

การวัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นจากการตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วย  
วิธีลงทุนจดทะเบียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต  
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล  
พ.ศ. 2557

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

การวัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นจากการตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วย  
วิธีลดทุนจดทะเบียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการพิจารณาให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน

วันที่ 21 ตุลาคม พ.ศ. 2557



นายวรรณชัย บุญเกียรติ  
ผู้วิจัย

รองศาสตราจารย์ ดร.ชาติ 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

การศึกษานิพนธ์เรื่องการวัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นจากการตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จากรองศาสตราจารย์ ดร.ชาติรี จันทรโคติกา และดร.ปิยภัทร ธาระวาณิช ซึ่งได้สละเวลาให้คำปรึกษา คำแนะนำ ตลอดจนข้อคิดเห็นต่างๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการศึกษานิพนธ์ฉบับนี้

ผู้จัดทำขอกราบขอบพระคุณเจ้าหน้าที่จากฝ่ายพัฒนาบริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ช่วยให้คำแนะนำ และชี้แนะการค้นคว้าข้อมูลเพิ่มเติม เช่น กฤษระเบียบ ขอบังคับเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนในประเทศไทย ตลอดจนคุณสุทธิโชติ จิรพงศากุล จากบริษัท ดีเอสแอล เอ็กซ์เพรส (ประเทศไทย) จำกัด ที่สละเวลาให้คำปรึกษาและช่วยเหลือเรื่องการจัดเตรียมข้อมูลสำหรับผลการศึกษา

สุดท้ายทางผู้วิจัยขอขอบพระคุณคุณพ่อ คุณแม่ และครอบครัวที่ให้ความสำคัญและให้การสนับสนุนมาโดยตลอด รวมทั้งเพื่อนทุกท่าน ที่ได้ให้ความช่วยเหลือซึ่งกันและกันจนงานศึกษาชิ้นนี้สำเร็จไปได้ด้วยดี หากงานศึกษานี้มีข้อผิดพลาดประการใดต้องขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

ววรรณชัย บุญเกียรติ

การวัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นจากการตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

THE EFFECT FROM DISPOSITION OF SHARES ON ABNORMAL RETURNS OF LISTED COMPANIES ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

วรรณชัย บุญเกียรติ

5550424

กจ.ม. (การเงิน)

คณะกรรมการที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์: รศ.ดร. ชาตรี จันทรโคติกา, Ph.D., ดร.ปิยภัทร ชาระวานิช, Ph.D., ดร.ไกรพิชิต เรืองศรีไชยะ, Ph.D.

#### บทคัดย่อ

ประเทศไทยเริ่มมีการอนุญาตใช้เครื่องมือทางการเงินเพื่อบริหารสภาพคล่องของกิจการในกรณีที่ราคาหุ้นของบริษัทอยู่ในระดับต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น บริษัทมีกำไรสะสมและสภาพคล่องทางการเงินสูงกว่าความต้องการใช้ดำเนินธุรกิจ กล่าวคือ การซื้อหุ้นคืน โดยวัตถุประสงค์หลักเพื่อศึกษาเหตุการณ์และวัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ ในวันที่บริษัทเปิดเผยมติคณะกรรมการการตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียน ได้ใช้วิธี Event Study โดยใช้กลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 44 โครงการ จาก 37 บริษัท

จากผลการศึกษาพบว่าเมื่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยจากกลุ่มตัวอย่าง SET ณ วันที่เกิดเหตุการณ์ โดยไม่มีผลทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญจากเหตุการณ์ผิดปกติ ในวันที่บริษัทเปิดเผยมติคณะกรรมการการตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียน ตามข้อสมมติฐานที่ตั้งไว้ เป็นผลสืบเนื่องมาจากมีปริมาณความต้องการจากนักลงทุนที่เพิ่มปริมาณการซื้อขายหุ้น

คำสำคัญ: ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ/ การซื้อหุ้นคืน/ การตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุน

21 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	13
3.4 แบบจำลองทดสอบข้อสมมติฐาน	13
3.4.1 ABNORMAL RETURN (AR)	13
3.4.2 AVERAGE ABNORMAL RETURN (AAR)	14
3.4.3 CUMULATIVE AVERAGE ABNORMAL RETURN (CAAR)	14
3.4.4 THE FIRST OBJECTIVE HYPOTHESIS TEST	14
3.5 ขั้นตอนและวิธีการเก็บข้อมูล	14
<b>บทที่ 4</b> ผลการศึกษา	<b>15</b>
4.1 ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นจากการตัดจำหน่ายหุ้น ซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาด SET	15

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
<b>บทที่ 5</b>	
<b>สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ</b>	<b>16</b>
5.1 สรุปผลการศึกษา	16
5.2 ข้อจำกัดของการศึกษา	18
5.3 ข้อเสนอแนะของการศึกษาในอนาคต	18
<b>บรรณานุกรม</b>	<b>20</b>
<b>ภาคผนวก</b>	
ภาคผนวก ก	21
ตารางผลการศึกษาระณีสมมติฐาน ผลตอบแทนที่ผิดปกติ ในวันแรกของการประกาศตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธี ลดทุนจดทะเบียน	
<b>ประวัติผู้วิจัย</b>	<b>22</b>



## สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
1.1	แสดงจำนวนโครงการซื้อหุ้นคืนแยกตามหมวดอุตสาหกรรม	4
5.1	ชี้แจงข้อจำกัดของการศึกษาในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาด SET	19



## สารบัญรูปภาพ

ภาพ		หน้า
1.1	ขั้นตอนการดำเนินงานโครงการซื้อหุ้นคืน	3
1.2	แผนภาพแสดงจำนวนโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนไทย แยกตามรายปีตั้งแต่ พ.ศ. 2544 – 2557	5
1.3	แผนภาพแสดงการเคลื่อนไหวของ SET Index กับวิกฤติการณ์ต่างๆ	5
3.3	แสดงถึงช่วงเหตุการณ์การตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียน	12
4.1	ภาพแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและอัตรา ผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมของวันที่ประกาศตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืน ด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียน	15



## 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) ของตลาดหลักทรัพย์ 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 ซึ่งได้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen (1995) ที่กล่าวว่าบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกาเลือกวิธีซื้อหุ้นคืนบนกระดานหลักมากถึง 90% ของจำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

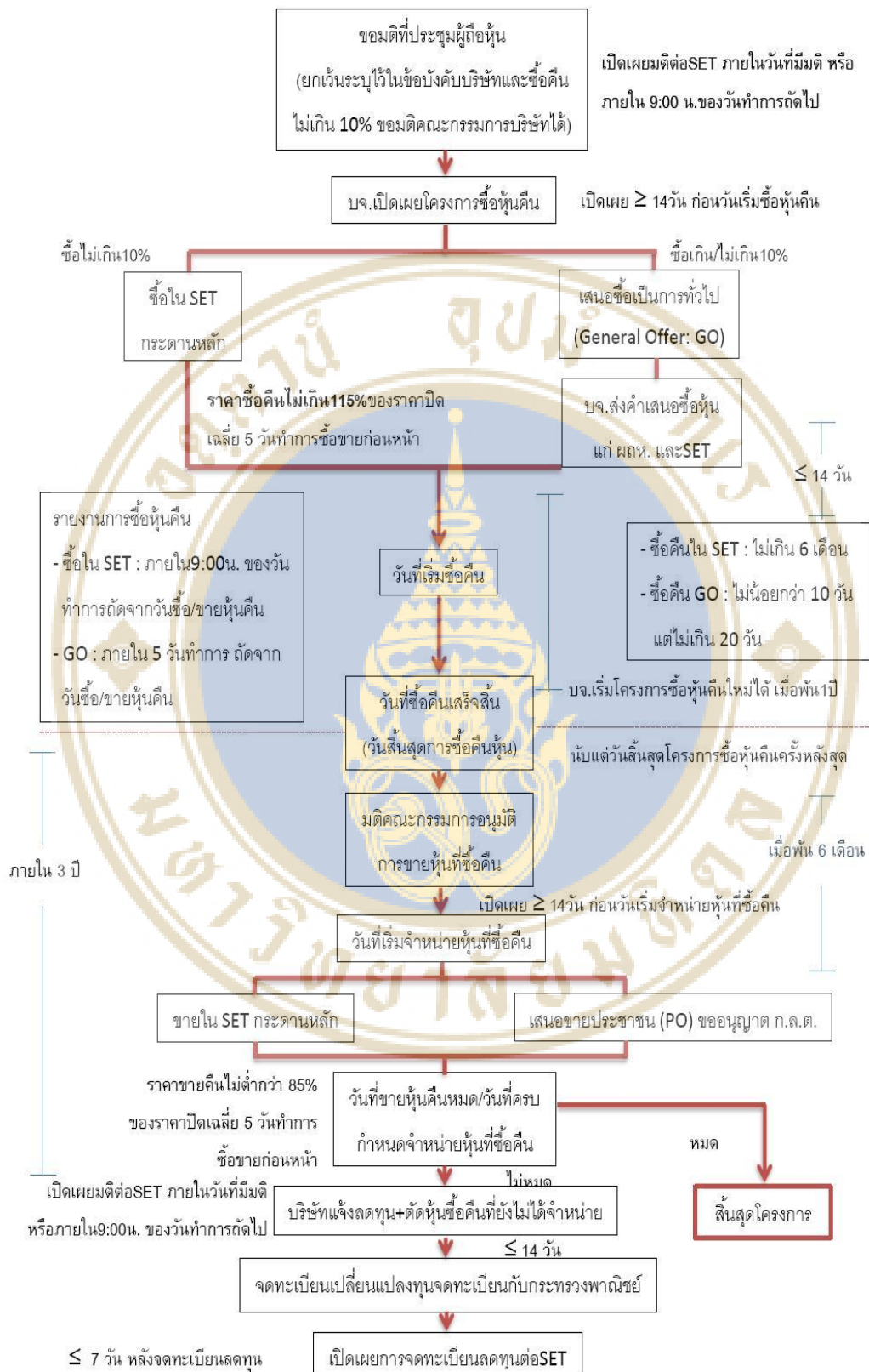
ตามปกติแล้วหุ้นที่ซื้อคืนของกิจการนั้นจะไม่นับเป็นองค์ประชุมในการประชุมผู้ถือหุ้น รวมทั้งไม่มีสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผล นอกจากนี้หุ้นที่ซื้อ

คืนต้องจำหน่ายภายในเวลาที่กำหนดในกฎกระทรวงคือไม่เกิน 3 ปีนับแต่การซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น โดยให้บริษัทจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้เมื่อพ้นกำหนด 6 เดือนนับแต่การซื้อหุ้นคืนแต่ละคราวเสร็จสิ้น และต้องจำหน่ายให้หมดภายในระยะเวลาที่กำหนดระยะเวลาที่ต้องจำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืนดังกล่าว ถ้าบริษัทไม่จำหน่ายหรือจำหน่ายไม่หมดให้บริษัทลดทุนที่ชำระแล้วโดยการตัดหุ้นจดทะเบียนที่ซื้อคืนและยังไม่ได้จำหน่าย ซึ่งก็คือการยกเลิกหุ้นทุนซื้อคืนในทางบัญชี ซึ่งได้แสดงให้เห็นอย่างง่ายจากขั้นตอนการดำเนินงาน ดังภาพที่ 1.1

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

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

**ขั้นตอนการดำเนินการที่สำคัญ**



ภาพที่ 1.1 ขั้นตอนการดำเนินงานโครงการซื้อหุ้นคืน (ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

สำหรับในปี พ.ศ. 2544 จนถึงปี พ.ศ. 2557 การซื้อหุ้นคืนเริ่มเป็นที่รู้จักในวงกว้างและถูกใช้เป็นเครื่องมือบริหารทางการเงินสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทยเพิ่มมากขึ้นพบว่ามียุทธศาสตร์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ได้ทำการตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียนจำนวน 44 โครงการ\* จาก 37 บริษัท (คิดเป็น 8.94%\*\* ของจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) จากการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนทั้งหมด 107 โครงการ

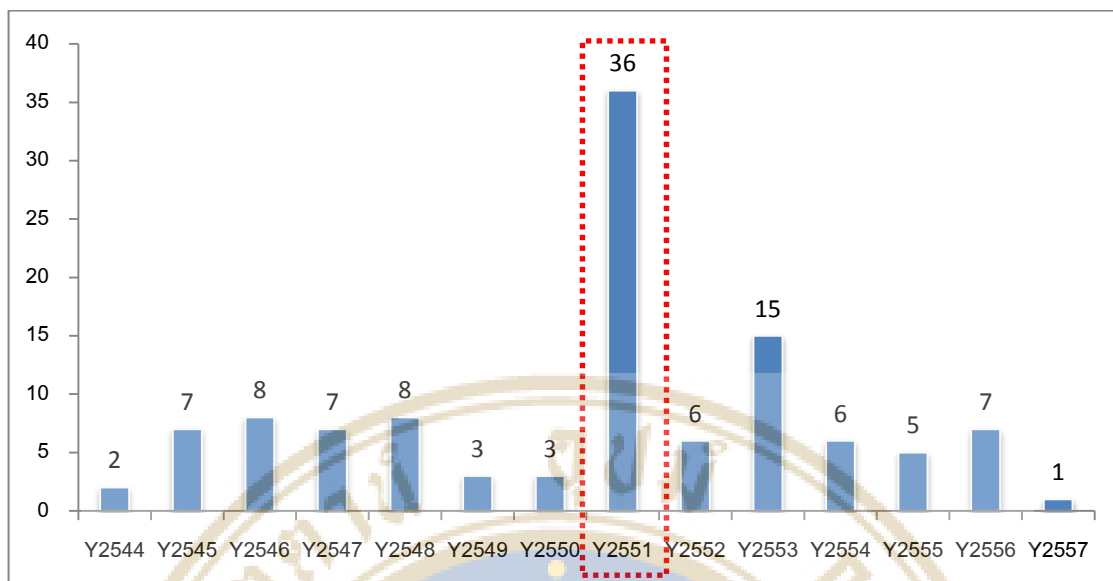
โดยบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนอยู่ในหลายหมวดอุตสาหกรรมด้วยกัน อันดับ 1 ได้แก่ Media & Publishing จำนวน 12 โครงการ อันดับ 2 ได้แก่ Electronic Components และ Finance and Securities จำนวน 10 โครงการ และหมวดอื่นๆ ดังแสดงในตารางที่ 1.1

ตารางที่ 1.1 แสดงจำนวนโครงการซื้อหุ้นคืนแยกตามหมวดอุตสาหกรรม

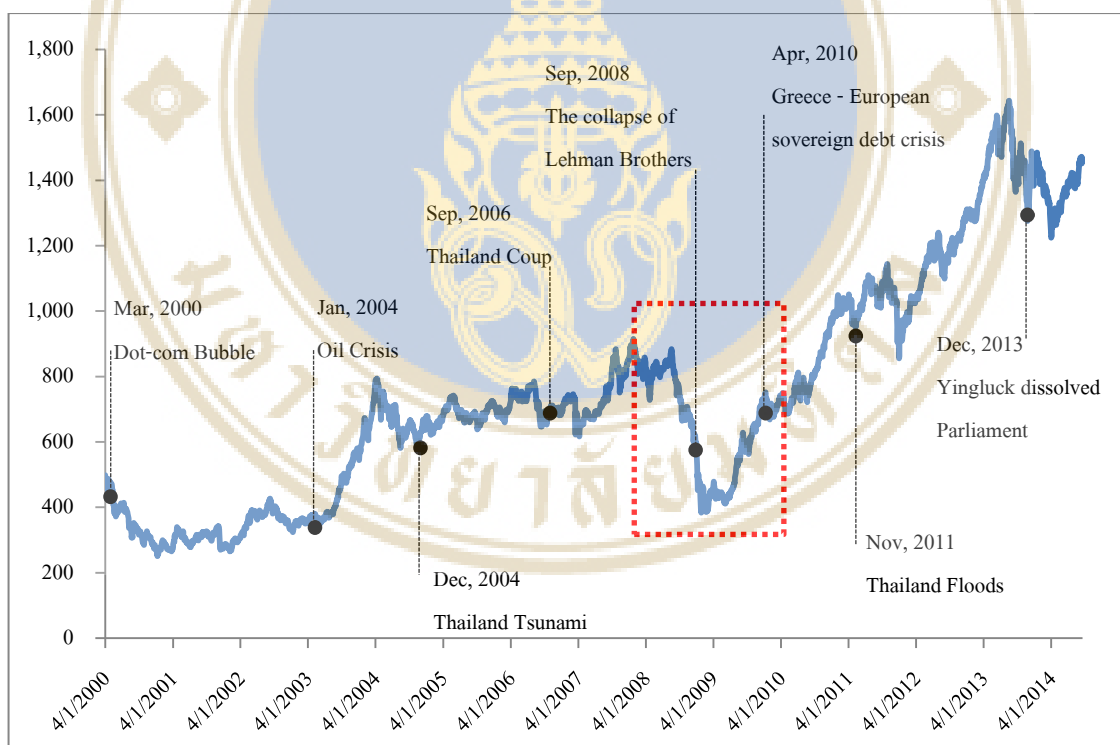
หมวดอุตสาหกรรม	จำนวนโครงการ	หมวดอุตสาหกรรม	จำนวนโครงการ
Media & Publishing	12	Agribusiness	2
Electronic Components	10	Health Care Services	2
Finance and Securities	10	Commerce	2
Property Development	9	Insurance	2
Information & Communication Technology	8	Industrial Materials & Machinery	1
Steel	8	Tourism & 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



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 กล่าวคือในหลายๆ ประเทศต่างเลือกใช้เครื่องมือประเภทนี้เพื่อรับมือกับวิกฤตทางการเงินที่เกิดขึ้น โดยบ้างประเทศมีการปรับกฎเกณฑ์การซื้อหุ้นคืนให้มีความยืดหยุ่นมากยิ่งขึ้น

## 1.2 วัตถุประสงค์และขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาวิจัยฉบับนี้ได้กำหนดวัตถุประสงค์และให้ความสำคัญกับพฤติกรรมของราคาหุ้นและผลตอบแทนที่ได้รับจากการซื้อขายหุ้นของเหล่าผู้ลงทุน ซึ่งในส่วนของงานวิจัยฉบับนี้ได้ทำการศึกษาหาผลตอบแทนที่ผิดปกติที่อาจเกิดขึ้นในวันที่บริษัทเปิดเผยมติคณะกรรมการการตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียน สำหรับวิธีการตัดสินใจเลือกลดทุนจดทะเบียนทางคณะผู้วิจัยได้ศึกษาต่อไปว่าสาเหตุที่ลดทุนนั้นเป็นผลจากการที่บริษัทมีต้นทุนของการซื้อหุ้นคืนสูงกว่าราคาตลาดหรือไม่ (out of the money)

## 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 78 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 ข้อมูลทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นข้อมูลที่ได้รายงานในตลาดหรือเป็นข้อมูลภายในของธุรกิจและทุกคนทราบข้อมูลเหล่านั้น 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 ในบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ประเทศสวีเดนที่มีการซื้อหุ้นคืน

### บทที่ 3

#### วิธีดำเนินงานวิจัย

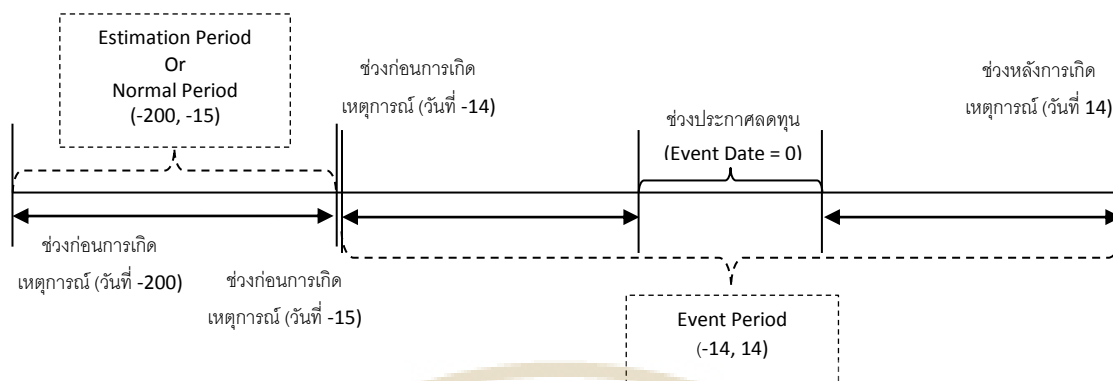
#### 3.1 การทดสอบสมมติฐาน

อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของราคาหุ้นในเชิงบวกที่เกิดขึ้นในกรณีการตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

$H_1$ : ผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันที่บริษัทเปิดเผยมติคณะกรรมการการตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียน

#### 3.2 ช่วงระยะเวลาการศึกษาตามข้อสมมติฐาน

การศึกษาหาผลตอบแทนที่ผิดปกติของราคาหุ้นที่เกิดขึ้นในกรณีที่มีการซื้อหุ้นคืนได้ใช้วิธี Event Study ซึ่งแบ่งช่วงระยะเวลาการศึกษาตามทฤษฎี คือ ก่อนเหตุการณ์การตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืน (Estimation Period) ช่วงระยะเวลาที่เกิดขึ้นจริง (Event Period) และหลังเหตุการณ์การตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืน (Post-Event Period) สามารถดูภาพ Event window ได้จากภาพที่ 3.1 ด้านล่าง ซึ่งทางกลุ่มได้สนใจศึกษาในช่วงระยะเวลา 14 วันก่อนและหลังเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น (-14, 14), Chotchawanwong (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 แสดงถึงช่วงเหตุการณ์การตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียน

### 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

### Reduce Period

$$AR_{jr} = R_{jr} - \hat{\alpha}_j - \hat{\beta}_j R_{mr} \quad ; r = (-200, -15)$$

### 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 ที่เกิดในวันที่บริษัทเปิดเผยตักฉะกรรมการการตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียน โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ 14 ธันวาคม พ.ศ.2544 ถึง 26 มีนาคม พ.ศ.2557 ซึ่งได้ทำการคัดเลือกข้อมูลที่สามารถใช้ทำการวิจัยได้จำนวนทั้งสิ้น 44 โครงการ จาก 37 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยข้อมูลอ้างอิงจาก [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)

กระบวนการเก็บข้อมูล โดยเริ่มจากวันที่บริษัทเปิดเผยมติคณะกรรมการการตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียน นับย้อนหลังไปก่อนวันเปิดเผยมติ 40 วันทำการและหลังจากวันเปิดเผยมติ 40 วันทำการ เพื่อศึกษาพฤติกรรมราคาผลตอบแทนในช่วงเวลาเหล่านั้น

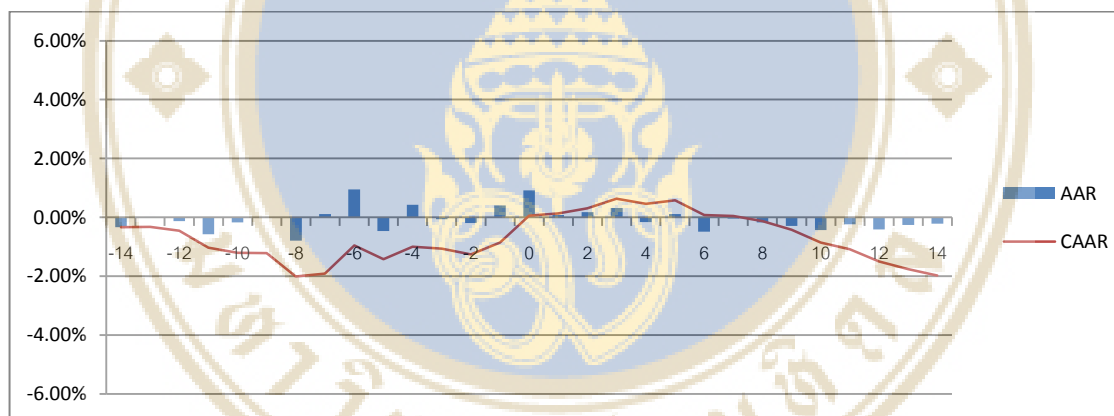
การแบ่งช่วงเวลาเพื่อที่จะทำการศึกษาราคาผลตอบแทนที่ผิดปกติในเหตุการณ์วันที่บริษัทเปิดเผยมติคณะกรรมการการตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียน สามารถดูได้จากภาพที่ 3.1 ได้มีการกำหนดให้ Event date = 0 (วันที่ 0) สำหรับช่วงเหตุการณ์ (Event window) นั้น อยู่ในช่วง 14 วันก่อน และวันหลังที่มีเหตุการณ์เกิดขึ้น (-14, 14)



## บทที่ 4 ผลการศึกษา

จากการศึกษาวันที่บริษัทเปิดเผยลักษณะกรรมการการตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระหว่างวันที่ 4 กรกฎาคม 2544 – 31 มีนาคม 2557 แบ่งเป็นใน SET จำนวน 44 โครงการจาก 37 ได้แก่

กรณีสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ) วัดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในวันที่บริษัทเปิดเผยลักษณะกรรมการการตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียน จากการทำโครงการซื้อหุ้นคืนและไม่ได้จำหน่ายจนทำให้ส่งสัญญาณในเชิงลบ สามารถดูผลการศึกษาดังตารางภาคผนวก ก



ภาพที่ 4.1 ภาพแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมของวันที่ประกาศตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียน

ภาพที่ 4.1 ได้แสดงผลทดสอบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) จากการศึกษากลุ่มตัวอย่างที่ประกาศลดทุนจดทะเบียนจำนวน 44 โครงการพบว่าก่อนที่จะมีการประกาศลดทุนอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยมีค่าเป็นลบมาโดยตลอดจนกระทั่งวันที่ประกาศลดทุนจดทะเบียนอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวก ( $AAR_{0} = 0.91\%$ ) แต่ไม่มีผลทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ

## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีกรประกาศการตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียนจากโครงการซื้อหุ้นคืนในช่วงเวลาดังตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม 2544 – 31 มีนาคม 2557 แบ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 44 โครงการจาก 37 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 การซื้อหุ้นคืนและขายกลับในจังหวะเวลาที่เหมาะสมจะสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับส่วนของผู้ถือหุ้น โดยบันทึกผลต่างของราคาเป็นส่วนเกินมูลค่าหุ้นซื้อคืนเป็นส่วนหนึ่งของส่วนของผู้ถือหุ้น สำหรับประโยชน์ในมุมมองของผู้ถือหุ้นมีอยู่ 3 ข้อด้วยกันคือ



1. กำไรต่อหุ้น (EPS) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) สูงขึ้น เนื่องจากหุ้นที่ถูกซื้อคืนจะไม่ถูกนำมาคำนวณกำไรต่อหุ้น
2. มีโอกาสที่จะได้รับเงินปันผลต่อหุ้นสูงขึ้น
3. มีโอกาสที่ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นในระดับที่ P/E เท่าเดิม

จากผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CARR) โดยกรณีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมในวันที่ประกาศตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียนพบว่าก่อนที่จะมีการประกาศลดทุนผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยมีค่าเป็นลบมาโดยตลอด ผลเนื่องมาจากการถือหุ้นที่ซื้อคืนนานและไม่ยอมขายออกส่งสัญญาณให้ผู้ลงทุนขาดความเชื่อมั่นต่อบริษัทจนกระทั่งวันที่ประกาศลดทุนจดทะเบียนอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวก (AAR,0 = 0.91%) แต่ไม่มีผลทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเกิดจากข้อจำกัดของผลการศึกษาที่จะกล่าวในหัวข้อถัดไป และหลังจากประกาศลดทุนจดทะเบียนแล้วอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมกลับลดลงอย่างต่อเนื่อง สำหรับปัจจัยการตัดสินใจลดทุนจดทะเบียนของบริษัททั้ง 44 โครงการนั้นพบว่ามีเพียงจำนวน 19 โครงการที่มีต้นทุนการซื้อคืนสูงกว่าราคาตลาดหรือ out of the money ณ วันที่ประกาศลดทุนจดทะเบียนจึงไม่น่าแปลกใจที่บริษัทจะดำเนินการลดทุนจดทะเบียน แต่สำหรับ 25 โครงการที่เหลือมีต้นทุนการซื้อคืนต่ำกว่าราคาตลาด ณ วันที่ประกาศลดทุนหรือ in the money ทั้งนี้บริษัทก็ไม่ได้ทำการขายหุ้นออกมาเพื่อทำกำไรและเลือกใช้ช่องทางการลดทุนจดทะเบียน โดยผลของการศึกษาของ นราทิพย์ ทับเที่ยง (Tubtieng (2009)) อธิบายว่าการที่บริษัทตัดสินใจยุติโครงการด้วยวิธีการลดทุนเกิดขึ้นจาก 2 สถานการณ์ ได้แก่ กรณีราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น บริษัทที่ตัดสินใจยุติโครงการไม่ได้พิจารณาประเด็นขายคืนมีกำไรทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นหรือกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น แต่มีปัจจัยที่ไม่ใช่ทางการเงินอื่น เช่น ความต้องการรักษาระดับราคาหุ้น การคำนึงถึงต้นทุนและผลประโยชน์ได้จากการขายหุ้นคืน การรักษาสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย ไม่มีความจำเป็นในการใช้กระแสเงินสดรับจากการขายหุ้นคืน และการป้องกันการครอบงำกิจการ เพื่อรักษาสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม และกรณีราคาหุ้นปรับตัวลดลง บริษัทที่ตัดสินใจเลือกวิธีการนี้ เนื่องจากหากจำหน่ายหุ้นซื้อคืนจะมีผลขาดทุนทำให้กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรและส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงแต่บริษัทเลือกใช้วิธีการลดทุน แม้ ณ วันลดทุน ส่วนของผู้ถือหุ้นจะไม่เปลี่ยนแปลง แม้ทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วจะลดลง แต่กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรสุทธิเพิ่มขึ้น จึงเห็นได้ว่าบริษัทได้ให้ความสำคัญกับผลกระทบต่อการเงิน ณ วันลดทุนเป็นสำคัญ ดังนั้นโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ยังไม่ประสบผลสำเร็จเท่าที่ควร

## 5.2 ข้อจำกัดของการศึกษา

การวิจัยครั้งนี้มีข้อจำกัดด้านข้อมูล การตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียน เนื่องจากช่วงระยะเวลาการดำเนินการของแต่ละเหตุการณ์มีระยะห่างกันมากเกินไป ทำให้เกิดเหตุการณ์แทรกระหว่างช่วงระยเวลานั้นๆได้ (Mixed Events) มีผลให้การศึกษาอาจคาดเคลื่อน เนื่องจากสาเหตุปัจจัยอื่นนอกเหนือจากสมมติฐานที่ตั้งได้ มีจำนวนเหตุการณ์ที่ค่อนข้างน้อย จึงทำให้ส่งผลต่อผลการศึกษาด้านของจำนวนตัวอย่างที่ใช้ตามทฤษฎีของ McCauley-Lawson หรือตามหลักการทางสถิติแล้ว จำนวนตัวอย่งมีผลต่อผลการศึกษาเป็นอย่างมาก เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษาไม่มีจำนวนมากพอที่จะให้น้ำหนักต่อผลการศึกษานั้นๆ

ในส่วนของการ Estimation period or Window period ของกลุ่มตัวอย่างดังรายการข้างล่าง มีข้อจำกัดในเรื่องของข้อมูลย้อนหลัง ซึ่งไม่สามารถย้อนได้ถึง 200 วันนับจากวันประกาศทำโครงการตามโมเดลที่ตั้งไว้ เนื่องจากเป็นบริษัทที่เข้าจดทะเบียนใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและทำโครงการหุ้นซื้อคืนในระยะเวลาที่ใกล้เคียงกัน รายละเอียดตามตารางด้านล่างนี้

ตารางที่ 5.1 ชี้แจงข้อจำกัดของการศึกษาในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาด SET

รายชื้อหุ้น	วันประกาศ	จำนวนที่ย้อนได้	สาเหตุ
AS	13/11/2551	118	บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อ 25 กันยายน 2551

## 5.3 ข้อเสนอแนะของการศึกษาในอนาคต

1. การศึกษาเหตุการณ์ที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของวันประกาศตัดจำหน่ายหุ้นซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียนในอนาคต ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมของจำนวนข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอเพิ่มมากขึ้น ก็จะทำให้ผลการวิจัยที่ชัดเจนและน่าสนใจยิ่งขึ้น

2. การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาถึงเหตุการณ์ที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของวันประกาศลดทุนของหุ้นซื้อคืนเท่านั้น โดยไม่ได้ศึกษาครอบคลุมถึงปัจจัยที่มีผลต่อการเลือกใช้นโยบายการซื้อหุ้นคืนของบริษัท เพื่อให้ได้รับผลการศึกษาที่ชัดเจนและสามารถอธิบายถึงนโยบายการซื้อหุ้นคืนได้ดียิ่งขึ้น ในการวิจัยครั้งต่อไปการขยายขอบเขตการศึกษาเป็นสิ่งที่จำเป็นที่จะทำให้การวิจัยสมบูรณ์มากขึ้น และไม่ได้ครอบคลุมผลการศึกษาของผลประกอบการและสภาพคล่องของบริษัทที่ทำโครงการซื้อหุ้นคืน เพื่อสะท้อนแนวคิดของผู้ลงทุนคือหากผู้ลงทุนมีความเชื่อมั่นว่า

บริษัทจะมีผลประกอบการในอนาคตที่ดีจะทำให้กำไรของบริษัทเพิ่มขึ้นจึงส่งผลให้กำไรต่อหุ้น (EPS) สูงขึ้น และในขณะเดียวกันหากบริษัทเลือกใช้โครงการซื้อหุ้นคืนด้วยจะทำให้จำนวนหุ้นที่นำมาคำนวณอัตรากำไรต่อหุ้นลดลง กำไรต่อหุ้นก็จะยิ่งเพิ่มสูงมากขึ้น จึงเป็นที่น่าสังเกตว่าจะเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) ในมุมมองกันข้ามหากผู้ลงทุนมีความเชื่อว่าผลประกอบการของบริษัทในอนาคตจะลดลง 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.
- 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*.

### ภาคผนวก

ภาคผนวก ก ตารางผลการศึกษาผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันแรกของการประกาศตัดจำหน่ายหุ้น  
ซื้อคืนด้วยวิธีลดทุนจดทะเบียน

t	AAR	t-test	p-value	CAAR	t-test	p-value
-14	-0.33%	-0.9153	0.3652	-0.33%	-0.9153	0.3652
-13	0.01%	0.0267	0.9788	-0.32%	-0.5796	0.5652
-12	-0.13%	-0.2714	0.7874	-0.45%	-0.5486	0.5861
-11	-0.57%	-1.5283	0.1338	-1.03%	-0.9498	0.3475
-10	-0.18%	-0.4467	0.6573	-1.20%	-0.8753	0.3863
-9	-0.01%	-0.0402	0.9681	-1.22%	-0.9797	0.3327
-8	-0.80%	-2.3575	0.0230 **	-2.01%	-1.5057	0.1395
-7	0.11%	0.3379	0.7371	-1.91%	-1.2907	0.2037
-6	0.95%	1.2327	0.2244	-0.96%	-0.6274	0.5337
-5	-0.47%	-1.4581	0.1521	-1.43%	-0.8656	0.3915
-4	0.43%	1.3647	0.1795	-1.00%	-0.5719	0.5704
-3	-0.07%	-0.2054	0.8382	-1.07%	-0.5638	0.5758
-2	-0.19%	-0.5297	0.5990	-1.26%	-0.6396	0.5258
-1	0.40%	1.6009	0.1167	-0.86%	-0.4270	0.6715
0	0.91%	1.2672	0.2119	0.05%	0.0248	0.9804
1	0.08%	0.1633	0.8711	0.13%	0.0696	0.9449
2	0.18%	0.2398	0.8116	0.31%	0.1309	0.8965
3	0.32%	0.7240	0.4730	0.63%	0.2587	0.7971
4	-0.17%	-0.4041	0.6881	0.46%	0.1797	0.8582
5	0.11%	0.1474	0.8835	0.57%	0.1855	0.8537
6	-0.49%	-2.5743	0.0136 **	0.08%	0.0260	0.9794
7	-0.04%	-0.1261	0.9002	0.04%	0.0138	0.9891
8	-0.17%	-0.5166	0.6081	-0.13%	-0.0395	0.9687
9	-0.29%	-1.0193	0.3138	-0.42%	-0.1339	0.8941
10	-0.44%	-1.1691	0.2488	-0.86%	-0.2627	0.7941
11	-0.23%	-0.9136	0.3660	-1.09%	-0.3299	0.7431
12	-0.42%	-1.7853	0.0813 *	-1.50%	-0.4438	0.6594
13	-0.26%	-0.9595	0.3427	-1.77%	-0.4964	0.6221
14	-0.22%	-0.7632	0.4495	-1.98%	-0.5559	0.5811

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