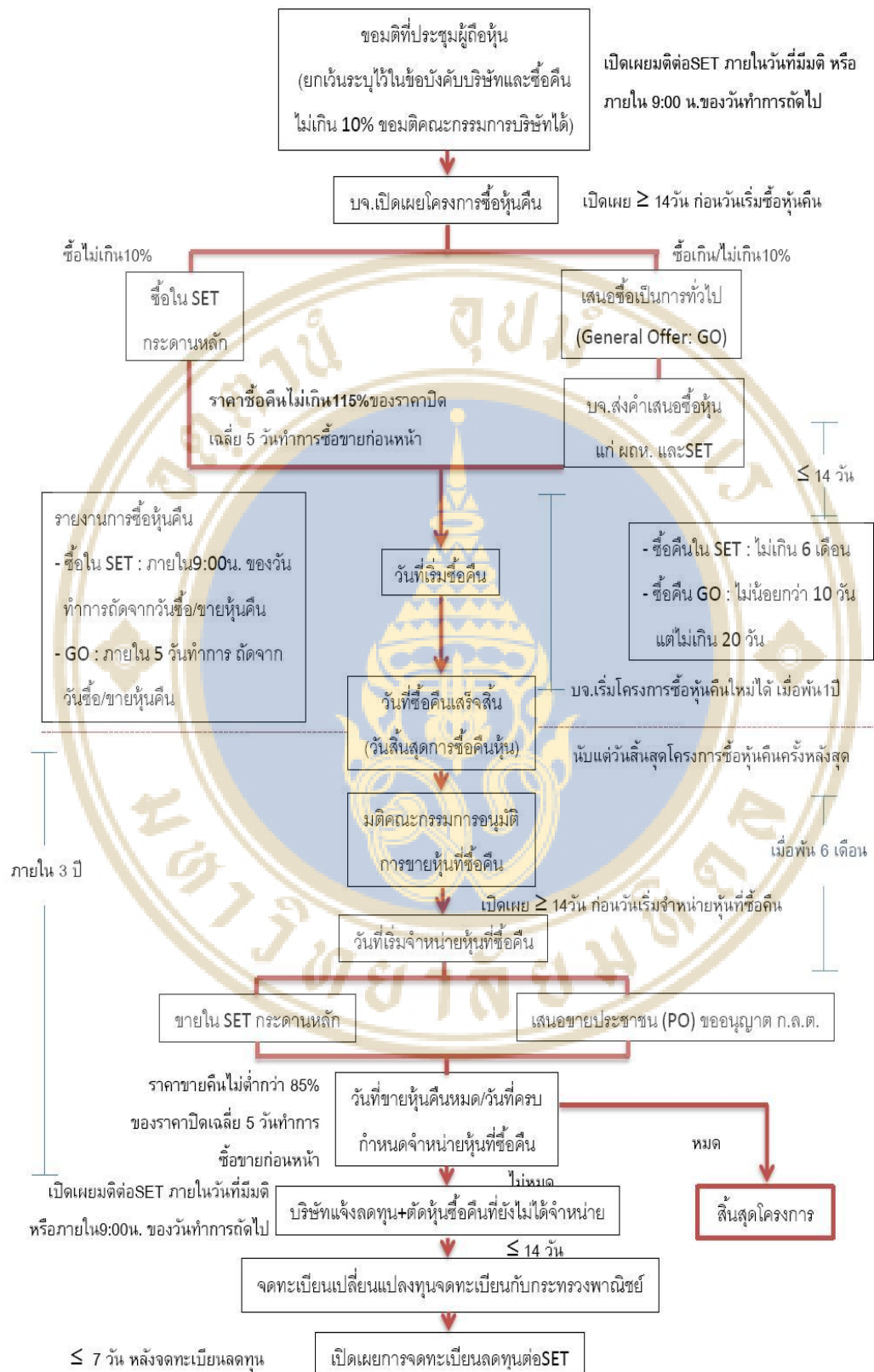
การซื้อหุ้นคืนหรือที่รู้จักในชื่อของ Treasury stock หรือ share repurchase นับว่าเป็นอีกหนึ่งเครื่องมือของบริษัทมหาชนที่สามารถซื้อหุ้นของบริษัทตนคืน สำหรับประเทศไทยนั้นเริ่มมีการอนุญาตตั้งแต่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 ตาม พ.ร.บ.บริษัทมหาชน (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 โดยมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อให้บริษัทสามารถบริหารทางการเงินในกรณีที่ผู้บริหารเห็นว่าบริษัทตนมีกำไรสะสมและสภาพคล่องทางการเงินสูงคือมีเงินเพียงพอที่จะไปลงทุนในหุ้นบริษัทตนเอง เมื่อเห็นว่หุ้นมีราคาต่ำเกินจริง และการลงทุนในหุ้นของบริษัทจะได้รับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่าลงทุนประเภทอื่น หรือเป็นเครื่องมือในการปรับโครงสร้างทางการเงินของบริษัท โดยแต่ละครั้งจะทำให้จำนวนหุ้นลดลง ทำให้กำไรต่อหุ้น (EPS) เพิ่มขึ้น นอกจากนั้นเมื่อบริษัทซื้อหุ้นคืนแล้วจะต้องไม่ทำให้จำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (free float) ต่ำกว่า 15% เพราะจะกระทบต่อเกณฑ์ดำรงสถานะของบริษัทจดทะเบียนด้วย สำหรับวิธีการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะทำการซื้อบนกระดานหลัก (Main Board) ของตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยราคาที่ซื้อต้องไม่เกินกว่า 115% ของราคาปิดของหุ้นเฉลี่ย 5 วันทำการซื้อขายก่อนหน้า อย่างไรก็ตามกรณีนี้ใช้ได้เมื่อบริษัทมีการซื้อหุ้นคืนไม่เกิน 10% ของทุนชำระแล้วเท่านั้น และการเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นเป็นการทั่วไป (General Offer : GO) โดยบริษัทต้องจัดทำคำเสนอซื้อหุ้นคืนต่อผู้ถือหุ้นทุกราย และต้องให้รายละเอียดเกี่ยวกับโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัท เช่น วงเงินและจำนวนหุ้นที่จะซื้อคืน เหตุผลกำหนดระยะเวลาที่จะซื้อหุ้นคืน วิธีการจัดสรร เป็นต้น เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้ศึกษาข้อมูลก่อนที่จะตัดสินใจว่าจะขายหุ้นให้กับบริษัทหรือไม่ ซึ่งวิธีซื้อเป็นการทั่วไปหรือ General Offer : GO นี้มีขั้นตอนที่มากกว่าการซื้อหุ้นคืนบนกระดานหลักจึงไม่ค่อยได้รับความนิยมมากนัก จากการศึกษาพบว่าบริษัทจดทะเบียนที่ประกาศทำโครงการหุ้นซื้อคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด 114 โครงการ (SET = 107 โครงการ , mai = 7 โครงการ) มีเพียง 7 โครงการที่ซื้อหุ้นคืนด้วยวิธีเป็นการทั่วไปหรือ General Offer : GO ซึ่งได้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelenc (1995) ที่กล่าวว่าบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกาเลือกวิธีซื้อหุ้นคืนบนกระดานหลักมากถึง 90% ของจำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

ตามปกติแล้วหุ้นซื้อคืนของกิจการนั้นจะไม่นับเป็นองค์ประมุขในการประชุมผู้ถือหุ้น รวมทั้งไม่มีสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผล นอกจากนี้หุ้นซื้อคืนต้องจำหน่ายภายในเวลาที่กำหนดในกฎกระทรวงคือไม่เกิน 3 ปีนับแต่การซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น โดยให้บริษัทจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้เมื่อพ้นกำหนด 6 เดือนนับแต่การซื้อหุ้นคืนแต่ละคราวเสร็จสิ้น และต้องจำหน่ายให้หมดภายในระยะเวลาที่กำหนดระยะเวลาที่ต้องจำหน่ายหุ้นซื้อคืนดังกล่าว ถ้าบริษัทไม่จำหน่ายหรือจำหน่ายไม่หมดให้บริษัทลดทุนที่ชำระแล้วโดยการตัดหุ้นจดทะเบียนที่ซื้อคืนและยังไม่ได้จำหน่าย ซึ่งก็คือการยกเลิกหุ้นซื้อคืนในทางบัญชี ซึ่งได้แสดงให้เห็นอย่างง่ายจากขั้นตอนการดำเนินงาน ดังรูปที่ 1.1

ในปัจจุบันยังไม่มีมาตรฐานการบัญชีของไทยที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับการบันทึกรายการหุ้นซื้อคืน ดังนั้นเพื่อให้บริษัทมีแนวทางการบันทึกบัญชีหุ้นซื้อคืนและการเปิดเผยข้อมูลให้ครบถ้วน ทางสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จึงได้มีการแจ้งความเห็นของสภาวิชาชีพบัญชี ตามประกาศ ก.ล.ต.ชส. (ว) 2/2548 เรื่อง ความเห็นเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลการกันกำไรสะสมเป็นสำรองสำหรับหุ้นซื้อคืน เพื่อป้องกันไม่ให้บริษัทใช้การซื้อหุ้นคืนเป็นการลดทุนจดทะเบียนทางอ้อมซึ่งจะกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ของบริษัท รวมทั้งทำให้เกิดความเข้าใจผิดว่าบริษัทยังคงมีกำไรสะสมคงเหลือทำให้สามารถจ่ายเงินปันผล หรือซื้อหุ้นคืนเพิ่มเติมได้ จึงเห็นควรกำหนดแนวทางปฏิบัติทางการบัญชีเกี่ยวกับหุ้นซื้อคืนเพื่อให้กิจการมีแนวปฏิบัติที่สอดคล้องกัน ดังนี้

1. เพื่อให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถวิเคราะห์ความสามารถในการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนที่มีการทำโครงการซื้อหุ้นคืน บริษัทจดทะเบียนต้องแสดงรายการหรือเปิดเผยข้อมูลจำนวนกำไรสะสมที่จัดสรรเป็นสำรองสำหรับหุ้นซื้อคืนในงบแสดงฐานะทางการเงิน (งบดุล) หรือในหมายเหตุประกอบงบ
2. หากบริษัทจดทะเบียนที่มีการประกาศทำโครงการหุ้นซื้อคืนก่อนหน้าประกาศนี้จะมีผลบังคับใช้ และไม่ได้ตั้งสำรองหรือมีกำไรสะสมไม่เพียงพอต่อการตั้งให้มีการเปิดเผยในหมายเหตุประกอบงบและตั้งสำรองไปถูกรอบบัญชีเงินกว่าจะมีการตั้งสำรองครบตามจำนวน

### ขั้นตอนการดำเนินการที่สำคัญ



ภาพที่ 1.1 ขั้นตอนการดำเนินงานโครงการซื้อหุ้นคืน (ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

สำหรับในปี พ.ศ. 2544 จนถึงปี พ.ศ. 2557 การซื้อหุ้นคืนเริ่มเป็นที่รู้จักในวงกว้างและถูกใช้เป็นเครื่องมือบริหารทางการเงินสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทยเพิ่มมากขึ้นพบว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนแบ่งเป็นใน SET จำนวน 107 โครงการ\* จาก 87 บริษัท (คิดเป็น 17.68%\*\* ของจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) และใน mai จำนวน 7 โครงการจาก 6 บริษัท (คิดเป็น 6.25%\*\* ของจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ)

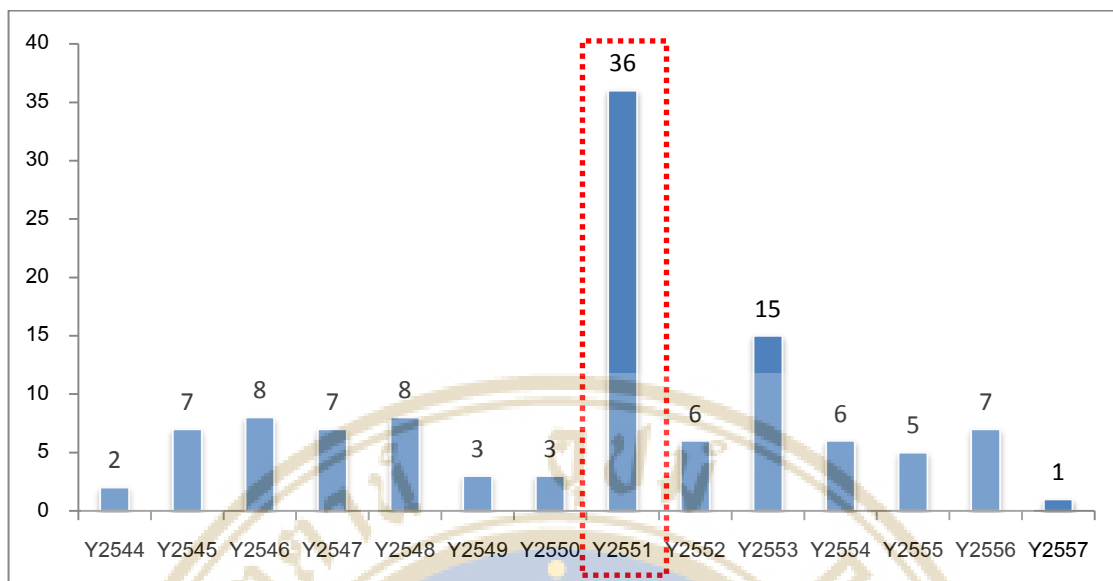
โดยบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนอยู่ในหลายหมวดอุตสาหกรรมด้วยกัน อันดับ 1 ได้แก่ Media & Publishing จำนวน 12 โครงการ อันดับ 2 ได้แก่ Electronic Components จำนวน 10 โครงการ และ Finance and Securities จำนวน 10 โครงการ และหมวดอื่นๆ ดังแสดงในตารางที่ 1.1

ตารางที่ 1.1 แสดงจำนวนโครงการซื้อหุ้นคืนแยกตามหมวดอุตสาหกรรม

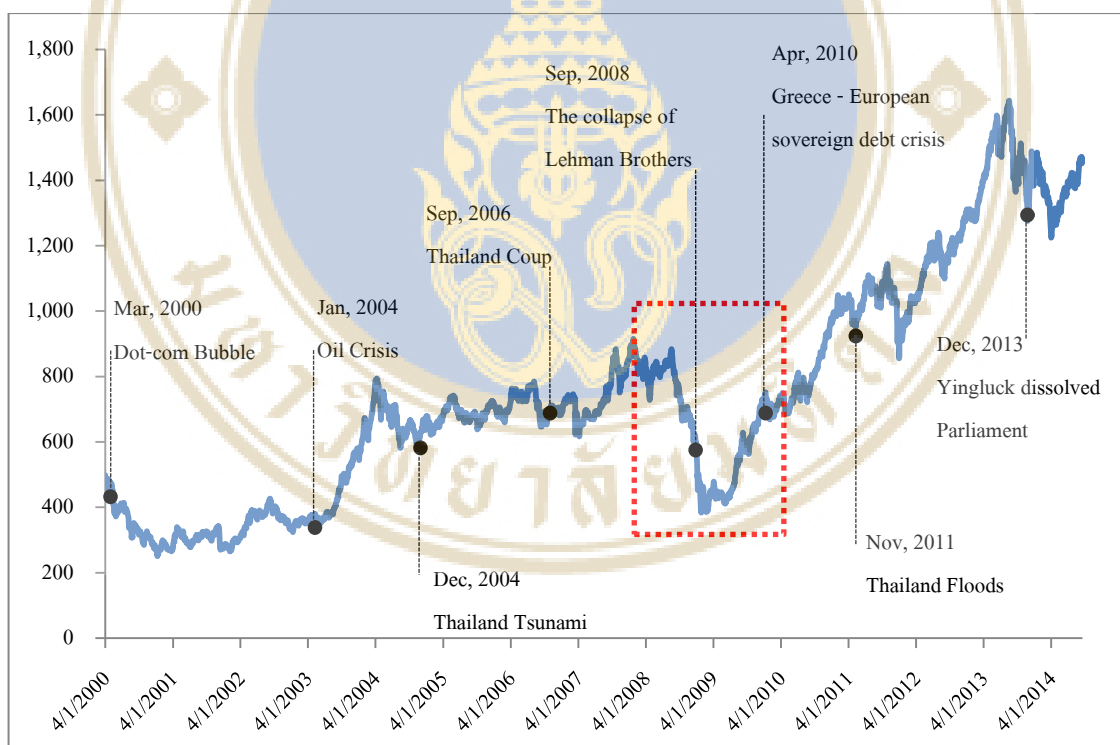
หมวดอุตสาหกรรม	จำนวนโครงการ	หมวดอุตสาหกรรม	จำนวนโครงการ
Media & Publishing	12	Agribusiness	2
Electronic Components	10	Health Care Services	2
Finance and Securities	10	Commerce	2
Property Development	9	Insurance	2
Information & Communication Technology	8	Industrial Materials & Machinery	1
Steel	8	Tourism & Leisure	1
Food and Beverage	7	Services/ Tourism & Leisure	1
Energy & Utilities	7	Professional Services	1
Medium-Sized Enterprise	7	Property & Construction/ Property Development	1
Banking	5	Petrochemicals & Chemicals	1
Home & Office Products	5	Packaging	1
Automotive	4	Personal Products & Pharmaceuticals	1
Construction Materials	3	Fashion	1
Transportation & Logistics	2	<b>Grand Total</b>	<b>114</b>

\* ข้อมูลโครงการซื้อหุ้นคืนสิ้นสุด 31 มีนาคม 2557

\*\* ข้อมูล ณ วันที่ 8 เมษายน พ.ศ. 2557 จำนวนบริษัทจดทะเบียนใน SET = 492 บริษัท mai = 96 บริษัท



ภาพที่ 1.2 แผนภาพแสดงจำนวนโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนไทยแยกตามรายปีตั้งแต่ พ.ศ. 2544 - 2557



ภาพที่ 1.3 แผนภาพแสดงการเคลื่อนไหวของ SET Index กับวิกฤตการณ์ต่างๆ

จากแผนภาพดังกล่าว (ภาพที่ 1.2 และ ภาพที่ 1.3) เมื่อเราเทียบจำนวนโครงการซื้อหุ้นคืนแยกตามรายปีของบริษัทจดทะเบียนไทยพบว่า มีจำนวนโครงการซื้อหุ้นคืนสูงขึ้นอย่างมากในปี พ.ศ. 2551 โดยเมื่อเทียบกับการเคลื่อนไหวของ SET Index กับวิกฤตการณ์ต่างๆ ที่เกิดขึ้นสำหรับ

เหตุการณ์ที่เป็นปัจจัยหลักเกิดจากเมื่อวันที่ 15 กันยายน 2551 ได้เกิดวิกฤติของ Lehman Brothers ซึ่งส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นทั่วโลกทำให้ราคาหุ้นหลายๆ บริษัทตกต่ำจนผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนต้องใช้โครงการซื้อหุ้นของบริษัทตนเองคืนเพื่อพยุงราคาหุ้นและสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุน ไม่เพียงแต่เฉพาะในประเทศไทยเท่านั้นที่เลือกใช้เครื่องมือทางการเงินประเภทนี้ ยังมีอีกหลายประเทศด้วยกัน อาทิเช่น ฮองกง สิงคโปร์ มาเลเซีย ญี่ปุ่น บราซิล และสหรัฐอเมริกา เป็นต้น สำหรับประเทศฮองกงนั้นเมื่อช่วงระหว่างเดือนมกราคม 2550 – 2552 มีจำนวนบริษัทที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนเท่ากับ 223 บริษัทหรือคิดเป็น 20% ของจำนวนบริษัทจดทะเบียนหมดตลาดหลักทรัพย์ประเทศฮองกง (The Hong Kong Stock Exchange) ซึ่งได้สอดคล้องกับงานศึกษาของ Research & Corporate Development (2010) ที่กล่าวไว้ในหลายๆ ประเทศต่างเลือกใช้เครื่องมือประเภทนี้เพื่อรับมือกับวิกฤตทางการเงินที่เกิดขึ้น โดยบางประเทศมีการปรับกฎเกณฑ์การซื้อหุ้นคืนให้มีความยืดหยุ่นมากยิ่งขึ้น

## 1.2 วัตถุประสงค์และขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาวิจัยฉบับนี้ได้กำหนดวัตถุประสงค์และให้ความสำคัญเกี่ยวกับพฤติกรรมของราคาหุ้นและอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการซื้อขายหุ้นของเหล่าบรรดาผู้ลงทุน ซึ่งในส่วนของงานวิจัยฉบับนี้ได้ทำการศึกษาหาผลตอบแทนที่ผิดปกติที่อาจเกิดขึ้นในวันที่บริษัทเปิดเผยมติคณะกรรมการอนุมัติโครงการซื้อหุ้นคืน รวมทั้งศึกษาว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติกับขนาดของบริษัทที่มีผลกระทบแตกต่างกันอย่างไร โดยใช้กลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai)

## 1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

เพื่อสร้างความเชื่อมั่นและใช้เป็นข้อมูลสำหรับการตัดสินใจของผู้ลงทุนในกรณีที่บริษัทเกิดประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนได้อย่างมีประสิทธิภาพ รวมทั้งทราบแนวโน้มของโอกาสที่จะมีการประกาศหุ้นซื้อคืนและเข้าใจกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนใน พ.ร.บ. (มหาชน) รวมถึงกฎของกระทรวงพาณิชย์ที่จะได้รับจากการศึกษา



## บทที่ 2

### ทฤษฎี แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ข้อสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพสมบูรณ์

สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพเป็นที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบต่อราคาหุ้นขององค์กรมีการเชื่อมโยงอย่างใกล้ชิดกับตลาดที่มีประสิทธิภาพ กล่าวคือมูลค่าหุ้นทั้งหมดที่เกิดขึ้นในวันประกาศซื้อหุ้นคืนควรมีราคาสูงกว่าปกติ Axelsson and Brissman (2011) ได้กล่าวถึงทฤษฎีเรื่องต้นทุนข้อมูลข่าวสารของทฤษฎี The Modigliani-Miller Theorem (MM) หากว่าผู้บริหารและผู้ลงทุนมีข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานและความคาดหวังในอนาคตของบริษัทเหมือนกันเราเรียกว่า Symmetric information แต่ถ้าผู้บริหารมีข้อมูลมากกว่าและดีกว่าผู้ลงทุนเรียกว่า Asymmetric information โดยจากการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนและการซื้อหุ้นคืนจริงนั้น หากผู้ลงทุนทุกคนรวมถึงผู้บริหารสามารถรับรู้ข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับบริษัทได้เท่าเทียมกัน ย่อมไม่มีผู้ใดสามารถทำกำไรที่เกินปกติได้ แต่ในโลกของความเป็นจริง บริษัทอาจกำลังพิจารณาในระดับคณะกรรมการบริษัทหรือผู้บริหาร และยังไม่สามารถประกาศให้ผู้ลงทุนทราบ ความไม่ทัดเทียมของข้อมูลจึงเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจซื้อขายที่แตกต่างกัน และทำให้เกิดกำไรเกินปกติได้ Chotchatchawanwong (2011) ได้ทำการศึกษาถึงเหตุการณ์ในช่วงก่อนและหลังวันประกาศ เพื่อครอบคลุมถึงช่วงที่ข่าวรั่วไหลออกมา และมีการตอบสนองต่อราคาหุ้นของผู้ลงทุนอย่างชัดเจน จากการศึกษากลุ่มตัวอย่างที่มีการซื้อหุ้นคืนทั้งหมด 72 โครงการ และไม่มีปัญหาในเรื่องของค่าเบต้า พบว่าในช่วงก่อนการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนนั้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) ส่วนใหญ่เป็นลบ และเมื่อดูจาก อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) นั้นมีค่าเป็นลบมากขึ้นเรื่อยๆ ซึ่งให้เห็นถึงราคาและผลตอบแทนของหุ้นที่ลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วงเวลาดังกล่าว แต่เมื่อบริษัทประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน กลับมีค่า AAR และ CAAR ในทิศทางที่ดีขึ้นเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับแนวคิดเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาด Eugene Fama จากมหาวิทยาลัยชิคาโก ผู้คิดค้นทฤษฎี Efficient Market Hypothesis โดยการศึกษาของ Fama (1970) ซึ่งให้เห็นว่าตลาดทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งราคาหลักทรัพย์ที่ขายในตลาดนั้นได้สะท้อนถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องทั้งหมดแล้ว และเชื่อว่าผู้ลงทุนทุกคนสามารถรับรู้และเข้าถึงข้อมูลข่าวสารได้เท่าเทียมกันทั้งหมด จึงไม่มีใครที่สามารถทำกำไรเกินปกติได้ นอกจากนี้ราคาของสินทรัพย์ในตลาดยัง

ได้สะท้อนถึงความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนเกี่ยวกับความคาดหวังในอนาคตด้วย รวมถึงได้มีการอธิบายการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ว่ามีรูปแบบต่างๆ ได้โดย Efficient market hypothesis แบ่งเป็น 3 ระดับ ดังนี้

1. Weak form efficiency : การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นผลมาจากข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีต หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง คือการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในปัจจุบันจะคำนวณโดยอิงราคาหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น ณ ระดับนี้ จะพิจารณาจากการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อราคาหลักทรัพย์ในอดีตว่า อัตราผลตอบแทนไม่ปกติ (Abnormal Return) เท่ากับศูนย์ซึ่งแสดงว่าตลาดหุ้นมีประสิทธิภาพระดับต่ำ

2. Semi strong form efficiency : การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันไม่ได้เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้นแต่จะรวมผลของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในปัจจุบัน โดยการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายจะมีการปรับราคาทันทีที่มีการประกาศข้อมูลในตลาดได้อย่างถูกต้องและเป็นกลาง ซึ่งเป็นแหล่งข้อมูลสาธารณะ (Public Information) ที่สำคัญที่สุดสำหรับผู้ลงทุน ณ ระดับนี้พิจารณาจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงหลังการรายงานข้อมูลทางบัญชีว่า การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศข้อมูลดังกล่าวจะมีผลตอบแทนไม่ปกติเท่ากับศูนย์ แสดงว่าตลาดหุ้นมีประสิทธิภาพระดับปานกลาง

3. Strong form efficiency : การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นผลสะท้อนจาก ข้อมูลทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นข้อมูลที่ได้อิงงานในตลาดหรือเป็นข้อมูลภายในของธุรกิจและทุกคนทราบข้อมูลเหล่านั้น ดังนั้นการกำหนดราคาหลักทรัพย์จึงไม่สามารถได้รับกำไรเกินปกติได้

ในขณะที่งานวิจัยของ Sharpe (1964) ซึ่งใช้ในประเด็นเกี่ยวกับการประเมินความเสี่ยงจากการลงทุนผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ และคำนวณหาต้นทุนทางการเงิน โดยมีแบบจำลอง CAPM:  $E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$  ซึ่งสมมติฐานของแบบจำลองมีดังนี้

1. Homogeneous Expectations ผู้ลงทุนคาดการณ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันในแง่ของผลตอบแทนและความเสี่ยง
2. Risk Free Rate มีสินทรัพย์ที่ผลตอบแทนจะไม่มีความเสี่ยงอยู่เลย
3. Equal Lending – Borrowing rates อัตราดอกเบี้ยสำหรับการกู้ยืมและการฝากไม่แตกต่างกัน



4. Efficient Market ตลาดการเงินเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ นั่นคือผู้ลงทุนจะได้รับข้อมูลข่าวสารอย่างเท่าเทียมกันและครบถ้วนในเวลาเดียวกัน ซึ่งข่าวสารทั้งหลายจะสามารถสะท้อนราคาสินทรัพย์ได้ทำให้ไม่มีใครสามารถทำกำไรส่วนเกินได้
5. ผู้ลงทุนทุกคนมีลักษณะเป็น Risk Averter คือ หลีกเลี่ยงความเสี่ยง ณ ผลตอบแทนระดับเดียวกันผู้ลงทุนจะเลือกลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำกว่า
6. Perfect Liquid Assets สินทรัพย์มีสภาพคล่องสูงสามารถซื้อขายเปลี่ยนมือได้ตลอดเวลาทันที
7. No Tax ไม่มีภาษี และ No Transaction Cost ไม่มีค่าใช้จ่ายในการลงทุนซื้อขายสินทรัพย์

## 2.2 ข้อสมมติฐานเรื่องการส่งสัญญาณ

การที่ผู้บริหารของบริษัทได้ประกาศทำโครงการซื้อหุ้นคืนย่อมส่งสัญญาณในเชิงบวก เนื่องจากผู้บริหารถือเป็นผู้ที่ล่วงรู้ข้อมูลภายใน (Insider) จึงรู้ถึงผลการดำเนินงานของบริษัทในปัจจุบันและในอนาคตได้เป็นอย่างดี การส่งสัญญาณเช่นนี้แสดงให้เห็นว่าการประกาศโครงการหุ้นซื้อคืนของบริษัทจะสะท้อนให้เห็นว่าราคาหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Undervalue) หรือผู้บริหารต้องการชะลอการจ่ายเงินปันผล และเพื่อเพิ่มมูลค่าเพิ่มให้บริษัทในอนาคต เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Tubtieng (2009) ได้ศึกษารวม 4 กรณีด้วยกัน คือ

1. ผลกระทบของราคาในช่วงก่อนและหลังประกาศโครงการหุ้นซื้อคืน โดยข้อมูลที่ทดสอบสมมติฐานคือนำค่า Mean Abnormal Return:  $AR_i$  ทดสอบ Two Tailed T-Test จากผลการทดสอบพบว่าการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญในช่วง (-15, +15) และ ณ วันที่เกิดเหตุการณ์
2. ผลกระทบของราคาสำหรับช่วงเวลาซื้อคืนจริงนั้นไม่พบการส่งสัญญาณที่ผิดปกติในเชิงบวกเนื่องจากผู้ลงทุนตอบสนองต่อข่าวการประกาศโครงการหุ้นซื้อคืนไปแล้ว จึงเกิดการซื้อเก็งกำไรในระยะสั้น ดังนั้นในระยะยาวราคาได้ปรับตัวเข้าสู่ภาวะปกติ จึงไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงซื้อคืนจริง ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Ikenberry et al. (1995)
3. ผลกระทบต่อราคาในเชิงลบในกรณีที่บริษัทมีการซื้อหุ้นคืนแล้ว ยังไม่ได้ขายหุ้นซื้อคืนภายในระยะเวลาที่กำหนดคือภายใน 3 ปีนับจากวันที่มีการซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น และได้ประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วพบว่าการประกาศลดทุนส่งผลเชิงลบกับราคา

หลักทรัพย์ ณ วันที่ 14 ก่อนการประกาศลดทุนเท่านั้นเนื่องจากผู้ลงทุนอาจคาดการณ์ของผู้ลงทุนถึงผลสำเร็จของโครงการซื้อหุ้นคืนจากงบการเงินหรือผู้ลงทุนบางกลุ่มทราบข่าวการประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วก่อนการประกาศอย่างเป็นทางการ

4. เรื่องการส่งสัญญาณต่อผลประกอบการของบริษัทภายหลังการประกาศโครงการหุ้นซื้อคืนพบว่าทั้งในระยะสั้นและระยะยาวมีเพียง เงินปันผลต่อหุ้นเท่านั้นที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ สำหรับตัวแปรอื่นเช่น ROA, ROE, EPS, P/BV ยังไม่มีข้อสนับสนุนว่ามีผลกระทบต่อตัวแปรเหล่านี้อย่างมีนัยสำคัญ

Axelsson and Brissman (2011) ได้สนับสนุนทฤษฎีในเรื่องความไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุน เมื่อโครงการซื้อคืนหุ้นมีการประกาศทำให้เกิดความเห็นต่างระหว่างผู้บริหารกับกลุ่มผู้ลงทุน (The principle-agent problem) ซึ่งผลการศึกษาผลตอบแทนที่ผิดปกติจะมีค่าเชิงบวก ณ เหตุการณ์วันประกาศโครงการซื้อคืน เนื่องจากมีสัญญาณ (Signaling effect) ว่าราคาหุ้น ณ ตอนนั้นจะ Undervalue และมีค่าเชิงลบก่อนวันประกาศซื้อคืนจริงของกลุ่มตัวอย่าง ในบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ประเทศสวีเดนที่มีการซื้อคืน

### บทที่ 3

#### วิธีดำเนินงานวิจัย

#### 3.1 การทดสอบสมมติฐาน

3.1.1 การประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ผู้บริหารของบริษัทต้องการส่งสัญญาณจากข้อมูลภายในที่คาดว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจะดีขึ้นภายหลังการประกาศโครงการจึงมีสมมติฐาน คือ

$H_1$ : อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติวันที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

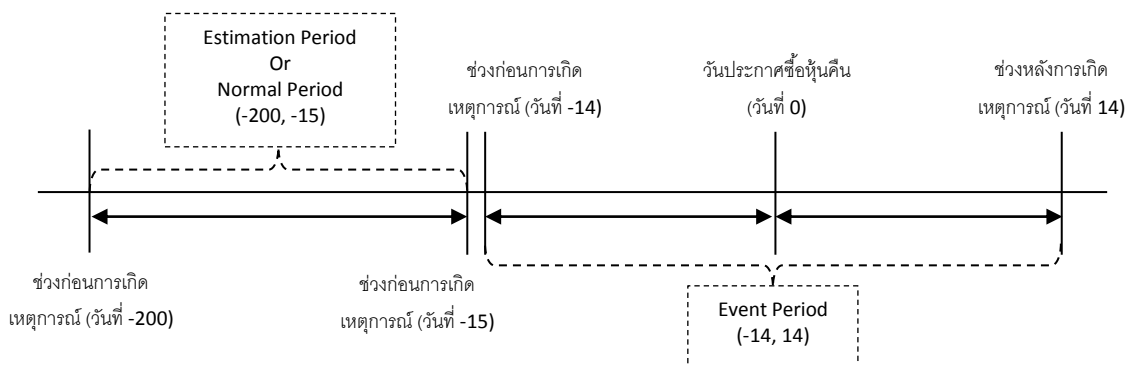
$H_{1,i}$ : อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติวันที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนจากกลุ่มบริษัทขนาดเล็ก

3.1.2 การประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ส่งสัญญาณผลดำเนินงานของบริษัทนั้นๆ จะดีขึ้น

$H_2$ : ผลตอบแทนผิดปกติในวันที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

#### 3.2 ช่วงระยะเวลาการศึกษาตามข้อสมมติฐาน

การศึกษาหาผลตอบแทนที่ผิดปกติของราคาหุ้นที่เกิดขึ้นในกรณีที่มีการซื้อหุ้นคืนได้ใช้วิธี Event Study ซึ่งแบ่งช่วงระยะเวลาการศึกษาตามทฤษฎี คือ ก่อนเหตุการณ์การประกาศซื้อหุ้นคืนหรือช่วงก่อนซื้อหุ้นคืน (Estimation Period) ช่วงระยะเวลาที่เกิดขึ้นจริง (Event Period) และหลังเหตุการณ์การประกาศซื้อหุ้นคืนหรือช่วงหลังซื้อหุ้นคืน (Post-Event Period) สามารถดูภาพ Event window ได้จากภาพที่ 3.1, ภาพที่ 3.2 และ ภาพที่ 3.3 ด้านล่าง ซึ่งทางกลุ่มได้สนใจศึกษาในช่วงระยะเวลา 14 วันก่อนและหลังเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น (-14, 14), Chotchatchawanwong (2011) โดยได้ใช้ข้อมูลในช่วง 200 วัน ถึง 15 วันก่อนช่วงระยะศึกษาในการคำนวณหาตัวแปรจากแบบจำลองที่เป็นที่นิยมใช้มากที่สุดคือ Capital Asset Pricing Model (CAPM) และได้ใช้ แบบจำลอง Abnormal Return (AR), Average Abnormal Return (AAR), และ Cumulative Average Abnormal Return (CAAR) เพื่อนำมาทดสอบในการคำนวณหาสมมติฐาน



ภาพที่ 3.1 แสดงถึงช่วงเหตุการณ์ของการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

### 3.3 แบบจำลองของตลาด

กรณีศึกษาผลตอบแทนผิดปกติโดยใช้แบบจำลองทางตลาด (CAPM) เพื่อทำการศึกษาในช่วงของผลตอบแทนที่คาดหวัง (Estimation Period) และหาค่าตัวแปรเอลฟา ( $\alpha$ ) และเบต้า ( $\beta$ ) จากแบบจำลองของ CAPM หลังจากนั้นนำค่าตัวแปรทั้งสองมาคำนวณต่อไป

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} ; t = (-200, -15)$$

ค่า เบต้า ( $\beta$ ) คือ ค่าความเสี่ยงของตลาด ใช้เพื่อวัดความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้นๆ เมื่อเทียบกับตลาด สามารถคำนวณได้จากการหา Ordinary Least Square Regression (OLS)

ค่า  $R_{it}$  คือ ส่วนเกินของผลตอบแทนที่เราศึกษาในช่วงเวลา  $it$

ค่า  $R_{mt}$  คือ ผลตอบแทนจากตลาดจากข้อมูล SET Index

### 3.4 แบบจำลองทดสอบข้อสมมติฐาน

#### 3.4.1 ABNORMAL RETURN (AR)

ผลตอบแทนที่ผิดปกติ เกิดจากผลต่างระหว่างผลตอบแทนที่จริงที่เกิดขึ้น ( $R_{jS}$ ) เมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงเวลาที่ศึกษา ( $AR_{jS}$ ) และผลตอบแทนที่คาดหวังจากการประกาศซื้อหุ้นคืน ( $\hat{\alpha}_j - \hat{\beta}_j R_{ms}$ ) ได้จากสมการด้านล่าง ซึ่งค่าของ  $\hat{\alpha}_j$  และ  $\hat{\beta}_j$  ได้มาจากการคำนวณในแบบจำลอง CAPM ก่อนหน้า ซึ่งได้แบ่งออกเป็น 3 สมการตามกรณีศึกษาดังนี้

#### Announcement Period

$$AR_{js} = R_{js} - \hat{\alpha}_j - \hat{\beta}_j R_{ms} \quad ; s = (-200, -15)$$

#### 3.4.2 AVERAGE ABNORMAL RETURN (AAR)

การคำนวณผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในแต่ละวันของช่วงเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น การรวบรวมผลตอบแทนที่ผิดปกติสำหรับทุกหุ้น (N) เพื่อหาผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในแต่ละเวลา (t)

$$AAR_i = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

#### 3.4.3 CUMULATIVE AVERAGE ABNORMAL RETURN (CAAR)

$$CAAR_T = \sum_{t=1}^T AAR_t$$

#### 3.4.4 THE FIRST OBJECTIVE HYPOTHESIS TEST

เพื่อทำการทดสอบสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยใช้ t-test ทดสอบค่า  $H_0$  : Abnormal Return = 0 หรือ  $\mu_{CAR} = 0$

$$t = \frac{1}{\sqrt{n}} \sum_{i=0}^n \sum_{t=T_1}^{T_2} \left( \frac{AR_{it}}{S_{it}} \right)$$

### 3.5 ขั้นตอนและวิธีการเก็บข้อมูล

ขั้นตอนและวิธีการเก็บข้อมูลเพื่อที่จะหาราคาผลตอบแทนที่ผิดปกติ ที่เกิดในวันประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน โดยใช้ข้อมูลช่วงวันที่ประกาศตั้งแต่ 14 ธันวาคม พ.ศ.2544 ถึง 26 มีนาคม พ.ศ.2557 ซึ่งได้ทำการคัดเลือกข้อมูลที่สามารถใช้ทำการวิจัยได้จำนวนทั้งสิ้น 107 โครงการ จาก 87 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และจำนวน 7 โครงการ จาก 6 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) (ข้อมูลอ้างอิงจาก [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com))

กระบวนการเก็บข้อมูลโดยเริ่มจากวันที่บริษัทประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน นับย้อนหลังไปก่อนวันประกาศ 200 วันทำการและหลังจากวันประกาศ 14 วันทำการ เพื่อศึกษาพฤติกรรมราคาผลตอบแทนในช่วงเวลาเหล่านั้น

3.5.1 การแบ่งช่วงเวลาเพื่อที่จะทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเหตุการณ์วันประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ได้มีการกำหนดให้ Event date = 0 (วันที่ 0) สำหรับช่วงเหตุการณ์ (Event window) นั้นอยู่ในช่วง 200 วันก่อน และ 14 วันหลังที่มีเหตุการณ์เกิดขึ้น (-14, 14) สามารถดูได้จากภาพที่ 3.1

3.5.2 การแบ่งกลุ่มเพื่อทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของบริษัทที่มีขนาดแตกต่างกัน โดยแบ่งข้อมูลเรียงตามมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ (Market Capitalization) จากน้อยไปหามาก และจัดกลุ่มข้อมูลแบบควอร์ไทล์  $Q1 = 25\%$  ,  $Q2 = 50\%$  ,  $Q3 = 25\%$  จาก 107 โครงการที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

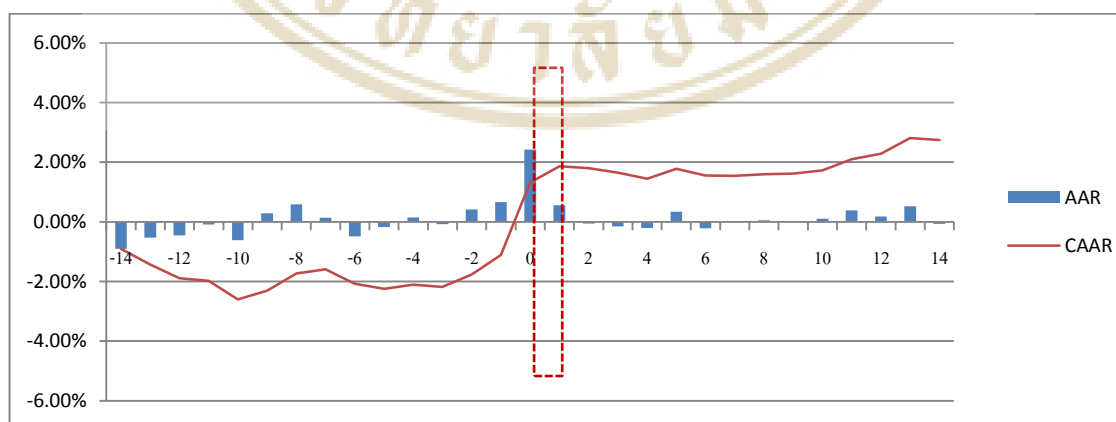


## บทที่ 4 ผลการศึกษา

จากการศึกษาการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในช่วงระหว่างวันที่ 4 กรกฎาคม 2544 – 31 มีนาคม 2557 แบ่งเป็นใน SET จำนวน 107 โครงการจาก 87 และใน mai จำนวน 7 โครงการจาก 6 บริษัท การศึกษาครั้งนี้แบ่งออกเป็น 2 กรณี ได้แก่

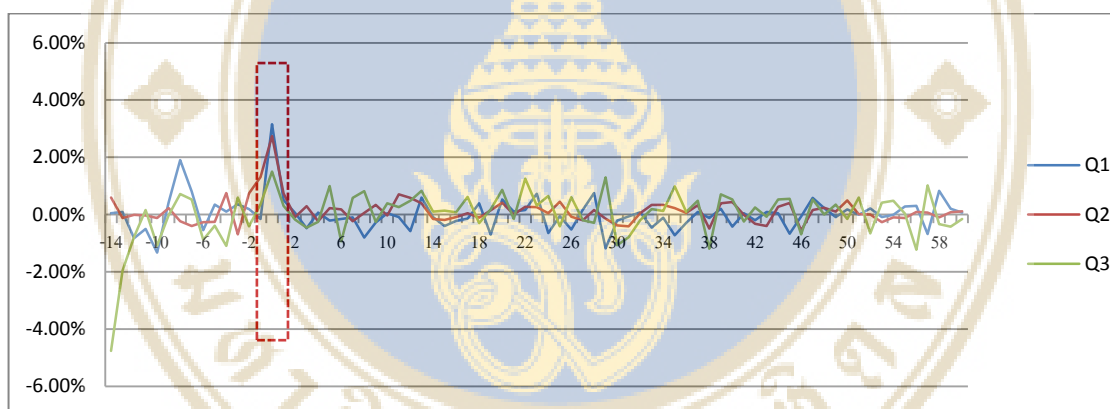
### 4.1 กลุ่มศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

**4.1.1 กรณีสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ )** วัดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันที่บริษัทเปิดเผยมติคณะกรรมการอนุมัติโครงการซื้อหุ้นคืน โดยการศึกษาถึงเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น (event) ให้วันที่บริษัทเปิดเผยมติคณะกรรมการให้สาธารณชนรับรู้เป็นวันที่ 0 แล้วทำการศึกษาผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงเวลาก่อนหน้า และหลังวันดังกล่าว (-14, 14) ซึ่งเหตุผลที่เลือกช่วงวันดังกล่าวเพื่อต้องการดูพฤติกรรมของราคาหุ้นในช่วงก่อนและหลัง โดยปกติหากมีข่าวร้ายใหญ่จะเกิดขึ้นไม่เกิน 14 วันหรือ 2 สัปดาห์ ซึ่งได้ผลการศึกษาตามภาคผนวก ก



ภาพที่ 4.1 ภาพแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในวันประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

ภาพที่ 4.1 ข้างต้น ได้แสดงผลทดสอบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (CAAR) จากการศึกษากลุ่มตัวอย่างที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนทั้งหมด 107 โครงการ พบว่าก่อนวันที่จะมีการประกาศซื้อหุ้นคืนบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยเป็นลบ และมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยเป็นลบเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจนถึงวันที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ( $AAR_{0} = 2.42\%$ ) จะมีผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวกและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมเพิ่มขึ้นในทิศทางบวกอย่างต่อเนื่อง ส่งผลสัญญาณในเชิงบวกกับราคาหุ้นของบริษัท ซึ่งได้สอดคล้องตรงตามวัตถุประสงค์ของการซื้อหุ้นคืน เมื่อกรณีที่บริษัทพบว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง อันเนื่องมาจากผลกระทบจากวิกฤตทางเศรษฐกิจ ส่งผลให้ตลาดหุ้นซบเซา เป็นปัจจัยด้านลบกดดันให้ราคาหุ้นต่ำกว่าปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนจึงเลือกการซื้อหุ้นคืนมาใช้เป็นเครื่องมือหนึ่งในการบริหารการเงินเพื่อเป็นกลยุทธ์ในการรักษาระดับราคาหุ้น และมีนัยสำคัญทางสถิติที่เด่นชัดในช่วงวันก่อน ณ วันที่มีมติประกาศ และหลังวันประกาศ กล่าวคือ ช่วงระยะเวลา (-1,1)



ภาพที่ 4.2 ภาพแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในวันประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน โดยแบ่งขนาดตามมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์และจัดกลุ่มข้อมูลแบบควอร์ไทล์

ภาพที่ 4.2 ข้างต้นแสดงกรณีสมมติฐานที่ 1.1 ( $H_{1,1}$ ) ผลการศึกษาเพื่อทดสอบให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมจะมีความผิดปกติมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับขนาดของบริษัทที่ประกาศทำโครงการซื้อหุ้นคืนจากจำนวน 107 โครงการ และผลการศึกษาในวันประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทขนาดเล็กมีค่าเป็นบวกสูงสุด ( $AAR_{0} = 3.16\%$ ) บริษัทขนาดกลาง ( $AAR_{0} = 2.74\%$ ) และบริษัทขนาดใหญ่ ( $AAR_{0} = 1.50\%$ ) ซึ่งให้เห็นว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กจะมีสภาพคล่องต่ำกว่า และปัจจัยพื้นฐานของบริษัทที่อ่อนกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้นเมื่อมีข่าวที่ส่งผลกระทบต่อบริษัทหรือมีปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจะส่งผลกระทบต่อ

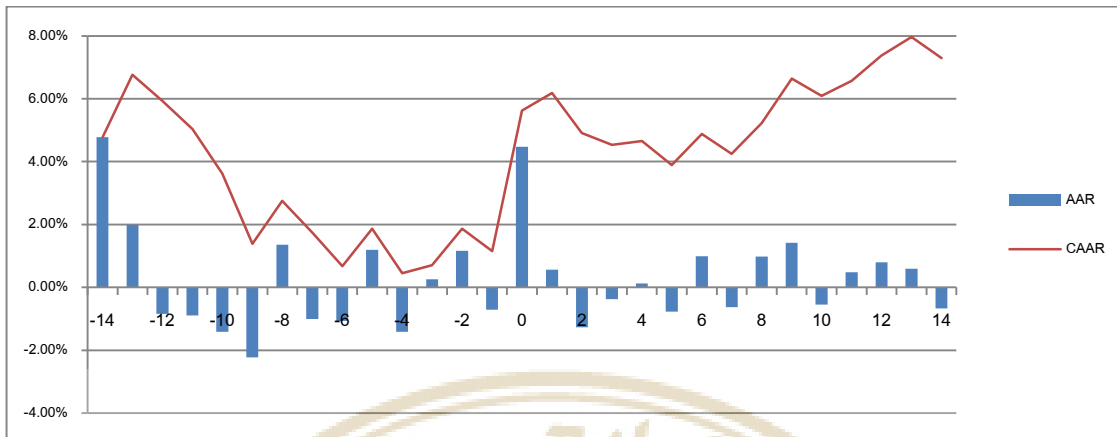


บริษัทขนาดเล็กมากกว่าบริษัทใหญ่ ยกตัวอย่างเช่น ในวงเงินที่เท่ากันทำการซื้อหุ้นของบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ วงเงินที่เท่ากันอาจจะซื้อหุ้นในบริษัทใหญ่ได้ในราคาเดียวหรือราคาที่ไม่แตกต่างกันมาก เนื่องจากหุ้นมีสภาพคล่องที่สูงกว่าจึงมีปริมาณหุ้นที่รองรับปริมาณการซื้อได้มากจึงทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นไม่ได้ผิดปกติมากนัก ในขณะที่บริษัทขนาดเล็กในจำนวนเงินที่เท่ากันแต่ด้วยสภาพคล่องที่น้อยกว่าหากจะซื้อหุ้นให้ครบวงเงินที่มีอาจจะต้องซื้อในราคาที่แตกต่างกันค่อนข้างมากเนื่องจากปริมาณการซื้อขายน้อย เมื่อมีปริมาณการซื้อในทุกจำนวนของราคาที่ขายย่อมส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาที่สูงกว่าจึงทำให้อัตรผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ โดยผลการทดสอบนี้ได้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Musir (2004) และ Zhang (2005) ให้ผลการศึกษาที่ตรงกันว่าขนาดของบริษัทเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่จะชี้ให้เห็นว่าการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนมีอัตรผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและอัตรผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมแตกต่างกัน สามารถอ้างอิงตารางผลการศึกษาได้จากภาคผนวก ข

## 4.2 กลุ่มศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai)

4.2.1 กรณีสมมติฐานที่ 2 ( $H_2$ ) อัตรผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันที่บริษัทเปิดเผยมติคณะกรรมการอนุมัติโครงการซื้อหุ้นคืน โดยการศึกษาถึงเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น (event) ให้วันที่บริษัทเปิดเผยมติคณะกรรมการให้สาธารณชนรับรู้เป็นวันที่ 0 แล้วทำการศึกษาผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงเวลาก่อนหน้า และหลังวันดังกล่าว (-14, 14) ซึ่งเหตุผลที่เลือกช่วงวันดังกล่าวเพื่อต้องการดูพฤติกรรมของราคาหุ้นในช่วงก่อนและหลัง โดยปกติหากมีข่าวร้ายไหลสวนใหญ่จะเกิดขึ้นไม่เกิน 14 วันหรือ 2 สัปดาห์ ซึ่งได้ผลการศึกษาดังตารางภาคผนวก จ

ภาพที่ 4.3 ด้านล่างได้แสดงผลทดสอบอัตรผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และอัตรผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) จากการศึกษากลุ่มตัวอย่างที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนทั้งหมด 7 โครงการ พบว่าก่อนวันที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน 1 วัน บริษัทมีอัตรผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยเป็นลบ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติแต่อย่างใด แต่กลับให้ผลช่วงวันที่ 6 หลังวันที่จะมีการประกาศซื้อหุ้นคืนบริษัทมีอัตรผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวก และมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $AAR_{6} = 0.99\%$  ;  $p\text{-value} = 0.0239^{**}$ )



ภาพที่ 4.3 ภาพแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมของวัน โครงการประกาศซื้อหุ้นคืน



## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ที่มีการประกาศและดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนในช่วงเวลาตั้งแต่ 4 กรกฎาคม 2544 – 31 มีนาคม 2557 แบ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 107 โครงการจาก 87 บริษัท และในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) จำนวน 7 โครงการจาก 6 บริษัท สามารถสรุปได้ดังนี้

ในภาพรวมบริษัทจดทะเบียนไทยยังใช้เครื่องมือทางการเงินประเภทนี้อยู่ไม่มาก อาจเป็นเพราะข้อกำหนดกฎเกณฑ์ตาม พ.ร.บ.บริษัทมหาชน (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 โดยหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงิน หรือเพื่อเป็นเครื่องมือในการปรับโครงสร้างทางการเงินของบริษัท ซึ่งจะวางกรอบไว้กว้างๆ เกี่ยวกับความพร้อมของบริษัทที่จะทำการซื้อหุ้นคืน โดยกำหนดให้บริษัทต้องมีกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกิน ซึ่งพิจารณาจากหลักการว่า การซื้อหุ้นคืนนั้นต้องไม่ส่งผลให้เกิดปัญหาทางการเงินกับบริษัท เช่น ไม่ทำให้บริษัทเกิดปัญหาในเรื่องการชำระหนี้ภายในเวลา 6 เดือนข้างหน้า เป็นต้น นอกจากนี้เมื่อบริษัทซื้อหุ้นคืนแล้วจะต้องไม่ทำให้จำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือ free float ต่ำกว่า 15% และมีจำนวนไม่น้อยกว่า 150 รายซึ่งเป็นเกณฑ์ขั้นต่ำในการดำรงสถานะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดไว้ และข้อกฎหมายอีกประการหนึ่งที่ทำให้การตัดสินใจทำโครงการนี้ยังไม่ได้รับความนิยมเนื่องจากถ้าบริษัทอยู่ระหว่างการทำโครงการซื้อหุ้นคืน กฎหมายจะไม่อนุญาตให้บริษัทออกหุ้นเพิ่มทุนใหม่ได้ในทุกกรณี ดังนั้นบริษัทต้องแน่ใจว่าไม่มีความจำเป็นที่จะระดมทุนในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งบริษัทจะเพิ่มทุนได้ก็ต่อเมื่อจบโครงการซื้อหุ้นคืนแล้วเท่านั้น สำหรับประโยชน์ของการทำโครงการซื้อหุ้นคืนนั้นในมุมมองของบริษัทถือว่าช่วยเพิ่มอุปสงค์ของหุ้น และอาจส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น ผลการศึกษาจะกล่าวในลำดับถัดไป ในขณะที่เดียวกันยังเป็นการลดจำนวนหุ้นที่หมุนเวียนซื้อขายในตลาด ส่งผลให้กำไรต่อหุ้น (EPS) สูงขึ้น และเป็นโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนจากการลงทุน หากผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนมั่นใจในผลการดำเนินงาน และเห็นว่าราคาหุ้นต่ำกว่าปัจจัยพื้นฐานอย่างมีนัยสำคัญ การซื้อหุ้นคืนและขายกลับในจังหวะเวลาที่เหมาะสมจะสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับส่วนของผู้

ถือหุ้น โดยบันทึกผลต่างของราคาเป็นส่วนเกินมูลค่าหุ้นซื้อคืนเป็นส่วนหนึ่งของส่วนของผู้ถือหุ้น สำหรับประโยชน์ในมุมมองของผู้ถือหุ้นมีอยู่ 3 ข้อด้วยกันคือ

1. กำไรต่อหุ้น (EPS) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) สูงขึ้น เนื่องจากหุ้นที่ถูกซื้อคืนจะไม่ถูกนำมาคำนวณกำไรต่อหุ้น

2. มีโอกาสที่จะได้รับเงินปันผลต่อหุ้นสูงขึ้น

3. มีโอกาสที่ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นในระดับที่ P/E เท่าเดิม

สำหรับการซื้อหุ้นคืนในต่างประเทศ เช่น ประเทศฮ่องกงมีวิธีการซื้อหุ้นคืนที่ยืดหยุ่นมากกว่าประเทศไทย เช่น ประเทศไทยมีวิธีการซื้อหุ้นคืน 2 วิธี คือ 1. ซื้อบนกระดานหลัก (Main Board) 2. เสนอซื้อเป็นการทั่วไป (General Offer : GO) ในขณะที่ประเทศฮ่องกงมี 4 วิธี โดย 2 วิธีแรกเหมือนกับของประเทศไทย อีก 2 วิธีที่แตกต่างคือ

1. สามารถซื้อหุ้นคืนนอกตลาดได้โดยการตกลงซื้อขายกันเองในกลุ่มวงจำกัด

2. ซื้อหุ้นคืนเพื่อให้เป็นใบสำคัญแสดงสิทธิให้กับพนักงาน

จากผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CARR) พบว่าก่อนวันที่จะมีการประกาศซื้อหุ้นคืนบริษัทมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยเป็นลบ และมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นลบเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจนถึงวันที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ( $AAR_{0} = 2.42\%$ ) และมีนัยสำคัญทางสถิติจะมีผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวกและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเพิ่มขึ้นในทิศทางบวกอย่างต่อเนื่อง ส่งผลสัญญาณในเชิงบวกกับราคาหุ้นของบริษัท ซึ่งได้สอดคล้องตรงตามวัตถุประสงค์ของการซื้อหุ้นคืนเมื่อกรณีที่บริษัทพบว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง อันเนื่องมาจากผลกระทบจากวิกฤตทางเศรษฐกิจ ส่งผลให้ตลาดหุ้นซบเซา เป็นปัจจัยด้านลบกดดันให้ราคาหุ้นต่ำกว่าปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนจึงเลือกการซื้อหุ้นคืนมาใช้เป็นเครื่องมือหนึ่งในการบริหารการเงินเพื่อเป็นกลยุทธ์ในการรักษาระดับราคาหุ้น และได้ทำการศึกษาเพิ่มเพื่อทดสอบสมมติฐานว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยจะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับขนาดของบริษัทด้วย และจากผลการศึกษาในวันประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทขนาดเล็กมีค่าเป็นบวกสูงที่สุด ( $AAR_{0} = 3.16\%$ ) บริษัทขนาดกลาง ( $AAR_{0} = 2.74\%$ ) และบริษัทขนาดใหญ่ ( $AAR_{0} = 1.50\%$ ) ซึ่งให้เห็นว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กจะมีสภาพคล่องต่ำกว่า และปัจจัยพื้นฐานของบริษัทที่อ่อนกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้นเมื่อมีข่าวที่ส่งผลกระทบต่อบริษัทหรือมีปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจะส่งผลกระทบต่อบริษัทขนาดเล็กมากกว่า และหลังจากการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนบริษัทต้องจำหน่ายหุ้นซื้อคืนภายในระยะเวลาที่กำหนดกฎหมายกำหนด หากไม่สามารถขายคืนได้หมดหรือไม่ได้ขายหุ้นซื้อคืน บริษัทต้องดำเนินการตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจุด

ทะเบียน ดังนั้นจึงพบว่าบริษัทเลือกจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียนจำนวนทั้งสิ้น 44 โครงการมีเพียงจำนวน 19 โครงการที่มีต้นทุนการซื้อคืนสูงกว่าราคาตลาดหรือ out of the money ณ วันที่ประกาศลดทุนจดทะเบียนจึงไม่น่าเป็นน่าแปลกใจที่บริษัทจะดำเนินการลดทุนจดทะเบียน แต่สำหรับ 25 โครงการที่เหลือมีต้นทุนการซื้อคืนต่ำกว่าราคาตลาด ณ วันที่ประกาศลดทุนหรือ in the money ทั้งนี้บริษัทก็ไม่ได้ทำการขายหุ้นออกมาเพื่อทำกำไรและเลือกใช้ช่องทางการลดทุนจดทะเบียน โดยผลของการศึกษาของ นราทิพย์ ทับเที่ยง, Tubtieng (2009), อธิบายว่าการที่บริษัทตัดสินใจยุติโครงการด้วยวิธีการลดทุนเกิดขึ้นจาก 2 สถานการณ์ ได้แก่ กรณีราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น บริษัทที่ตัดสินใจยุติโครงการไม่ได้พิจารณาประเด็นขายคืนมีกำไรทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นหรือกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น แต่มีปัจจัยที่ไม่ใช่ทางการเงินอื่น เช่น ความต้องการรักษาระดับราคาหุ้น การคำนึงถึงต้นทุนและผลประโยชน์ที่ได้จากการขายคืน การรักษาสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย ไม่มี ความจำเป็นในการใช้กระแสเงินสดรับจากการขายคืน และการป้องกันการครอบงำกิจการ เพื่อรักษาสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม และกรณีราคาหุ้นปรับตัวลดลง บริษัทที่ตัดสินใจเลือกวิธีการนี้ เนื่องจากหากจำหน่ายหุ้นซื้อคืนจะมีผลขาดทุนทำให้กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรและส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงแต่บริษัทเลือกใช้วิธีการลดทุน แม้ ณ วันลดทุน ส่วนของผู้ถือหุ้นจะไม่เปลี่ยนแปลง แม้ทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วจะลดลง แต่กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรสุทธิเพิ่มขึ้น จึงเห็นได้ว่าบริษัทได้ให้ความสำคัญกับผลกระทบต่อการเงิน ณ วันลดทุนเป็นสำคัญ ดังนั้นโครงการซื้อคืนของบริษัทยจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ยังไม่ประสบผลสำเร็จเท่าที่ควร

## 5.2 ข้อจำกัดของการศึกษา

การวิจัยครั้งนี้มีข้อจำกัดด้านข้อมูล สาเหตุปัจจัยอื่นนอกเหนือจากสมมติฐานที่ตั้งได้ มีจำนวนเหตุการณ์ที่ค่อนข้างน้อย โดยเฉพาะโครงการซื้อคืนของบริษัทยจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ จึงทำให้ส่งผลต่อผลการศึกษาด้านของจำนวนตัวอย่างที่ใช้ตามทฤษฎีของ McCauley-Lawson หรือตามหลักการทางสถิติแล้ว จำนวนตัวอย่างมีผลต่อผลการศึกษาเป็นอย่างมาก เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษาไม่มีจำนวนมากพอที่จะให้น้ำหนักต่อผลการศึกษานั้นๆ

ในส่วนของการ Estimation period or Window period ของกลุ่มตัวอย่างดังรายการข้างล่าง มีข้อจำกัดในเรื่องของข้อมูลย้อนหลัง ซึ่งไม่สามารถย้อนได้ถึง -200 นับจากวันประกาศทำโครงการตามโมเดลที่ตั้งไว้ เนื่องจากเป็นบริษัทที่เข้าจดทะเบียนใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและทำโครงการหุ้นซื้อคืนในระยะเวลาที่ใกล้เคียงกัน รายละเอียดตามตารางด้านล่างนี้

**ตารางที่ 5.1** ซึ่งแจ้งข้อจำกัดของการศึกษาในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ลำดับ ที่	รายชื่อหุ้น	วันประกาศ	จำนวนที่ ย่อนได้	สาเหตุ
1	GMMM	14/05/2546	89	บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อ 22 พฤษภาคม 2545
2	SYNEX	10/11/2551	103	บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อ 16 มิถุนายน 2551
3	AS	13/11/2551	118	บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อ 25 กันยายน 2551
4	ANAN	16/09/2556	189	บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อ 7 ธันวาคม 2555

### 5.3 ข้อเสนอแนะของการศึกษาในอนาคต

1. การศึกษาเหตุการณ์ที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของวันประกาศ โครงการซื้อหุ้นคืนในอนาคต ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมของจำนวนข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอเพิ่มมากขึ้น ก็จะทำให้ผลการวิจัยที่ชัดเจนและน่าสนใจยิ่งขึ้น

2. การวิจัยครั้งนี้ยังไม่ได้ครอบคลุมผลการศึกษาของผลประกอบการและสภาพคล่องของบริษัทที่ทำโครงการซื้อหุ้นคืน เพื่อสะท้อนแนวคิดของผู้ลงทุนคือหากผู้ลงทุนมีความเชื่อมั่นว่าบริษัทจะมีผลประกอบการในอนาคตที่ดีจะทำให้กำไรของบริษัทเพิ่มขึ้นจึงส่งผลให้กำไรต่อหุ้น (EPS) สูงขึ้น และในขณะเดียวกันหากบริษัทเลือกใช้โครงการซื้อหุ้นคืนด้วยจะทำให้จำนวนหุ้นที่นำมาคำนวณอัตรากำไรต่อหุ้นลดลง กำไรต่อหุ้นก็จะยิ่งเพิ่มสูงมากขึ้น จึงเป็นที่น่าสังเกตว่าจะเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) ในมุมตรงกันข้ามหากผู้ลงทุนมีความเชื่อว่าผลประกอบการของบริษัทในอนาคตจะลดลง ถึงแม้บริษัทเลือกทำโครงการซื้อหุ้นคืนอาจจะไม่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ



## บรรณานุกรม

- Axelsson, L., & Brissman, P. (2011). *Share repurchase announcements and abnormal returns - An event study strengthening the underreaction hypothesis and the signalling hypothesis*. (Master of Science), Stockholm School of Economics, Real Estate Management and Financial Services. (94)
- Chotchatchawanwong, E. (2011). *Stock repurchases and market efficient: Empirical evidence in the Stock Exchange of Thailand*. (Master of Science), Thammasat University.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39, 181-208.
- Musir, M. N. b. (2004). *The Practice of Share Repurchase and Its Signaling Impact on Stocks Quoted on the Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE)*. (Master of Business Administration).
- Research & Corporate Development, H. (2010). Study of share buyback activities during the 2007-09 global financial crisis.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19, 425-442.
- Tubtieng, N. (2009). The Effects of Share Repurchases on Cumulative Abnormal Returns of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment. *NIDA Business Journal*.
- Zhang, H. (2005). Share price performance following actual share repurchases. *Journal of Banking and Finance*, 29(2003), 1887-1901.

### ภาคผนวก

ภาคผนวก ก ตารางผลการศึกษากรณีสมมติฐานที่ 1 (H1): อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

t	AAR	t-test	p-value	CAAR	t-test	p-value
-14	-0.91%	-0.9739	0.3323	-0.91%	-0.9739	0.3323
-13	-0.53%	-1.4229	0.1577	-1.44%	-1.2385	0.2183
-12	-0.46%	-1.0717	0.2863	-1.89%	-1.3718	0.1730
-11	-0.09%	-0.3008	0.7642	-1.98%	-1.3188	0.1901
-10	-0.62%	-1.5187	0.1318	-2.60%	-1.6977	0.0925 *
-9	0.28%	0.9771	0.3308	-2.32%	-1.4549	0.1487
-8	0.59%	1.8262	0.0706 *	-1.73%	-1.0603	0.2914
-7	0.14%	0.4888	0.6260	-1.59%	-0.9590	0.3397
-6	-0.48%	-1.7867	0.0768 *	-2.07%	-1.1938	0.2352
-5	-0.17%	-0.6674	0.5060	-2.24%	-1.2678	0.2077
-4	0.14%	0.4247	0.6719	-2.10%	-1.1611	0.2482
-3	-0.08%	-0.2414	0.8097	-2.18%	-1.1853	0.2385
-2	0.42%	1.2192	0.2255	-1.76%	-0.9773	0.3306
-1	0.66%	1.5204	0.1314	-1.11%	-0.5983	0.5509
0	2.42%	4.0381	0.0001 ***	1.31%	0.6979	0.4868
1	0.55%	1.7721	0.0792 *	1.86%	1.0046	0.3174
2	-0.06%	-0.2167	0.8288	1.80%	0.9966	0.3212
3	-0.15%	-0.6425	0.5219	1.65%	0.9015	0.3694
4	-0.21%	-0.8889	0.3761	1.44%	0.7831	0.4353
5	0.33%	1.4646	0.1460	1.77%	0.9534	0.3425
6	-0.22%	-0.9396	0.3496	1.55%	0.8210	0.4135
7	-0.01%	-0.0411	0.9673	1.54%	0.8105	0.4195
8	0.05%	0.1685	0.8665	1.59%	0.8043	0.4230
9	0.03%	0.1141	0.9094	1.62%	0.7921	0.4301
10	0.10%	0.3604	0.7193	1.72%	0.8614	0.3910
11	0.39%	1.6532	0.1013	2.10%	1.0627	0.2903
12	0.18%	0.7364	0.4631	2.29%	1.1450	0.2548
13	0.52%	1.5136	0.1331	2.81%	1.3584	0.1772
14	-0.07%	-0.2837	0.7772	2.74%	1.2853	0.2015

\* p<.1; \*\* p<.05; \*\*\* p<.01



ภาคผนวก ข ตารางผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติวันที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน จากกลุ่มบริษัทขนาดเล็ก

ตารางที่ ข.1 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของมูลค่าตามราคาตลาดขนาดเล็กสุด (Q1) ในช่วง -14,+60

t	AAR	t-test	p-value	CAAR	t-test	p-value
-14	0.05%	0.1795	0.8589	0.05%	0.1795	0.8589
-13	0.09%	0.2976	0.7684	0.14%	0.3535	0.7266
-12	-0.83%	-1.0226	0.3159	-0.69%	-0.7458	0.4625
-11	-0.50%	-0.6069	0.5492	-1.19%	-0.7563	0.4563
-10	-1.33%	-1.2476	0.2233	-2.52%	-1.1746	0.2508
-9	0.42%	1.0065	0.3234	-2.10%	-0.9391	0.3563
-8	1.90%	2.2330	0.0344 **	-0.20%	-0.0871	0.9312
-7	0.81%	1.1392	0.2650	0.61%	0.3036	0.7638
-6	-0.55%	-1.1264	0.2703	0.06%	0.0323	0.9745
-5	0.34%	0.6405	0.5275	0.41%	0.1874	0.8528
-4	0.11%	0.2257	0.8232	0.51%	0.2353	0.8159
-3	0.36%	0.7634	0.4521	0.87%	0.3955	0.6957
-2	0.19%	0.3437	0.7339	1.06%	0.4522	0.6549
-1	-0.16%	-0.2495	0.8049	0.90%	0.3662	0.7172
0	3.16%	3.9095	0.0006 ***	4.06%	1.7706	0.0884 *
1	0.51%	1.0861	0.2874	4.57%	2.1473	0.0413 **
2	0.06%	0.1784	0.8598	4.63%	2.0986	0.0457 **
3	-0.48%	-1.2664	0.2166	4.15%	1.9769	0.0588 *
4	0.07%	0.1328	0.8954	4.22%	2.0672	0.0488 **
5	-0.21%	-0.6007	0.5532	4.01%	2.0198	0.0538 *
6	-0.15%	-0.3386	0.7376	3.86%	1.8517	0.0755 *
7	-0.10%	-0.3100	0.7591	3.76%	1.7424	0.0933 *
8	-0.81%	-1.5125	0.1425	2.96%	1.3348	0.1935
9	-0.28%	-0.8608	0.3972	2.68%	1.2124	0.2362
10	0.05%	0.0756	0.9403	2.73%	1.1291	0.2692
11	-0.09%	-0.2576	0.7988	2.64%	1.1213	0.2724
12	-0.58%	-1.0650	0.2967	2.06%	0.8271	0.4157
13	0.59%	1.3781	0.1799	2.65%	1.0197	0.3173
14	-0.09%	-0.2181	0.8290	2.56%	0.9387	0.3565
15	-0.40%	-1.1556	0.2584	2.15%	0.7825	0.4410
16	-0.23%	-0.5111	0.6136	1.93%	0.6943	0.4937
17	-0.14%	-0.2339	0.8169	1.79%	0.6784	0.5035
18	0.39%	0.6367	0.5299	2.18%	0.7847	0.4397
19	-0.70%	-1.4290	0.1649	1.48%	0.5005	0.6209
20	0.53%	1.1941	0.2432	2.01%	0.7181	0.4791
21	0.10%	0.1232	0.9029	2.11%	0.7021	0.4889
22	0.16%	0.2284	0.8211	2.27%	0.7542	0.4575
23	0.72%	1.4890	0.1485	3.00%	1.0409	0.3075

ตารางที่ ข.1 (ต่อ) แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของมูลค่าตามราคาตลาดขนาดเล็กสุด (Q1) ในช่วง -14,+60

t	AAR	t-test	p-value	CAAR	t-test	p-value
24	-0.64%	-1.7068	0.0998 *	2.35%	0.8396	0.4088
25	-0.06%	-0.1355	0.8933	2.30%	0.8281	0.4151
26	-0.52%	-1.4444	0.1606	1.78%	0.6235	0.5384
27	0.17%	0.4642	0.6464	1.95%	0.6741	0.5062
28	0.75%	1.2051	0.2390	2.71%	0.8846	0.3845
29	-1.18%	-1.8925	0.0696 *	1.52%	0.4794	0.6356
30	-0.21%	-0.5392	0.5943	1.31%	0.4172	0.6800
31	-0.07%	-0.2211	0.8267	1.24%	0.3962	0.6952
32	0.08%	0.2798	0.7819	1.32%	0.4236	0.6753
33	-0.45%	-1.4985	0.1461	0.86%	0.2693	0.7898
34	-0.11%	-0.2191	0.8283	0.75%	0.2381	0.8137
35	-0.72%	-2.1731	0.0391 **	0.03%	0.0083	0.9934
36	-0.29%	-0.7264	0.4741	-0.26%	-0.0755	0.9404
37	0.10%	0.3043	0.7633	-0.17%	-0.0470	0.9629
38	-0.12%	-0.3700	0.7144	-0.29%	-0.0816	0.9356
39	0.20%	0.6035	0.5514	-0.08%	-0.0236	0.9814
40	-0.43%	-0.7166	0.4800	-0.51%	-0.1559	0.8774
41	0.05%	0.1809	0.8578	-0.46%	-0.1386	0.8908
42	-0.20%	-0.6566	0.5172	-0.66%	-0.1978	0.8447
43	0.09%	0.2911	0.7733	-0.57%	-0.1674	0.8683
44	0.05%	0.2417	0.8109	-0.52%	-0.1495	0.8823
45	-0.67%	-2.4229	0.0227 **	-1.19%	-0.3509	0.7285
46	-0.06%	-0.2078	0.8370	-1.25%	-0.3595	0.7222
47	0.58%	0.9093	0.3716	-0.67%	-0.1958	0.8463
48	0.23%	0.7826	0.4409	-0.44%	-0.1292	0.8982
49	-0.09%	-0.1650	0.8702	-0.53%	-0.1584	0.8754
50	0.18%	0.7035	0.4880	-0.35%	-0.1037	0.9182
51	-0.01%	-0.0331	0.9739	-0.36%	-0.1037	0.9182
52	0.21%	0.5698	0.5737	-0.14%	-0.0412	0.9674
53	-0.09%	-0.2279	0.8215	-0.23%	-0.0670	0.9471
54	-0.01%	-0.0136	0.9893	-0.24%	-0.0691	0.9455
55	0.28%	0.9318	0.3600	0.04%	0.0119	0.9906
56	0.30%	0.5940	0.5576	0.34%	0.0937	0.9261
57	-0.68%	-1.7915	0.0849 *	-0.34%	-0.0921	0.9274
58	0.83%	2.6733	0.0128 **	0.49%	0.1325	0.8956
59	0.20%	0.5291	0.6012	0.69%	0.1926	0.8487
60	0.07%	0.2470	0.8069	0.76%	0.2069	0.8377

\* p<.1; \*\* p<.05; \*\*\* p<.01

ตารางที่ ข.2 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของมูลค่าตามราคาตลาดขนาดกลาง (Q2) ในช่วง -14,+60

t	AAR	t-test	p-value	CAAR	t-test	p-value	
-14	0.60%	1.4891	0.1425	0.60%	1.4891	0.1425	
-13	-0.12%	-0.3548	0.7241	0.48%	0.9264	0.3585	
-12	-0.01%	-0.0204	0.9838	0.48%	0.7797	0.4391	
-11	-0.03%	-0.1104	0.9125	0.45%	0.6893	0.4937	
-10	-0.13%	-0.3784	0.7067	0.32%	0.4182	0.6775	
-9	0.22%	0.6463	0.5209	0.54%	0.6248	0.5349	
-8	-0.24%	-0.6357	0.5277	0.30%	0.2939	0.7700	
-7	-0.40%	-1.2051	0.2336	-0.09%	-0.0776	0.9384	
-6	-0.26%	-0.7337	0.4664	-0.36%	-0.2820	0.7790	
-5	-0.26%	-0.6840	0.4970	-0.61%	-0.4721	0.6388	
-4	0.75%	1.4059	0.1657	0.13%	0.0998	0.9209	
-3	-0.69%	-1.2468	0.2180	-0.56%	-0.4003	0.6906	
-2	0.74%	1.2011	0.2352	0.18%	0.1393	0.8897	
-1	1.31%	1.8162	0.0751	1.49%	1.1336	0.2622	
0	2.74%	2.6249	0.0114	4.23%	3.2157	0.0022	***
1	0.74%	1.4670	0.1484	4.97%	3.6233	0.0007	***
2	-0.08%	-0.2064	0.8373	4.89%	3.3783	0.0014	***
3	0.29%	0.8012	0.4266	5.18%	3.5153	0.0009	***
4	-0.24%	-0.7009	0.4865	4.94%	3.3400	0.0016	***
5	0.22%	0.7662	0.4470	5.16%	3.4620	0.0011	***
6	0.18%	0.5023	0.6176	5.34%	3.4332	0.0012	***
7	-0.23%	-0.7320	0.4674	5.11%	3.2203	0.0022	***
8	0.06%	0.1818	0.8565	5.17%	3.0320	0.0038	***
9	0.34%	1.1988	0.2361	5.51%	3.2438	0.0021	***
10	-0.03%	-0.1172	0.9072	5.48%	3.1750	0.0025	***
11	0.71%	2.0697	0.0435	6.19%	3.4798	0.0010	***
12	0.58%	1.8067	0.0766	6.77%	3.7359	0.0005	***
13	0.39%	0.6517	0.5174	7.16%	3.5349	0.0009	***
14	-0.15%	-0.3789	0.7063	7.01%	3.2209	0.0022	***
15	-0.19%	-0.9093	0.3674	6.81%	3.1701	0.0026	***
16	-0.08%	-0.2481	0.8050	6.73%	2.9881	0.0043	***
17	0.05%	0.1478	0.8831	6.78%	3.0968	0.0032	***
18	-0.11%	-0.3277	0.7445	6.67%	2.9884	0.0043	***
19	0.15%	0.5857	0.5606	6.82%	2.9787	0.0044	***
20	0.41%	1.6256	0.1101	7.23%	3.2251	0.0022	***
21	0.00%	-0.0089	0.9929	7.22%	3.1121	0.0030	***
22	0.27%	0.6053	0.5476	7.50%	3.2866	0.0018	***
23	0.26%	0.7435	0.4605	7.76%	3.3354	0.0016	***
24	0.05%	0.1680	0.8673	7.80%	3.4215	0.0012	***
25	0.45%	1.3745	0.1752	8.25%	3.6297	0.0006	***
26	-0.08%	-0.2335	0.8163	8.17%	3.4592	0.0011	***
27	-0.20%	-0.9272	0.3581	7.97%	3.3324	0.0016	***
28	0.16%	0.4934	0.6238	8.13%	3.3056	0.0017	***

ตารางที่ ข.2 (ต่อ) แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของมูลค่าตามราคาตลาดขนาดกลาง (Q2) ในช่วง -14,+60

t	AAR	t-test	p-value	CAAR	t-test	p-value		
29	-0.15%	-0.4842	0.6302	7.98%	3.1928	0.0024	***	
30	-0.38%	-1.1996	0.2357	7.60%	2.8664	0.0060	***	
31	-0.41%	-1.2190	0.2283	7.18%	2.7152	0.0090	***	
32	0.05%	0.2037	0.8394	7.23%	2.6957	0.0094	***	
33	0.34%	0.8755	0.3853	7.57%	2.7865	0.0074	***	
34	0.34%	0.7166	0.4768	7.91%	2.8311	0.0066	***	
35	0.23%	0.4973	0.6211	8.13%	2.9755	0.0044	***	
36	0.06%	0.1836	0.8550	8.19%	2.9489	0.0048	***	
37	0.32%	0.9268	0.3583	8.51%	2.9683	0.0045	***	
38	-0.49%	-1.1090	0.2725	8.02%	2.8614	0.0061	***	
39	0.39%	1.1136	0.2706	8.42%	2.9563	0.0047	***	
40	0.44%	1.2676	0.2106	8.86%	3.0049	0.0041	***	
41	-0.01%	-0.0147	0.9883	8.85%	2.9456	0.0048	***	
42	-0.32%	-0.6980	0.4883	8.53%	2.7792	0.0076	***	
43	-0.41%	-1.4217	0.1611	8.12%	2.6828	0.0098	***	
44	0.27%	0.7139	0.4785	8.39%	2.7478	0.0082	***	
45	0.41%	1.0530	0.2972	8.80%	2.8235	0.0067	***	
46	-0.56%	-2.3510	0.0225	**	8.24%	2.6789	0.0099	***
47	0.15%	0.5002	0.6190	8.40%	2.6885	0.0096	***	
48	0.23%	0.5810	0.5637	8.63%	2.7288	0.0087	***	
49	0.10%	0.2849	0.7768	8.73%	2.7119	0.0090	***	
50	0.50%	1.4610	0.1500	9.22%	2.8019	0.0071	***	
51	0.01%	0.0496	0.9607	9.23%	2.8248	0.0067	***	
52	0.00%	-0.0028	0.9978	9.23%	2.7624	0.0079	***	
53	-0.26%	-0.7804	0.4387	8.97%	2.6537	0.0105	**	
54	-0.10%	-0.4771	0.6353	8.87%	2.5985	0.0122	**	
55	-0.12%	-0.5859	0.5605	8.75%	2.5484	0.0138	**	
56	0.09%	0.3809	0.7048	8.84%	2.5882	0.0125	**	
57	0.07%	0.2096	0.8348	8.90%	2.6006	0.0121	**	
58	-0.10%	-0.4345	0.6657	8.81%	2.5824	0.0127	**	
59	0.08%	0.3168	0.7527	8.89%	2.5342	0.0143	**	
60	0.12%	0.5257	0.6013	9.00%	2.5510	0.0137	**	

\* p<.1; \*\* p<.05; \*\*\* p<.01

ตารางที่ ข.3 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของมูลค่าตามราคาตลาดขนาดใหญ่ (Q3) ในช่วง -14,+60

t	AAR	t-test	p-value	CAAR	t-test	p-value
-14	-4.77%	-1.3487	0.1891	-4.77%	-1.3487	0.1891
-13	-1.96%	-1.5367	0.1365	-6.73%	-1.5411	0.1354
-12	-0.78%	-0.5574	0.5820	-7.51%	-1.4521	0.1584
-11	0.16%	0.2358	0.8155	-7.34%	-1.3242	0.1970
-10	-1.09%	-1.0594	0.2992	-8.43%	-1.5660	0.1294
-9	-0.02%	-0.0200	0.9842	-8.45%	-1.5208	0.1404
-8	0.72%	1.4564	0.1573	-7.73%	-1.3776	0.1801
-7	0.53%	1.0192	0.3175	-7.20%	-1.2509	0.2221
-6	-0.89%	-1.3606	0.1853	-8.09%	-1.3362	0.1930
-5	-0.39%	-0.8462	0.4052	-8.48%	-1.3887	0.1767
-4	-1.09%	-1.7564	0.0908 *	-9.57%	-1.5444	0.1346
-3	0.59%	1.6868	0.1036	-8.98%	-1.4239	0.1664
-2	-0.41%	-1.0123	0.3207	-9.39%	-1.5270	0.1388
-1	0.36%	0.4892	0.6288	-9.03%	-1.4423	0.1612
0	1.50%	1.5401	0.1356	-7.53%	-1.1763	0.2501
1	0.30%	0.5435	0.5914	-7.22%	-1.1513	0.2601
2	-0.17%	-0.2431	0.8098	-7.40%	-1.2432	0.2249
3	-0.46%	-0.9088	0.3718	-7.86%	-1.3041	0.2036
4	-0.26%	-0.6164	0.5430	-8.12%	-1.3313	0.1946
5	0.99%	1.6517	0.1106	-7.12%	-1.1373	0.2658
6	-0.93%	-2.1833	0.0382 **	-8.06%	-1.2899	0.2084
7	0.58%	1.2947	0.2068	-7.48%	-1.1863	0.2462
8	0.81%	1.0355	0.3100	-6.66%	-1.0124	0.3207
9	-0.25%	-0.3306	0.7436	-6.92%	-1.0044	0.3244
10	0.39%	0.5853	0.5634	-6.52%	-0.9936	0.3296
11	0.26%	0.4849	0.6318	-6.26%	-0.9731	0.3395
12	0.49%	1.3574	0.1863	-5.77%	-0.9010	0.3758
13	0.83%	1.3932	0.1754	-4.94%	-0.7600	0.4541
14	0.10%	0.2576	0.7987	-4.85%	-0.7336	0.4698
15	0.14%	0.3942	0.6967	-4.71%	-0.7147	0.4811
16	0.08%	0.1128	0.9111	-4.63%	-0.6762	0.5049
17	0.62%	1.1063	0.2787	-4.01%	-0.6037	0.5513
18	-0.30%	-0.4942	0.6253	-4.31%	-0.6559	0.5177
19	0.18%	0.5091	0.6150	-4.13%	-0.6354	0.5307
20	0.87%	1.1355	0.2665	-3.26%	-0.4967	0.6236
21	-0.16%	-0.2581	0.7983	-3.42%	-0.5071	0.6164
22	1.26%	1.2283	0.2303	-2.16%	-0.3057	0.7623
23	0.31%	0.5441	0.5910	-1.85%	-0.2642	0.7937
24	0.65%	0.4868	0.6305	-1.20%	-0.1659	0.8695
25	-0.42%	-0.6592	0.5155	-1.62%	-0.2175	0.8295
26	0.61%	0.9591	0.3463	-1.01%	-0.1334	0.8949
27	-0.20%	-0.3366	0.7391	-1.21%	-0.1568	0.8766
28	-0.29%	-0.7183	0.4790	-1.50%	-0.1929	0.8485

ตารางที่ ข.3 (ต่อ) แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของมูลค่าตามราคาตลาดขนาดใหญ่ (Q3) ในช่วง -14,+60

t	AAR	t-test	p-value	CAAR	t-test	p-value
29	1.30%	2.5433	0.0173 **	-0.20%	-0.0250	0.9803
30	-1.07%	-2.0202	0.0538 *	-1.27%	-0.1597	0.8743
31	-0.79%	-1.0564	0.3005	-2.05%	-0.2637	0.7941
32	-0.20%	-0.3943	0.6966	-2.25%	-0.2813	0.7807
33	0.19%	0.4735	0.6398	-2.06%	-0.2582	0.7982
34	0.12%	0.2802	0.7816	-1.94%	-0.2412	0.8113
35	0.99%	2.1579	0.0403 **	-0.95%	-0.1160	0.9086
36	0.09%	0.2371	0.8144	-0.86%	-0.1043	0.9177
37	0.48%	0.7321	0.4706	-0.38%	-0.0460	0.9637
38	-1.20%	-1.1165	0.2744	-1.58%	-0.1947	0.8471
39	0.71%	0.8508	0.4027	-0.87%	-0.1054	0.9169
40	0.52%	0.8866	0.3834	-0.35%	-0.0409	0.9677
41	-0.25%	-0.6652	0.5118	-0.59%	-0.0695	0.9451
42	0.25%	0.4113	0.6842	-0.34%	-0.0396	0.9687
43	-0.08%	-0.1811	0.8577	-0.42%	-0.0490	0.9613
44	0.53%	0.8742	0.3900	0.11%	0.0126	0.9900
45	0.55%	0.8844	0.3846	0.66%	0.0742	0.9414
46	-0.69%	-1.5361	0.1366	-0.03%	-0.0034	0.9973
47	0.53%	0.8480	0.4042	0.50%	0.0557	0.9560
48	0.00%	-0.0074	0.9942	0.49%	0.0556	0.9561
49	0.35%	0.7466	0.4620	0.84%	0.0953	0.9248
50	-0.16%	-0.3662	0.7172	0.69%	0.0767	0.9394
51	0.59%	1.1945	0.2431	1.28%	0.1403	0.8895
52	-0.66%	-1.8368	0.0777 *	0.62%	0.0679	0.9464
53	0.41%	0.7061	0.4864	1.04%	0.1134	0.9106
54	0.48%	0.6401	0.5277	1.51%	0.1619	0.8726
55	0.04%	0.1042	0.9178	1.55%	0.1674	0.8683
56	-1.22%	-2.6944	0.0122 **	0.33%	0.0353	0.9721
57	1.02%	1.6447	0.1125	1.83%	0.1885	0.8520
58	-0.33%	-0.9514	0.3505	1.49%	0.1545	0.8785
59	-0.42%	-1.2555	0.2209	1.07%	0.1106	0.9128
60	-0.16%	-0.4260	0.6738	0.92%	0.0946	0.9254

\* p<.1; \*\* p<.05; \*\*\* p<.01

ตารางที่ ข.4 เปรียบเทียบแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของมูลค่าตามราคาตลาดในช่วง -14,+60

t	Q1	p-value	Q2	p-value	Q3	p-value
-14	0.05%	0.8589	0.60%	0.1425	-4.77%	0.1891
-13	0.09%	0.7684	-0.12%	0.7241	-1.96%	0.1365
-12	-0.83%	0.3159	-0.01%	0.9838	-0.78%	0.5820
-11	-0.50%	0.5492	-0.03%	0.9125	0.16%	0.8155
-10	-1.33%	0.2233	-0.13%	0.7067	-1.09%	0.2992
-9	0.42%	0.3234	0.22%	0.5209	-0.02%	0.9842
-8	1.90%	0.0344 **	-0.24%	0.5277	0.72%	0.1573
-7	0.81%	0.2650	-0.40%	0.2336	0.53%	0.3175
-6	-0.55%	0.2703	-0.26%	0.4664	-0.89%	0.1853
-5	0.34%	0.5275	-0.26%	0.4970	-0.39%	0.4052
-4	0.11%	0.8232	0.75%	0.1657	-1.09%	0.0908 *
-3	0.36%	0.4521	-0.69%	0.2180	0.59%	0.1036
-2	0.19%	0.7339	0.74%	0.2352	-0.41%	0.3207
-1	-0.16%	0.8049	1.31%	0.0751 *	0.36%	0.6288
0	3.16%	0.0006 ***	2.74%	0.0114 **	1.50%	0.1356
1	0.51%	0.2874	0.74%	0.1484	0.30%	0.5914
2	0.06%	0.8598	-0.08%	0.8373	-0.17%	0.8098
3	-0.48%	0.2166	0.29%	0.4266	-0.46%	0.3718
4	0.07%	0.8954	-0.24%	0.4865	-0.26%	0.5430
5	-0.21%	0.5532	0.22%	0.4470	0.99%	0.1106
6	-0.15%	0.7376	0.18%	0.6176	-0.93%	0.0382 **
7	-0.10%	0.7591	-0.23%	0.4674	0.58%	0.2068
8	-0.81%	0.1425	0.06%	0.8565	0.81%	0.3100
9	-0.28%	0.3972	0.34%	0.2361	-0.25%	0.7436
10	0.05%	0.9403	-0.03%	0.9072	0.39%	0.5634
11	-0.09%	0.7988	0.71%	0.0435 **	0.26%	0.6318
12	-0.58%	0.2967	0.58%	0.0766 *	0.49%	0.1863
13	0.59%	0.1799	0.39%	0.5174	0.83%	0.1754
14	-0.09%	0.8290	-0.15%	0.7063	0.10%	0.7987
15	-0.40%	0.2584	-0.19%	0.3674	0.14%	0.6967
16	-0.23%	0.6136	-0.08%	0.8050	0.08%	0.9111
17	-0.14%	0.8169	0.05%	0.8831	0.62%	0.2787
18	0.39%	0.5299	-0.11%	0.7445	-0.30%	0.6253
19	-0.70%	0.1649	0.15%	0.5606	0.18%	0.6150
20	0.53%	0.2432	0.41%	0.1101	0.87%	0.2665
21	0.10%	0.9029	0.00%	0.9929	-0.16%	0.7983
22	0.16%	0.8211	0.27%	0.5476	1.26%	0.2303
23	0.72%	0.1485	0.26%	0.4605	0.31%	0.5910
24	-0.64%	0.0998 *	0.05%	0.8673	0.65%	0.6305
25	-0.06%	0.8933	0.45%	0.1752	-0.42%	0.5155
26	-0.52%	0.1606	-0.08%	0.8163	0.61%	0.3463
27	0.17%	0.6464	-0.20%	0.3581	-0.20%	0.7391
28	0.75%	0.2390	0.16%	0.6238	-0.29%	0.4790
29	-1.18%	0.0696 *	-0.15%	0.6302	1.30%	0.0173 **



ตารางที่ ข.4 (ต่อ) เปรียบเทียบแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของมูลค่าตามราคาตลาดในช่วง - 14,+60

t	Q1	p-value	Q2	p-value	Q3	p-value
30	-0.21%	0.5943	-0.38%	0.2357	-1.07%	0.0538 *
31	-0.07%	0.8267	-0.41%	0.2283	-0.79%	0.3005
32	0.08%	0.7819	0.05%	0.8394	-0.20%	0.6966
33	-0.45%	0.1461	0.34%	0.3853	0.19%	0.6398
34	-0.11%	0.8283	0.34%	0.4768	0.12%	0.7816
35	-0.72%	0.0391 **	0.23%	0.6211	0.99%	0.0403 **
36	-0.29%	0.4741	0.06%	0.8550	0.09%	0.8144
37	0.10%	0.7633	0.32%	0.3583	0.48%	0.4706
38	-0.12%	0.7144	-0.49%	0.2725	-1.20%	0.2744
39	0.20%	0.5514	0.39%	0.2706	0.71%	0.4027
40	-0.43%	0.4800	0.44%	0.2106	0.52%	0.3834
41	0.05%	0.8578	-0.01%	0.9883	-0.25%	0.5118
42	-0.20%	0.5172	-0.32%	0.4883	0.25%	0.6842
43	0.09%	0.7733	-0.41%	0.1611	-0.08%	0.8577
44	0.05%	0.8109	0.27%	0.4785	0.53%	0.3900
45	-0.67%	0.0227 **	0.41%	0.2972	0.55%	0.3846
46	-0.06%	0.8370	-0.56%	0.0225 **	-0.69%	0.1366
47	0.58%	0.3716	0.15%	0.6190	0.53%	0.4042
48	0.23%	0.4409	0.23%	0.5637	0.00%	0.9942
49	-0.09%	0.8702	0.10%	0.7768	0.35%	0.4620
50	0.18%	0.4880	0.50%	0.1500	-0.16%	0.7172
51	-0.01%	0.9739	0.01%	0.9607	0.59%	0.2431
52	0.21%	0.5737	0.00%	0.9978	-0.66%	0.0777 *
53	-0.09%	0.8215	-0.26%	0.4387	0.41%	0.4864
54	-0.01%	0.9893	-0.10%	0.6353	0.48%	0.5277
55	0.28%	0.3600	-0.12%	0.5605	0.04%	0.9178
56	0.30%	0.5576	0.09%	0.7048	-1.22%	0.0122 **
57	-0.68%	0.0849 *	0.07%	0.8348	1.02%	0.1125
58	0.83%	0.0128 **	-0.10%	0.6657	-0.33%	0.3505
59	0.20%	0.6012	0.08%	0.7527	-0.42%	0.2209
60	0.07%	0.8069	0.12%	0.6013	-0.16%	0.6738

\* p<.1; \*\* p<.05; \*\*\* p<.01

ภาคผนวก ค ตารางผลการศึกษาระดับสมมติฐานที่ 2 (H2): ผลตอบแทนผิดปกติในวันที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน (mai)

t	AAR	t-test	p-value	CAAR	t-test	p-value
-14	4.78%	1.6411	0.1519	4.78%	1.6411	0.1519
-13	1.99%	0.5513	0.6014	6.77%	1.1041	0.3119
-12	-0.84%	-0.7390	0.4878	5.92%	0.9011	0.4023
-11	-0.89%	-1.0218	0.3463	5.03%	0.8747	0.4154
-10	-1.41%	-1.2737	0.2499	3.62%	0.7537	0.4796
-9	-2.23%	-1.5882	0.1633	1.39%	0.2598	0.8037
-8	1.36%	0.5725	0.5878	2.75%	0.6489	0.5404
-7	-1.00%	-0.8521	0.4268	1.75%	0.5524	0.6006
-6	-1.07%	-0.9750	0.3672	0.68%	0.2743	0.7931
-5	1.19%	0.5471	0.6041	1.87%	0.4155	0.6922
-4	-1.42%	-1.1008	0.3132	0.45%	0.1007	0.9231
-3	0.25%	0.4251	0.6856	0.70%	0.1462	0.8886
-2	1.16%	1.3874	0.2147	1.86%	0.3474	0.7402
-1	-0.71%	-1.3512	0.2254	1.15%	0.2303	0.8255
0	4.47%	1.2721	0.2504	5.62%	0.7076	0.5057
1	0.56%	0.3716	0.7230	6.18%	0.9080	0.3989
2	-1.27%	-0.9966	0.3574	4.91%	0.6554	0.5365
3	-0.37%	-0.4211	0.6883	4.54%	0.6236	0.5558
4	0.12%	0.1152	0.9121	4.66%	0.6104	0.5640
5	-0.77%	-0.7303	0.4927	3.89%	0.5710	0.5887
6	0.99%	3.0023	0.0239	4.88%	0.6957	0.5126
7	-0.63%	-0.8028	0.4527	4.25%	0.6065	0.5664
8	0.98%	0.5202	0.6215	5.23%	0.6003	0.5703
9	1.42%	1.3422	0.2281	6.65%	0.7223	0.4973
10	-0.55%	-0.9266	0.3899	6.10%	0.6460	0.5422
11	0.48%	1.3544	0.2244	6.57%	0.6820	0.5207
12	0.80%	0.8828	0.4113	7.37%	0.7629	0.4744
13	0.59%	1.1609	0.2898	7.96%	0.8301	0.4383
14	-0.67%	-1.6151	0.1574	7.30%	0.7546	0.4791

\* p<.1; \*\* p<.05; \*\*\* p<.01