

แรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนและผลกระทบต่อการตัดสินใจ ยุติโครงการหุ้นกู้ซื้อคืนของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ โอ

นราทิพย์ กัทเกษิง*

บทคัดย่อ

การศึกษานี้สำรวจแรงจูงใจที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดเอ็ม เอ โอ ที่ทำการซื้อหุ้นคืน เมื่อวันที่ 4 กรกฎาคม 2544 จนถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2552 รวม 64 บริษัท 70 โครงการ ผลการศึกษา พบว่า บริษัทตัดสินใจซื้อหุ้นคืนโดยมีแรงจูงใจสำคัญ 3 อันดับแรก ได้แก่ ผู้บริหารเชื่อว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าราคาตามปัจจัยพื้นฐานและเพื่อเพิ่มกำไรต่อหุ้น ซึ่งเป็นการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนตามสมมติฐานการส่งสัญญาณ (Information Signalling Hypothesis) สำหรับการศึกษาในประเด็นการปรับตัวของราคาหุ้นภายหลังการซื้อหุ้นคืนจนถึงวันสิ้นสุดโครงการและผลกระทบต่อการตัดสินใจยุติโครงการซื้อหุ้นคืนของ 27 บริษัทหรือ 28 โครงการที่ยุติโครงการภายในวันที่ 31 ธันวาคม 2552 ผลการศึกษา พบว่า ราคาหุ้นมีการปรับตัวเพิ่มขึ้น 12 บริษัท มีเพียง 4 บริษัทที่ตัดสินใจจำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืนมีผลกำไร โดยบันทึกในบัญชีส่วนเกินหุ้นทุนซื้อคืนและทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น อีก 8 บริษัทตัดสินใจลดทุน ทั้งที่โดยแนวคิดควรจำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืนมีผลกำไร แต่บริษัทมีเหตุผลอื่นนอกเหนือจากประเด็นผลกระทบต่องบการเงิน ได้แก่ ต้องการรักษาราคาหุ้นที่สูงขึ้นในปัจจุบันหรือต้องการป้องกันการครอบงำกิจการ ทั้งนี้พบว่า ราคาหุ้นมีการปรับตัวลดลง 15 บริษัท โดย 4 บริษัทยุติโครงการโดยขายมีผลกำไรบันทึกในบัญชีส่วนเกินหุ้นทุนซื้อคืนนับเป็นการตัดสินใจที่ถูกต้อง หากมองจบโครงการจะมีผลขาดทุนเนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวลดลง ทั้งนี้มี 3 บริษัทตัดสินใจยุติโครงการโดยการจำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืนมีผลขาดทุนทำให้กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรลดลง และส่วนใหญ่ 8 บริษัทตัดสินใจยุติโครงการโดยการลดทุน โดยพิจารณาผลกระทบต่องบการเงิน ณ วันลดทุนที่ทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นไม่เปลี่ยนแปลง แม้ทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วจะลดลง แต่กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรสุทธิเพิ่มขึ้นเป็นสำคัญ

คำสำคัญ: หุ้นทุนซื้อคืน แรงจูงใจ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ โอ

* คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

118 ถนนเสรีไทย แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพฯ 10240

The Motivations for Share Repurchase Programs and the Effect of Share Prices on Managerial Decisions to End the Share Repurchase Programs of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment

Naratip Tabtieng*

Abstract

This study aims to examine the motivations that influenced managerial decisions to repurchase shares of listed companies in SET and MAI starting from July 4, 2001, when the second revision of Public Limited Company Act was imposed, until December 31, 2009. A survey of 64 companies finds that the most highly cited motivations were the firms share prices were undervalued, the company's share prices had recently been below share prices based on fundamental basis and to improve the company's earnings per share.

This research also studies the effect of managerial decisions to ended share repurchase programs of 27 companies. The results show that the share prices of 12 companies increased after the end of share repurchase programs. However, there were only 4 companies that decided to resell their treasury shares at a gain; and the remaining 8 companies decided to end their share repurchase programs by decreasing their share capitals. Conceptually, those 8 companies should have ended their programs by reselling at a gain, however this study finds that there are other reasons that are more important than the effect of gains on financial statements, such as the company wants to maintain the stock price at a present high level, to avoid a takeover from other

* Business Administration, National Institute of Development Administration

investors. Whereas, share prices of 15 companies decreased after the end of share repurchase programs, there were 4 companies that decided to resell their treasury shares at a gain which appears as an appropriate decision since after that period their respective share prices went down. However, the remaining 11 companies decided to end their share repurchase programs by either reselling treasury shares at a loss (3 companies) or decreasing their share capitals (8 companies) by considering mainly on the effects on financial statement as of dates of decreasing their share capitals.

Keywords: *Share Repurchases, Motivations, SET, MAI*

บทนำ

ตามที่บริษัทมหาชน สามารถซื้อหุ้นของบริษัทตนเองคืนได้ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 เมื่อมีการแก้ไขพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน พ.ศ. 2535 เป็นพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 โดยขั้นตอนและวิธีการในการซื้อหุ้นคืนตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 และกฎกระทรวง กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ. 2544 กำหนดให้บริษัทจัดการประชุม ขอมติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนน และสิทธิในการรับเงินปันผล ยกเว้นกรณีที่บริษัทได้ระบุไว้ในข้อบังคับของบริษัทแล้วและโครงการ หุ้นทุนซื้อคืนมีการเสนอซื้อหุ้นคืนไม่เกินกว่าร้อยละ 10 ของหุ้นที่ออกและชำระแล้ว บริษัทสามารถ ขอมติจากคณะกรรมการบริษัท โดยไม่ต้องขอมติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น รวมทั้งได้กำหนดวัตถุประสงค์ ในการซื้อหุ้นคืนสองประการ คือ 1) กรณีผู้ถือหุ้นที่ออกเสียงคัดค้านการแก้ไขข้อบังคับของบริษัท เกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับปันผล ซึ่งผู้ถือหุ้นเห็นว่าตนไม่ได้รับ ความชอบธรรม และ 2) กรณีการซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงินเมื่อมีกำไรสะสมและสภาพคล่อง ส่วนเกินโดยการซื้อหุ้นคืนนั้นต้องไม่เป็นเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน จากการศึกษาหุ้นทุนซื้อ คืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอและผลกระทบต่อ งบการเงิน (นราทิพย์ ทับเที่ยง, 2553) ผลการศึกษาภาพรวมของการซื้อหุ้นคืนตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม 2544 จนถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2552 รวม 64 บริษัทหรือ 12.12%¹ ของบริษัทจดทะเบียนรวม พบว่า ทุกบริษัทซื้อหุ้นคืนด้วยวัตถุประสงค์การบริหารทางการเงินตามกรณีที่ 2) เมื่อเปรียบเทียบกับ ผลการศึกษาของงานวิจัยในต่างประเทศเกี่ยวกับแรงจูงใจในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนในประเทศ สหรัฐอเมริกา พบว่า แรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนเพื่อเพิ่มผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นและเพื่อให้บริษัทได้ ซื้อหุ้นคืนมาในระดับราคาที่สามารถต่อรองได้ รองลงมา ได้แก่ เพื่อใช้เงินสดส่วนเกิน, เพื่อเพิ่มระดับ ราคาหุ้น และเพื่อเพิ่มกำไรต่อหุ้น (Baker, H.K., Powell, G.E. & Veit, E.T., 2003), ในประเทศ ออสเตรเลีย พบว่า แรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนเพื่อปรับปรุงผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัท เช่น กำไรต่อหุ้น และเพื่อปรับปรุงอัตราส่วนทางการเงินของบริษัท ได้แก่ Net Asset Backing Per Share (Mitchell, J.D., Dharmawan, G.V., & Clarke, A.W., 2001) และในประเทศ สหราชอาณาจักร พบว่า แรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนเพื่อให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Dixon, R., Palmer, G., Stradling, B. & Woodhead, A., 2008) แต่ทั้งนี้ไม่พบการศึกษาเกี่ยวกับแรงจูงใจ ในการซื้อหุ้นคืนในประเทศไทย

¹ ดูรายละเอียดในนราทิพย์ ทับเที่ยง, (2553). การศึกษาการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอและผลกระทบต่องบการเงิน. วารสารคณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิต พัฒนบริหารศาสตร์, 6, 22-57.

จากวัตถุประสงค์ในการซื้อหุ้นคืนในหลายงานวิจัยที่ระบุถึงแรงจูงใจในการปรับปรุงผลดำเนินงานทางการเงินและผลจากการศึกษาผลกระทบการซื้อหุ้นคืนต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอ (นราทิพย์ ทับเที่ยง, 2552) พบว่า มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเมื่อมีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน โดยราคาของหลักทรัพย์มีการปรับตัวในเชิงบวก แต่ทั้งนี้ไม่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเมื่อมีการดำเนินโครงการซื้อหุ้น รวมทั้งผลการศึกษา พบว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ซื้อหุ้นคืนวัดโดยอัตราส่วนทางการเงินมีเพียงเงินปันผลต่อหุ้นเท่านั้นที่มีการปรับตัวในทิศทางที่ดีขึ้น ภายหลังจากประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนทั้งในระยะสั้นและระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่กำไรต่อหุ้นมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะสั้น แต่ปรับตัวลดลงในระยะยาว ส่วนอัตราส่วนทางการเงินอื่น ๆ ได้แก่ มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น, อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ มีการปรับตัวลดลงทั้งในระยะสั้นและระยะยาว² การศึกษาในครั้งนี้จึงมีการสำรวจในประเด็นความคิดเห็นที่มีต่อแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนเพื่อการเพิ่มกำไรต่อหุ้นรวมทั้งประเด็นอื่น

ทั้งนี้จากผลการศึกษาของบริษัทที่มีสถานะซื้อหุ้นคืนครบและยุติโครงการแล้ว รวม 27 บริษัท จาก 64 บริษัท พบว่า มีเพียง 8 บริษัทที่จำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืนได้มีผลกำไร นั่นคือ ราคาขายหุ้นคืนสูงกว่าราคาซื้อหุ้นคืนโดยบันทึกในบัญชีส่วนเกินมูลค่าหุ้นทุนซื้อคืนในส่วนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่บริษัทส่วนใหญ่ไม่ประสบความสำเร็จในการซื้อหุ้นคืนในทางบัญชีตามแนวคิดที่คาดว่า ผลการซื้อหุ้นคืนจะทำให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้นส่งผลให้บริษัทมีโอกาสจำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืนแล้วมีกำไร โดยมีการจำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืนขาดทุน 3 บริษัท ทำให้กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรลดลง ส่วนอีก 16 บริษัทดำเนินการลดทุน โดยภาพรวมตั้งแต่วันซื้อหุ้นคืนถึงวันยุติโครงการหากพิจารณาผลกระทบต่องบการเงินของทั้งสามกรณี พบว่า มีผลกระทบต่อกระแสเงินสดและส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง 6,643.83 ล้านบาท หรือ 74.39% เมื่อเปรียบเทียบกับวงเงินซื้อคืน 8,931.19 ล้านบาท จึงเห็นได้ว่าจาก 27 บริษัทที่มีสถานะซื้อหุ้นคืนครบและยุติโครงการแล้ว มีบริษัทประสบความสำเร็จเพียง 8 บริษัท หรือ 29.63% ในขณะที่อีก 19 บริษัทหรือ 70.37% ไม่ประสบความสำเร็จในด้านผลกระทบต่องบการเงิน (นราทิพย์ ทับเที่ยง, 2553) การศึกษาในครั้งนี้จึงมุ่งเน้นศึกษาเพิ่มเติมในประเด็นการปรับตัวของราคาหุ้น ภายหลังจากการซื้อหุ้นคืนจนถึงวันสิ้นสุดโครงการและผลกระทบต่อการตัดสินใจยุติโครงการซื้อหุ้นคืน

² ดูรายละเอียดในนราทิพย์ ทับเที่ยง, (2553). การศึกษาการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอและผลกระทบต่องบการเงิน. วารสารคณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์, 6, 22-57.

วัตถุประสงค์การศึกษา

การศึกษาในครั้งนี้สำรวจการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดเอ็ม เอ โอ ที่ทำการซื้อหุ้นคืน ตั้งแต่มีการแก้ไขพระราชบัญญัติ บริษัทมหาชน (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 เมื่อวันที่ 4 กรกฎาคม 2544 จนถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2552 โดยมีวัตถุประสงค์ในการศึกษา 2 ประการ ได้แก่ ประการแรก เพื่อศึกษาสำรวจแรงจูงใจในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืน ทั้งในกรณีเสนอซื้อในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ โอ และกรณีเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นเป็นการทั่วไป และประการที่สอง เพื่อศึกษาผลกระทบของการปรับตัวของราคาหุ้นโครงการหุ้นคืนซื้อคืนที่ยุติโครงการแล้วต่อการตัดสินใจยุติโครงการซื้อหุ้นคืนในทางปฏิบัติ

การทบทวนวรรณกรรม

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า มี 5 สมมติฐานเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนของบริษัท ได้แก่ สมมติฐานการส่งสัญญาณ (Information Signalling Hypothesis) กล่าวว่า เนื่องจากการประกาศและดำเนินการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีผลกระทบต่อกลไกการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยราคาของหลักทรัพย์มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลที่เกิดขึ้น หากนักลงทุนประเมินว่าข้อมูลข่าวสารที่ได้รับเป็นข่าวดี จะส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ดังนั้น ผู้บริหารของบริษัทซึ่งเป็นผู้ที่มีข้อมูลมากกว่านักลงทุนภายนอกจึงเลือกใช้การซื้อหุ้นคืนเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณความมั่นใจของผู้บริหารเกี่ยวกับราคาหุ้น Miller, M., & Rock, K. (1985), Wansley, J.W., Lane, W.R., & Sarkar, S. (1989), Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermallen, T. (1994), สมมติฐานการลงทุน (Investment Hypothesis) กล่าวว่า หากบริษัทมีกระแสเงินสดส่วนเกิน ผู้บริหารของบริษัทอาจนำเงินไปใช้ในการลงทุนไม่เหมาะสม สร้างผลตอบแทนที่ไม่คุ้มค่าแก่บริษัท ซึ่งการลงทุนในโครงการหุ้นซื้อคืนเป็นการบริหารทางการเงินที่ช่วยลดความเสี่ยงดังกล่าวได้ รวมทั้งหากภายหลังการประกาศซื้อหุ้นคืนส่งผลให้ราคาหุ้นมีการปรับตัวเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทได้รับผลตอบแทนที่มากขึ้น Ikenberry, D. & Vermaelen, T. (1996), Grullon, G. (2000), Lie, E. (2000) สมมติฐานโครงสร้างเงินทุน (Leverage Hypothesis) หากบริษัทที่มีศักยภาพในการเพิ่มสัดส่วนหนี้สินต่อทุน ต้องการปรับโครงสร้างเงินทุนให้มีความเหมาะสม นอกเหนือจากบริษัทที่มีทางเลือกในการเพิ่มส่วนของหนี้สิน บริษัทยังมีอีกหนึ่งทางเลือกในการลดส่วนของผู้ถือหุ้น โดยการซื้อหุ้นคืนจะมีผลให้จำนวนหุ้นทุนที่ออกและชำระแล้วลดลง ส่งผลให้ส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง เป็นโอกาสให้บริษัทสามารถเพิ่มอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนโดยไม่ต้องแบกรับต้นทุนดอกเบี้ยที่สูงเกินไป เช่น ในกรณีใช้ทางเลือกจากการกู้ยืม Dann, L.Y. (1981), Tssekos, G.P., Kaufman, D.J., & Gitman, L.J. (1991), Rau, R. & Vermaelen, T. (2002) สมมติฐานการถ่ายโอนความมั่งคั่ง (Wealth Transfer Hypothesis) การซื้อหุ้นคืนทำให้จำนวนหุ้นทุนที่ออกและชำระแล้วลดลง ดังนั้น ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่มากขึ้นจากการ

ปรับตัวขึ้นของทั้งราคาหุ้นและกำไรต่อหุ้น รวมทั้งในด้านการบริหาร หากบริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะถูกครอบงำกิจการ โดยภายหลังการซื้อหุ้นคืนราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้น เป็นผลให้บริษัทที่ต้องการซื้อกิจการมีภาระต้นทุนที่สูงขึ้น รวมทั้งบริษัทสามารถนำการซื้อหุ้นคืนมาใช้เป็นเครื่องมือในการปรับโครงสร้างผู้ถือหุ้น Dann, L.Y. (1981), Bagwell, L.S., & Shoven, J.B. (1989) ทั้งนี้ในการศึกษาค้างนี้ได้จัดสมมติฐานอื่น ๆ (Other Hypothesis) ซึ่งเป็นแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนในประเด็นทั่วไป Baker, H.K., Powell, G.E. & Veit, E.T. (2003), Dixon, R., Palmer, G., Stradling, B. & Woodhead (2008)

วิธีการศึกษา

การศึกษาค้างนี้แบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนที่ 1 การศึกษาสำรวจแรงจูงใจในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืน และส่วนที่ 2 การศึกษาการปรับตัวของราคาหุ้นภายหลังการซื้อหุ้นคืนและผลกระทบต่อตลาดหุ้นไทย โดยการศึกษาในส่วนที่ 1 รวบรวมข้อมูลจากการตอบแบบสอบถามของผู้บริหารฝ่ายงานที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียน ได้แก่ ฝ่ายบัญชีและการเงิน, ฝ่ายการเงินและการลงทุน, ฝ่ายลงทุนสัมพันธ์ รวมทั้งการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทที่เกี่ยวข้อง การศึกษาในค้างนี้ทำการศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม 2544 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2552 รวม 64 บริษัท ซึ่งมีบริษัทตอบแบบสอบถามรวม 35 บริษัท คิดเป็น 54.69% แล้วนำข้อมูลที่ได้ทำการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ โดยมีการจัดกลุ่มแรงจูงใจสำคัญในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนตามสมมติฐานเป็น 5 กลุ่ม ดังตารางที่ 1

การศึกษาในส่วนที่ 2 ใช้การศึกษาจากเอกสาร (Document Research) โดยทำการศึกษาค้นคว้าและรวบรวมจากข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากงบการเงินและหมายเหตุประกอบงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนจากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กฎหมายและประกาศของหน่วยงานภาครัฐที่เกี่ยวข้อง เช่น สำนักคณะกรรมการกฤษฎีกา สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ โอ โดยมีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา รวม 27 บริษัท ซึ่งเป็นบริษัทที่ยุติโครงการแล้วภายในวันที่ 31 ธันวาคม 2552

ตารางที่ 1: การจัดกลุ่มแรงจูงใจสำคัญในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทตามสมมติฐาน

แรงจูงใจสำคัญในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนของบริษัท	สมมติฐาน
(2) ผู้บริหารเชื่อว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (3) ราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าราคาตามปัจจัยพื้นฐาน (7) เพื่อเพิ่มกำไรต่อหุ้น (11) เพื่อส่งสัญญาณความมั่นใจของผู้บริหาร (13) เพื่อสื่อสารข่าวดีเกี่ยวกับโครงการหุ้นกู้ซื้อคืน	Information Signalling
(4) บริษัทยังไม่มีแผนการลงทุนใหม่ที่จะใช้เงินสดคงเหลือที่มีอยู่ (9) เพื่อคืนกระแสเงินสดส่วนเกินให้แก่ผู้ถือหุ้น	Investment
(1) เพื่อปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (6) เพื่อให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม	Leverage
(5) เพื่อเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของผู้ถือหุ้น (10) เพื่อป้องกันการครอบงำกิจการ (Takeover) (14) เพื่อลดต้นทุนการบริหารของบริษัทในส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	Wealth Transfer
(8) เพื่อตอบสนองสถานะเศรษฐกิจและสถานะของตลาดหุ้น (12) เพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผลด้วยเงินสด	Other

ขอบเขตของการศึกษา

การศึกษาในครั้งนี้ศึกษาเฉพาะบริษัทที่ซื้อหุ้นคืนตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม 2544 ที่พระราชบัญญัติ บริษัทมหาชน (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 มีผลบังคับใช้จนถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2552 รวม 64 บริษัท โดยไม่นับรวมหุ้นกู้ซื้อคืนของบริษัทย่อยที่ซื้อหุ้นบริษัทใหญ่

ผลการศึกษาส่วนที่ 1: การสำรวจแรงจูงใจในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืน

บริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนในระหว่างวันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 จนถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2552 รวม 64 บริษัท เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท. หรือ SET) รวม 62 บริษัท และบริษัทจดทะเบียนในตลาดเอ็ม เอ ไอ (MAI) 2 บริษัท หรือ 12.12% ของบริษัทจดทะเบียนรวม ตามตารางที่ 2

ตารางที่ 2: จำนวนบริษัทที่ซื้อหุ้นคืนจำแนกตามบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท. หรือ SET) และบริษัทจดทะเบียนในตลาดเอ็ม เอ ไอ (MAI)

ประเภทบริษัท	จำนวน	ร้อยละ	รวมจำนวน บริษัททั้งหมด	ร้อยละ ของรวม
1.บริษัทจดทะเบียนใน ตลท. (SET)	62	96.88	475	13.05
2.บริษัทจดทะเบียนในตลาดเอ็ม เอ ไอ (MAI)	2	3.13	53	3.77
รวม	64	100.00	528	12.12

จากการรวบรวมข้อมูลแบบสอบถาม พบว่า มีบริษัทตอบแบบสอบถามรวม 35 บริษัท หรือ คิดเป็น 54.69% จากรวม 64 บริษัท พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมที่ตอบแบบสอบถามมากเป็นสามอันดับแรก ได้แก่ กลุ่มทรัพยากร, กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มเทคโนโลยี ทั้งนี้บริษัทจดทะเบียนในตลาดเอ็ม เอ ไอ ไม่ได้ตอบแบบสอบถาม ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3: จำนวนบริษัทที่ซื้อหุ้นคืนจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และบริษัทจดทะเบียนในตลาดเอ็ม เอ ไอ

บริษัทใน SET จำแนกตามกลุ่ม อุตสาหกรรม	จำนวนบริษัทที่ ซื้อหุ้นคืน	ร้อยละ	จำนวนบริษัท ที่ตอบ แบบสอบถาม	ร้อยละของ รวม
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	3	4.84	2	66.67
2. สินค้าอุปโภคบริโภค	5	8.06	4	80.00
3. ธุรกิจการเงิน	9	14.52	2	22.22
4. สินค้าอุตสาหกรรม	7	11.29	1	14.29
5. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	9	14.52	6	66.67
6. ทรัพยากร	4	6.45	4	100.00
7. บริการ	15	24.19	9	60.00
8. เทคโนโลยี	10	16.13	7	70.00
รวม	62	100.00	35	56.45
บริษัทใน MAI	จำนวนบริษัทที่ ซื้อหุ้นคืน	ร้อยละ	จำนวนบริษัท ที่ตอบ แบบสอบถาม	ร้อยละ
บริษัทใน MAI	2	100	0	0.00
รวม	64	100.00	35	54.69

ตามมาตรา 66/1 พระราชบัญญัติ บริษัทมหาชนจำกัด ฉบับที่ 2 พ.ศ. 2544 ได้กำหนดวัตถุประสงค์ในการซื้อหุ้นคืนสองประการ คือ 1) กรณีผู้ถือหุ้นที่ออกเสียงคัดค้านการแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับปันผล ซึ่งผู้ถือหุ้นเห็นว่าตนไม่ได้รับความชอบธรรม และ 2) กรณีการซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงินเมื่อมีกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกินโดยการซื้อหุ้นคืนนั้นต้องไม่เป็นเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน จากผลการศึกษาของนราทิพย์ ทับเที่ยง (2553) พบว่า ทั้ง 64 บริษัท หรือ 100% มีวัตถุประสงค์ในการซื้อหุ้นคืนตามกรณี ที่ 2 ในการศึกษาครั้งนี้จึงสำรวจแหล่งที่มาของเงินทุนที่ใช้ในการซื้อหุ้นคืน ผลสำรวจดังตารางที่ 4 พบว่า แหล่งเงินทุนในการซื้อหุ้นคืนที่บริษัทส่วนใหญ่ 91.43% เลือกใช้ คือ เงินสด ทั้งนี้อีก 8.57% ระบุว่า ใช้เงินกู้ยืมระยะสั้นเป็นแหล่งเงินทุน ถึงแม้ไม่ทำให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน แต่ไม่สอดคล้องกับเจตนารมณ์พระราชบัญญัติ บริษัทมหาชนจำกัด ฉบับที่ 2 พ.ศ. 2544 ตามวัตถุประสงค์ข้อ 2 ที่ระบุว่า บริษัทควรมีสภาพคล่องส่วนเกินโดยการซื้อหุ้นคืนนั้นต้องไม่เป็นเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน ดังนั้น ในอนาคตควรมีการทบทวนในประเด็นแหล่งเงินทุนที่ใช้ในการซื้อหุ้นคืน

ตารางที่ 4: จำนวนบริษัทจำแนกตามแหล่งเงินทุนที่เลือกใช้ในการซื้อหุ้นคืน

แหล่งเงินทุนในการซื้อหุ้นคืน	จำนวน	ร้อยละ
1. เงินสด	32	91.43
2. เงินกู้ยืมระยะสั้น	3	8.57
3. เงินกู้ยืมระยะยาว	0	0.00
4. อื่น ๆ	0	0.00
รวม	35	100.00

การศึกษาค่ากลาง (Mean) ของความคิดเห็น โดยมีระดับความคิดเห็นตั้งแต่ -3 ถึง 3 (-3 แทน ไม่เห็นด้วยอย่างยิ่ง, 0 แทน ไม่มีความคิดเห็น และ 3 แทน เห็นด้วยอย่างยิ่ง) ผลดังตารางที่ 5 พบว่า แรงจูงใจสำคัญในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนของบริษัท 3 อันดับแรก ได้แก่ 2) ผู้บริหารเชื่อว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าที่ควรจะเป็น, 3) ราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าราคาตามปัจจัยพื้นฐาน และ 7) เพื่อเพิ่มกำไรต่อหุ้น มีค่า Mean เท่ากับ 2.11, 1.74 และ 1.40 ตามลำดับ ซึ่งเป็นการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนตามสมมติฐานการส่งสัญญาณ (Information Signalling Hypothesis)

ตารางที่ 5: ค่ากลาง (Mean) และร้อยละของความคิดเห็นในแต่ละแรงจูงใจสำคัญในการซื้อหุ้นคืน

Rank	แรงจูงใจในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืน	ร้อยละของความคิดเห็น							Mean	S.D.
		-3	-2	-1	0	1	2	3		
1	(2) ผู้บริหารเชื่อว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าที่ควรจะเป็น	0.00	0.00	0.00	22.86	0.00	20.00	57.14	2.11	1.23
2	(3) ราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าราคาตามปัจจัยพื้นฐาน	2.86	8.57	2.86	5.71	8.57	20.00	51.43	1.74	1.79
3	(7) เพื่อเพิ่มกำไรต่อหุ้น	0.00	8.57	2.86	8.57	20.00	40.00	20.00	1.40	1.44
4	(11) เพื่อส่งสัญญาณความมั่นใจของผู้บริหาร	0.00	0.00	5.71	31.43	20.00	37.14	5.71	1.06	1.08
5	(4) บริษัทยังไม่มีความมั่นใจที่จะใช้เงินสดที่เหลือที่มีอยู่	2.86	2.86	5.71	14.29	40.00	25.71	8.57	0.97	1.32
6	(13) เพื่อสื่อสารข่าวดีเกี่ยวกับโครงการหุ้นกู้ซื้อคืน	0.00	2.86	0.00	37.14	25.71	34.29	0.00	0.89	0.99
7	(6) เพื่อให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม	10.71	10.71	7.14	10.71	7.14	25.00	28.57	0.86	1.91
8	(8) เพื่อตอบสนองสภาวะเศรษฐกิจและสภาวะของตลาดหุ้น	2.86	5.71	0.00	31.43	25.71	31.43	2.86	0.77	1.31
9	(1) เพื่อปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนของบริษัท	17.14	20.00	11.43	40.00	8.57	2.86	0.00	0.49	2.03
10	(9) เพื่อคืนกระแสเงินสดส่วนเกินให้แก่ผู้ถือหุ้น	5.71	20.00	11.43	5.71	28.57	20.00	8.57	0.26	1.82
11	(10) เพื่อป้องกันการครอบงำกิจการ (Takeover)	8.57	14.29	11.43	37.14	8.57	8.57	11.43	-0.06	1.73
12	(5) เพื่อเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของผู้ถือหุ้น	11.43	11.43	8.57	34.29	14.29	20.00	0.00	-0.11	1.60
13	(12) เพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผลด้วยเงินสด	8.57	14.29	31.43	22.86	8.57	8.57	5.71	-0.43	1.58
14	(14) เพื่อลดต้นทุนการบริหารของบริษัทในส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	17.14	20.00	11.43	40.00	8.57	2.86	0.00	-0.89	1.39

เมื่อเปรียบเทียบกับผลการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า ผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Baker, H.K., Powell, G.E. & Veit, E.T. (2003) โดยแรงจูงใจสำคัญสองอันดับแรกในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืน ได้แก่ เพิ่มผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นและเพื่อให้บริษัทได้หุ้นคืนมาในระดับราคาที่สามารถต่อรองได้ ตามสมมติฐานการส่งสัญญาณ (Information Signalling Hypothesis) แต่ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Reimers, J.L. & Singleton, J.C. (2010) ซึ่งพบว่า จากเดิมบริษัทตัดสินใจซื้อหุ้นคืนด้วยแรงจูงใจในการจัดเตรียมหุ้นเพื่อรองรับแผนการจ่ายใบสำคัญแสดงสิทธิให้แก่พนักงาน, การเพิ่มกำไรต่อหุ้น และการส่งสัญญาณความมั่นใจของผู้บริหารได้เปลี่ยนไปเป็นแรงจูงใจเพื่อใช้กระแสเงินสดส่วนเกินที่มีอยู่ของบริษัทและเพื่อให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ทั้งนี้ผลการศึกษาที่ได้ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศสหราชอาณาจักรของ Dixon, R., Palmer, G., Stradling, B. & Woodhead (2008) ซึ่งพบว่า แรงจูงใจสำคัญที่สุดในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนของบริษัท เพื่อให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ตามสมมติฐานโครงสร้างเงินทุน (Leverage Hypothesis)

ทั้งนี้บริษัทไม่เห็นว่สมมติฐานในการถ่ายโอนความมั่งคั่ง (Wealth Transfer Hypothesis) ทั้ง 3 ข้อ ได้แก่ (14) เพื่อลดต้นทุนการบริหารของบริษัทในส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (5) เพื่อเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของผู้ถือหุ้น และ (10) เพื่อป้องกันการครอบงำกิจการ (Takeover) รวมทั้งบริษัทไม่ได้มองว่าแรงจูงใจในข้อ (12) เพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผลด้วยเงินสดเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจซื้อหุ้นคืน โดยค่ากลาง (Mean) ที่ได้มีค่าเป็นลบ สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Baker, H.K., Powell, G.E. & Veit, E.T. (2003) และสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศสหราชอาณาจักรของ Dixon, R., Palmer, G., Stradling, B. & Woodhead (2008)

จากการทดสอบสมมติฐานทางสถิติ ตามตารางที่ 6 โดยการใช้สถิติ Wilcoxon Signed Rank Sum Test พบว่า มีแรงจูงใจจำนวน 8 ข้อ มีค่า Median เป็นบวก (ปฏิเสธสมมติฐาน $H_0: \text{Median}_i \leq 0$ เมื่อ i แทนแรงจูงใจสำคัญในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนในแต่ละข้อ) หมายถึง แรงจูงใจทั้ง 8 ข้อมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ได้แก่ ข้อ (2) ผู้บริหารเชื่อว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (3) ราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าราคาตามปัจจัยพื้นฐาน (7) เพื่อเพิ่มกำไรต่อหุ้น (11) เพื่อส่งสัญญาณความมั่นใจของผู้บริหาร, (4) บริษัทยังไม่มีแผนการลงทุนใหม่ที่จะใช้เงินสดคงเหลือที่มีอยู่ (13) เพื่อสื่อสารข่าวดีเกี่ยวกับโครงการหุ้นคืน โดยแรงจูงใจทั้ง 6 ข้อข้างต้นมีค่า P-value เท่ากับ 0.000 (8) เพื่อตอบสนองสถานะเศรษฐกิจและสถานะของตลาดหุ้น (ค่า P-value เท่ากับ 0.004) และ (6) เพื่อให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (ค่า P-value เท่ากับ 0.012) ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาค่ากลาง (Mean) ของแต่ละความคิดเห็น ยกเว้น (1) เพื่อปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนของบริษัท และ (9) เพื่อคืนกระแสเงินสดส่วนเกินให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยแรงจูงใจ 2 ข้อนี้ไม่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนอย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 6: ค่าทางสถิติและผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของความคิดเห็นในแต่ละแรงจูงใจสำคัญในการซื้อหุ้นคืน

Rank	แรงจูงใจสำคัญในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนของบริษัท	สมมติฐาน	Median	Wilcoxon Statistic	P-value
1	(2) ผู้บริหารเชื่อว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าที่ควรจะเป็น	Information Signalling	3	378.0	0.000*
2	(3) ราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าราคาตามปัจจัยพื้นฐาน	Information Signalling	2	506.0	0.000*
3	(7) เพื่อเพิ่มกำไรต่อหุ้น	Information Signalling	2	472.5	0.000*
4	(11) เพื่อส่งสัญญาณความมั่นใจของผู้บริหาร	Information Signalling	1	290.0	0.000*
5	(4) บริษัทยังไม่มีแผนการลงทุนใหม่ที่จะใช้เงินสดคงเหลือที่มีอยู่	Investment	1	398.0	0.000*
6	(13) เพื่อสื่อสารข่าวดีเกี่ยวกับโครงการลงทุนหุ้นซื้อคืน	Information Signalling	1	237.0	0.000*
7	(8) เพื่อตอบสนองสภาวะเศรษฐกิจและสภาวะตลาดหุ้น	Other	1	244.5	0.004*
8	(6) เพื่อให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม	Leverage	1	385.5	0.012*
9	(1) เพื่อปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนของบริษัท	Leverage	1	272.5	0.200
10	(9) เพื่อคืนกระแสเงินสดส่วนเกินให้แก่ผู้ถือหุ้น	Investment	1	318.5	0.251
11	(10) เพื่อป้องกันการครอบงำกิจการ (Takeover)	Wealth Transfer	0	122.5	0.558
12	(5) เพื่อเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของผู้ถือหุ้น	Wealth Transfer	0	120.5	0.708
13	(12) เพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผลด้วยเงินสด	Other	-1	128.0	0.930
14	(14) เพื่อลดต้นทุนการบริหารของบริษัทในส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	Wealth Transfer	-1	23.5	0.999

ผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติสามารถสรุปได้ว่า แรงจูงใจที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ 3 อันดับแรก คือ ผู้บริหารเชื่อว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าที่ควรจะเป็น รองลงมา คือ ราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าราคาตามปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้น บริษัทจึงตัดสินใจใช้การซื้อหุ้นคืนมาเป็นเครื่องมือทางการเงินเพื่อรักษาระดับราคาหุ้นให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม รวมทั้งบริษัทมองว่าแรงจูงใจในการเพิ่มกำไรต่อหุ้นเป็นปัจจัยสำคัญต่อการตัดสินใจ ตามสมมติฐานการส่งสัญญาณ (Information Signalling Hypothesis) ทั้งนี้จากการศึกษาค่ากลาง (Mean) ของแต่ละความคิดเห็น พบว่า แรงจูงใจเพื่อให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (ค่า Mean เท่ากับ 0.86) มีความสำคัญมากกว่าแรงจูงใจเพื่อตอบสนองสถานะเศรษฐกิจและสถานะของตลาดหุ้น (ค่า Mean เท่ากับ 0.77) แต่จากการทดสอบสมมติฐานทางสถิติ ผลการศึกษาพิสูจน์ว่า แรงจูงใจเพื่อตอบสนองสถานะเศรษฐกิจและสถานะของตลาดหุ้น (ค่า P-value เท่ากับ 0.004) มีความสำคัญมากกว่าแรงจูงใจเพื่อให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (ค่า P-value เท่ากับ 0.012) สอดคล้องกับผลการศึกษาของนราทิพย์ ทับเที่ยง (2553) ที่พบว่า จากจำนวนบริษัทจดทะเบียนที่ซื้อหุ้นคืนรวม 64 บริษัท พบว่า ใน พ.ศ. 2551 คณะกรรมการบริษัทอนุมัติการซื้อหุ้นคืนมากที่สุด 30 บริษัท สาเหตุอาจเนื่องมาจากผลกระทบจากวิกฤติเศรษฐกิจ ส่งผลให้ตลาดหุ้นซบเซา เป็นปัจจัยลบกดดันให้ราคาหุ้นต่ำกว่าปัจจัยพื้นฐาน โดยดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีแนวโน้มปรับตัวลดลง จาก ณ วันที่ 2 มกราคม 2551 ดัชนีปิดที่ 842.97 แต่ ณ วันที่ 30 ธันวาคม 2551 ดัชนีปิดที่ 449.96 ดังนั้น บริษัทจดทะเบียนจึงเลือกการซื้อหุ้นคืนมาใช้เป็นเครื่องมือหนึ่งในการบริหารการเงินเพื่อเป็นกลยุทธ์ในการรักษาระดับราคาหุ้น³

ผลการศึกษาส่วนที่ 2: ผลการปรับตัวของราคาหุ้นภายหลังการซื้อหุ้นคืนต่อการตัดสินใจยุติโครงการหุ้นทุนซื้อคืนตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม 2544 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2552

จากผลการศึกษาในส่วนที่หนึ่ง พบว่า แรงจูงใจที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ 3 อันดับแรก ได้แก่ ผู้บริหารเชื่อว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าที่ควรจะเป็น รองลงมา คือ ราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าราคาตามปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้น บริษัทจึงตัดสินใจใช้การซื้อหุ้นคืนมาเป็นเครื่องมือทางการเงินเพื่อรักษาระดับราคาหุ้นให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม รวมทั้งบริษัทมองว่าแรงจูงใจในการเพิ่มกำไรต่อหุ้นเป็นปัจจัยสำคัญต่อการตัดสินใจและจากผลการศึกษาของนราทิพย์ ทับเที่ยง (2552) พบว่า มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเมื่อมีการ

³ ดูรายละเอียดใน นราทิพย์ ทับเที่ยง, (2553). การศึกษาการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอและผลกระทบต่อการเงิน. วารสารคณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์, 6, 22-57.

ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน โดย ณ วันประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ แต่ทั้งนี้ไม่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเมื่อมีการดำเนินโครงการซื้อหุ้น

ดังนั้น ในส่วนนี้เป็นการศึกษาผลการปรับตัวของราคาหุ้นภายหลังการซื้อหุ้นคืนที่มีผลต่อการตัดสินใจยุติโครงการ จากกลุ่มตัวอย่างเฉพาะ 27 บริษัทจากรวม 64 บริษัทที่มีสถานะซื้อหุ้นคืนครบและยุติโครงการภายในวันที่ 31 ธันวาคม 2552 โดยจำแนกเป็น 3 สถานะ ได้แก่ 1) กรณีมีผลกำไร โดยบริษัทบันทึกบัญชีส่วนเกินหุ้นทุนซื้อคืน ที่ได้จากจำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืนได้ในราคาสูงกว่าราคาหุ้นซื้อคืน 2) กรณีมีผลขาดทุน โดยบริษัทบันทึกผลขาดทุนหักจากบัญชีกำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรร จากการจำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืนได้ในราคาต่ำกว่าราคาหุ้นซื้อคืน และ 3) กรณีลดทุน โดยวิธีตัดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วตามหุ้นทุนซื้อคืนที่ยังมิได้จำหน่ายภายใน 3 ปี (นราทิพย์ กับเกียง, 2553) ตามตารางที่ 7

ตารางที่ 7: สถานะของบริษัทที่ซื้อหุ้นคืนครบและยุติโครงการ

สถานะการซื้อหุ้นคืนของบริษัท ที่ซื้อหุ้นคืนครบและยุติโครงการ	จำนวน บริษัท	ร้อยละ	จำนวน โครงการ	ร้อยละ
1) บันทึกผลต่างของราคาขายคืนที่สูงกว่าราคาหุ้นซื้อคืน (กำไร) โดยแสดงในบัญชี “ส่วนเกินหุ้นทุนซื้อคืน”	8	29.63	8	28.57
2) บันทึกผลต่างของราคาขายคืนที่ต่ำกว่าราคาหุ้นซื้อคืน (ขาดทุน) โดยการลดกำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรร	3	11.11	3	10.72
3) ลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้ว สำหรับหุ้นทุนซื้อคืนที่ยังมิได้จำหน่ายภายใน 3 ปี	16	59.26	17	60.71
รวม	27	100	28	100

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาการปรับตัวของราคาหุ้นภายหลังการซื้อคืนของกลุ่มตัวอย่างพิจารณาจากการเปรียบเทียบระหว่างราคาซื้อคืนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักต่อหุ้นกับราคาหุ้นภายหลังการซื้อคืน โดยกรณีของบริษัทจำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืนมีผลกำไรหรือขาดทุน ราคาหุ้นภายหลังการซื้อคืน ใช้ราคาเฉลี่ยนับจากวันเริ่มขายคืนจริงจนถึงวันยุติโครงการ ส่วนในกรณีที่บริษัทลดทุนที่ออกและชำระแล้ว ราคาหุ้นภายหลังการซื้อคืน ใช้ราคาเฉลี่ยนับจากวันเริ่มมีสิทธิขายคืน (ภายใน 6 เดือนนับจากวันซื้อคืนจริงเสร็จสิ้นและไม่เกินกำหนดระยะเวลา 3 ปี) จนถึงวันสิ้นสุดโครงการ 3 ปี พบว่า จาก 27 บริษัท 28 โครงการที่ยุติโครงการแล้ว มีราคาหุ้นเพิ่มขึ้นภายหลังการซื้อหุ้นคืน 12 บริษัทหรือ 44.44% จาก 27 บริษัทและราคาหุ้นลดลงภายหลังการซื้อหุ้นคืน 15 บริษัท หรือ 55.56% จาก 27 บริษัท โดยภาพรวมมีการขายกำไร 8 บริษัท หรือ 29.63% ขายขาดทุน 3 บริษัท หรือ 11.11% และลดทุน 16 บริษัท หรือ 59.26% ดังตารางที่ 8

ตารางที่ 8: การปรับตัวของราคาหุ้นภายหลังการซื้อหุ้นคืนจนถึงวันสิ้นสุดโครงการ

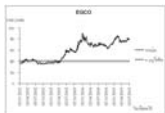
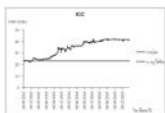
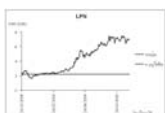
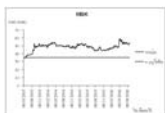
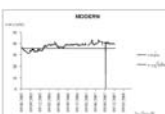
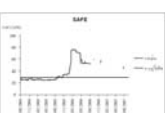
การปรับตัวของราคาหุ้น ภายหลังการซื้อ หุ้นคืนจนถึงวันสิ้นสุด โครงการ	บริษัท	โครงการ	ขายกำไร		ขายขาดทุน		ลดทุน	
			บริษัท	โครงการ	บริษัท	โครงการ	บริษัท	โครงการ
ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น	12	12	4	4	0	0	8	8
ราคาหุ้นปรับตัวลดลง	15	16	4	4	3	3	8	9
รวม	27	28	8	8	3	3	16	17
ร้อยละ	100.00	100.00	29.63	28.57	11.11	10.71	59.26	60.71

ข้อมูลจำนวนบริษัท ไม่นับรวมการซื้อหุ้นคืนครั้งที่ 2 ของบริษัท ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน) (SCCC)

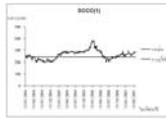
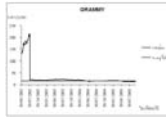
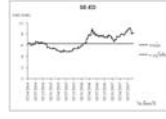
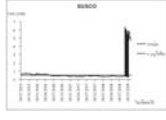
กรณีที่ 1 ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นภายหลังการซื้อหุ้นคืนจนถึงวันสิ้นสุดโครงการและผลต่อการตัดสินใจโครงการ

ตามกฎหมายกระทรวง กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ. 2544 ระบุให้บริษัทจำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืนภายในช่วงระยะเวลา 6 เดือนนับจากการซื้อคืนเสร็จสิ้นและไม่เกินกำหนดระยะเวลา 3 ปี ภายใต้สถานการณ์ปกติ แนวคิดของการซื้อหุ้นคืนจะมีผลทำให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น เนื่องจากจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วลดลง ทำให้อัตรากำไรต่อหุ้นปรับตัวสูงขึ้น ส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น ผลในทางปฏิบัติ ดังตารางที่ 9 พบว่า ราคาหุ้นภายหลังการซื้อหุ้นคืนมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นเพียง 12 บริษัทจาก 27 บริษัทหรือ 44.44% โดยแนวคิดแล้วเมื่อราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น บริษัทควรจำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืน เพื่อบันทึกกำไรในบัญชีส่วนเกินหุ้นทุนซื้อคืน มีผลให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น เช่นเดียวกับกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น แต่ผลการศึกษา พบว่า บริษัทตัดสินใจโครงการด้วยการจำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืนมีผลกำไรเพียง 4 บริษัทจาก 12 บริษัทหรือ 33.33% ส่วนอีก 8 บริษัทจาก 12 บริษัทหรือ 66.67% กลับตัดสินใจลดทุนซึ่งไม่มีผลกระทบต่อการเงิน ณ วันลดทุน โดยส่วนของผู้ถือหุ้นไม่เปลี่ยนแปลง ถึงแม้หุ้นที่ออกและชำระแล้วลดลง แต่กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรสุทธิเพิ่มขึ้น

ตารางที่ 9: รายละเอียดของบริษัทที่ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นภายหลังการซื้อหุ้นคืนจนถึงวันสิ้นสุดโครงการ
กรณีบริษัทที่จำหน่ายมีผลกำไร

	ราคาถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ต่อหุ้น (บาท)		ราคาเฉลี่ยนับจากวัน ขายคืนถึงวันสิ้นสุดโครงการ	กราฟราคาหุ้น
	ซื้อคืน	ขายคืน		
ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น 1) กรณียุติโครงการด้วยการจำหน่ายมีผลกำไร 1. EGCO 2. ICC 3. LPN 4. PSL	40.11 22.74 2.20 33.68	76.52 41.81 6.99 46.57	77.34 41.65 7.07 36.60	   
2) กรณียุติโครงการด้วยวิธีการลดทุน 1. ADVANC 2. MBK 3. MODERN 4. SAFE	32.73 34.79 35.52 29.69	0.00 0.00 0.00 0.00	91.60 49.23 37.99 45.12	   

**ตารางที่ 9: รายละเอียดของบริษัทที่ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นภายหลังการซื้อหุ้นคืนจนถึงวันสิ้นสุดโครงการ
กรณีบริษัทที่จำหน่ายมีผลกำไร (ต่อ)**

	ราคาถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ต่อหุ้น (บาท)		ราคาเฉลี่ยนับจากวัน ขายคืนถึงวันสิ้นสุดโครงการ	กราฟราคาหุ้น
	ซื้อคืน	ขายคืน		
2) กรณียุติโครงการด้วย วิธีการลดทุน (ต่อ)				
5. SCCC(1)	238.83	0.00	272.82	
6. GRAMMY	15.66	0.00	17.42	
7. SE-ED	6.20	0.00	6.79	
8. SUSCO	0.53	0.00	0.76	

จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารบริษัทที่เกี่ยวข้องถึงแรงจูงใจสำคัญในการตัดสินใจยุติโครงการโดยใช้ทางเลือกการลดทุนทั้งที่ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น โดยแนวคิดแล้วควรจำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืนเพื่อบันทึกผลกำไรในบัญชีส่วนเกินหุ้นทุนซื้อคืน ส่งผลให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นและทำให้กระแสเงินสดเพิ่มขึ้น สรุปได้ ดังนี้

1) ต้องการรักษาระดับราคาหุ้นให้อยู่ในระดับที่เพิ่มขึ้นเช่นเดิมหลังจากซื้อหุ้นคืน หากมีการขายหุ้นทุนซื้อคืนในปริมาณสูง คาดว่าจะส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทปรับตัวลดลง อันอาจส่งผลกระทบต่อนักลงทุน

2) บริษัทจำเป็นต้องศึกษาเปรียบเทียบต้นทุนและผลประโยชน์ได้จากการขายหุ้นคืนแม้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น หากขายคืนจะได้รับผลกำไรส่งผลให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นก็ตาม แต่อัตรารายได้ทางการเงิน เช่น กำไรต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นจะลดลง

3) สภาพคล่องของหุ้นค่อนข้างน้อย ดังนั้น การขายหุ้นคืนจะส่งผลกระทบต่อสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยอาจไม่เป็นตามเกณฑ์ของ กสท.

4) ไม่ต้องการเงินทุนเพิ่มเติมสำหรับโครงการลงทุนในบริษัท จึงไม่มีความต้องการกระแสเงินสดจากการขายหุ้นคืน

5) วัตถุประสงค์ที่แท้จริงของบริษัทในการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการครอบงำกิจการ (Takeover) เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีรายได้อื่นเกิน 50% โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ถือประมาณ 20% จึงไม่ต้องการขายหุ้นคืนเพื่อให้ผู้ถือหุ้นเดิมยังคงถือหุ้นในสัดส่วนเดิม ทั้งนี้ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาในตารางที่ 5 ที่พบว่า ค่ากลาง (Mean) ของความคิดเห็นในข้อ 10) เพื่อป้องกันการครอบงำกิจการ (Takeover) มีค่าเป็นลบ (Mean เท่ากับ -0.06) รวมทั้งผลการทดสอบทางสถิติของแรงจูงใจมีค่า P-value เท่ากับ 0.558 ซึ่งหมายถึง กลุ่มตัวอย่างไม่ได้พิจารณาว่าเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจซื้อหุ้นคืน

อย่างไรก็ตาม สำหรับประเด็นเหตุผลในการซื้อหุ้นคืนตามพระราชบัญญัติ บริษัทมหาชน (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 ข้อ 2) ได้ระบุว่าเพื่อเป็นการบริหารทางการเงิน ในขณะที่ประเทศสหรัฐอเมริกา ได้ระบุวัตถุประสงค์การซื้อหุ้นคืนเป็นภาพกว้างหลายประเด็นโดยครอบคลุมวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันการครอบงำกิจการจากนักลงทุนรายอื่น รวมทั้งการซื้อหุ้นคืนเพื่อนำไปจ่ายเป็นโบนัสสำคัญ แสดงสิทธิให้แก่พนักงาน (Reimers, J.L. & Singleton, J.C., 2010)

ดังนั้น ผลของการศึกษาจึงเห็นได้ว่า ถึงแม้ตามแนวคิดแล้วเมื่อราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น บริษัทควรจำหน่ายหุ้นคืนมีผลกำไรบันทึกในบัญชีส่วนเกินหุ้นคืน แต่ผลทางปฏิบัติกลับพบว่า ส่วนใหญ่ 8 บริษัทจาก 12 บริษัท ใช้ทางเลือกในการลดทุนโดยแต่ละบริษัทมีแรงจูงใจในการยุติโครงการด้วยเหตุผลสำคัญ 5 ประเด็นจากการสัมภาษณ์ข้างต้น

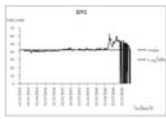
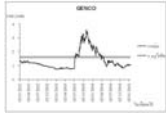
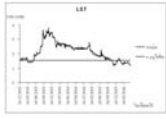
กรณีที่ 2 ราคาหุ้นปรับตัวลดลงภายหลังการซื้อหุ้นคืนและผลต่อการตัดสินใจยุติโครงการ

ผลในทางปฏิบัติ ดังตารางที่ 10 พบว่า ราคาหุ้นนับจากวันที่ซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้นจนถึงวันยุติโครงการมีการปรับตัวลดลง 15 บริษัท 16 โครงการหรือ 55.56% จาก 27 บริษัทที่ซื้อหุ้นคืน ซึ่งไม่สอดคล้องกับแนวคิดสำคัญของการซื้อหุ้นคืนที่ราคาหุ้นควรปรับตัวสูงขึ้น พบว่า มี 4 บริษัท หรือ 26.67% จาก 15 บริษัท ยุติโครงการโดยการขายมีผลกำไรบันทึกในบัญชีส่วนเกินหุ้นคืน นับเป็นการตัดสินใจถูกต้องที่ดำเนินการจำหน่ายหุ้นคืนภายในช่วงเวลาที่เหมาะสม เนื่องจากช่วงเวลาหลังจากการจำหน่ายคืนนั้นราคาหุ้นมีแนวโน้มลดลงตามกราฟราคาหุ้น ทั้งนี้มี 3 บริษัท หรือ 20.00% จาก 15 บริษัท ขายขาดทุน โดย 2 ใน 3 บริษัทจำเป็นต้องขายขาดทุนทำให้กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรลดลง เนื่องจากบริษัทมีปัญหาในการจัดสรรกำไรสะสมสำรองหุ้นคืน โดยมีกำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรไม่เพียงพอที่จะโอนไปเป็นกำไรสะสมสำรองหุ้นคืน ตามคำวินิจฉัยของคณะกรรมการกฤษฎีกาที่ กสท.ขส.(ว) 2/2548 ลงวันที่ 14 กุมภาพันธ์ 2548 ที่กำหนดให้การซื้อหุ้นคืนของบริษัทมหาชนจะกระทำได้ไม่เกินวงเงินกำไรสะสม โดยบริษัทต้องกันบัญชีกำไรสะสมไว้เป็นเงินสำรองเท่ากับจำนวนเงินที่ได้จ่ายซื้อหุ้นคืน อย่างไรก็ตาม มี 1 บริษัทที่จำหน่าย

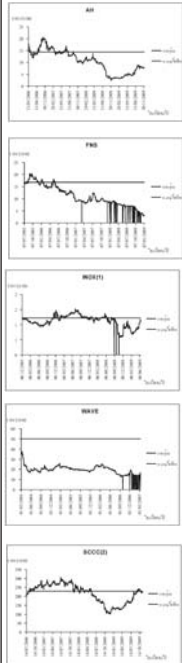
ขาดทุน ทำให้กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรร และส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง โดยมีผลกระทบต่อการเงินเพียง 0.28 ล้านบาท

ทั้งนี้อีก 8 บริษัท 9 โครงการ หรือ 53.33% จาก 15 บริษัทดำเนินการลดทุน ซึ่งราคาหุ้นเฉลี่ยภายหลังการซื้อหุ้นคืนถึงวันสิ้นสุดโครงการภายใน 3 ปีลดลงในช่วงตั้งแต่ 9.48% - 62.58% จากผลการศึกษาของนราทิพย์ ทับเที่ยง (2553) ในประเด็นการเลือกใช้ทางเลือกการลดทุนโดยให้ข้อสังเกตว่าถึงแม้ ณ วันลดทุน ส่วนของผู้ถือหุ้นจะไม่เปลี่ยนแปลง แต่หากพิจารณาเฉพาะบัญชีกำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรร พบว่า ภาพรวมเพิ่มขึ้น ซึ่งเกิดจากผลต่างระหว่างการโอนกลับบัญชีกำไรสะสมสำรองหุ้นทุนซื้อคืน และการลดทุนทำให้เกิดผลขาดทุนนำไปลดจากบัญชีกำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรร อย่างไรก็ตามในภาพรวม 3 ปี กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรลดลงและทุนที่ออกและชำระแล้วลดลง ทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง แต่ประเด็นในการตัดสินใจใช้ทางเลือกการลดทุน ผู้บริหารอาจไม่ได้ให้ความสำคัญถึงผลกระทบข้ามงวดบัญชี แต่ให้ความสำคัญกับผลต่อกำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรในปีที่ทำการลดทุนมากกว่า เนื่องจากกำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรสุทธิเพิ่มขึ้นในภาพรวม

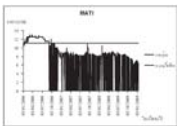
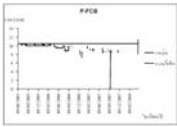
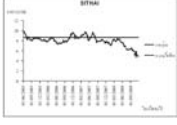
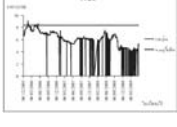
ตารางที่ 10: รายละเอียดของบริษัทที่ราคาหุ้นปรับตัวลดลงภายหลังการซื้อหุ้นคืนจนถึงวันสิ้นสุดโครงการกรณีบริษัทที่จำหน่ายมีผลกำไร

	ราคาถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักต่อหุ้น (บาท)		ราคาเฉลี่ยนับจากวันขายคืนถึงวันสิ้นสุดโครงการ	กราฟราคาหุ้น
	ซื้อคืน	ขายคืน		
ราคาหุ้นปรับตัวลดลง				
1) กรณียุติโครงการด้วยการจำหน่ายมีผลกำไร				
1. DTC	41.94	48.10	32.61	
2. GENCO	1.60	1.80	1.39	
3. LST	1.56	1.62	1.44	
4. ZMICO	3.71	4.00	2.62	

ตารางที่ 10: รายละเอียดของบริษัทที่ราคาหุ้นปรับตัวลดลงภายหลังการซื้อหุ้นคืนจนถึงวันสิ้นสุดโครงการ
กรณีบริษัทที่จำหน่ายมีผลกำไร (ต่อ)

	ราคาถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ต่อหุ้น (บาท)		ราคาเฉลี่ยนับจากวัน ขายคืนถึงวันสิ้นสุดโครงการ	กราฟราคาหุ้น
	ซื้อคืน	ขายคืน		
ราคาหุ้นปรับตัวลดลง 2) กรณียุติโครงการด้วยการจำหน่ายมีผลขาดทุน 1. CIMBT 2. GMMM 3. THANI	8.48 29.87 1.42	7.13 16.00 1.20	7.10 17.00 0.98	
3) กรณียุติโครงการด้วยวิธีการลดทุน 1. AH 2. FNS 3. INOX 4. WAVE 5. SCCC(2)	14.30 16.80 1.22 50.00 228.09	0.00 0.00 0.00 0.00 0.00	8.83 8.70 1.13 18.71 200.52	

**ตารางที่ 10: รายละเอียดของบริษัทที่ราคาหุ้นปรับตัวลดลงภายหลังการซื้อหุ้นคืนจนถึงวันสิ้นสุดโครงการ
กรณีบริษัทที่จำหน่ายมีผลกำไร (ต่อ)**

	ราคาถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ต่อหุ้น (บาท)		ราคาเฉลี่ยนับจากวัน ขายคืนถึงวันสิ้นสุดโครงการ	กราฟราคาหุ้น
	ซื้อคืน	ขายคืน		
3) กรณียุติโครงการด้วย วิธีการลดทุน (ต่อ)				
6. MATI	11.05	0.00	5.26	
7. P-FCB	10.49	0.00	9.42	
8. SITHAI	8.65	0.00	7.83	
9. TYCN	8.38	0.00	4.93	

ดังนั้น จึงเห็นได้ว่าผู้บริหารตัดสินใจยุติโครงการในกรณีที่ราคาหุ้นปรับตัวลดลง โดยพิจารณาจากผลกระทบต่องบการเงิน ณ วันยุติโครงการเป็นสำคัญ ในทางปฏิบัติ พบว่า 8 บริษัท 9 โครงการ หรือ 53.33% จาก 15 บริษัท ตัดสินใจลดทุนเนื่องจากส่วนของผู้ถือหุ้นไม่เปลี่ยนแปลง แม้หุ้นที่ออกและชำระแล้วลดลง แต่กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรสุทธิเพิ่มขึ้น ในขณะที่หากขายหุ้นทุนซื้อคืนจะเป็นผลให้บริษัทมีผลขาดทุน ทำให้กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรและส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง ซึ่งบริษัทที่ยอมขายขาดทุนจริงมีเพียง 1 บริษัท โดยมีผลขาดทุนไปลดกำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรเพียง 0.28 ล้านบาท ในขณะที่อีก 2 บริษัทถูกสถานการณ์การจัดสรรกำไรสะสมบังคับให้ขายมีผลขาดทุน

ผลกระทบของการปรับตัวของราคาหุ้นภายหลังการซื้อหุ้นคืนต่อการตัดสินใจยุติโครงการ

จากผลการศึกษาของนราทิพย์ ทับเที่ยง (2553) พบว่า ภาพรวมตั้งแต่วันซื้อหุ้นคืนถึงวันยุติโครงการหากพิจารณาผลกระทบต่อการเงิน พบว่า มีผลกระทบต่อกระแสเงินสดและส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง 6,643.83 ล้านบาทหรือ 74.39% เมื่อเปรียบเทียบกับวงเงินซื้อคืน 8,931.19 ล้านบาท จึงเห็นได้ว่าจาก 27 บริษัทมีสถานะซื้อหุ้นคืนครบและยุติโครงการแล้ว มีบริษัทประสบความสำเร็จเพียง 8 บริษัทหรือ 29.63% ในขณะที่อีก 19 บริษัทหรือ 70.37% ไม่ประสบความสำเร็จในด้านผลกระทบต่อการเงิน

นอกจากนี้ การศึกษาครั้งนี้ พบว่า จาก 27 บริษัท 28 โครงการที่ยุติโครงการแล้ว มีราคาหุ้นเพิ่มขึ้นภายหลังการซื้อหุ้นคืน 12 บริษัทหรือ 44.44% จาก 27 บริษัทและราคาหุ้นลดลงภายหลังการซื้อหุ้นคืน 15 บริษัทหรือ 55.56% จาก 27 บริษัท ซึ่งไม่สอดคล้องกับแนวคิดของการซื้อหุ้นคืนที่คาดว่าจะทำให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น กรณีที่ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นภายหลังการซื้อหุ้นคืนจนถึงวันสิ้นสุดโครงการรวม 12 บริษัท ผลการศึกษา พบว่า บริษัทตัดสินใจยุติโครงการด้วยการจำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืนมีผลกำไรเพียง 4 บริษัท จาก 12 บริษัทหรือ 33.33% ส่วนอีก 8 บริษัท จาก 12 บริษัทหรือ 66.67% กลับตัดสินใจลดทุนด้วยเหตุผลสำคัญ ได้แก่ ความต้องการรักษาระดับราคาหุ้น, การคำนึงถึงต้นทุนและผลประโยชน์ได้จากการขายหุ้นคืน, การรักษาสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย, ไม่มีความจำเป็นในการใช้กระแสเงินสดรับจากการขายหุ้นคืน และการป้องกันการครอบงำกิจการเพื่อรักษาสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม ดังนั้น ในกรณีที่มีการปรับตัวของราคาหุ้นเพิ่มขึ้นผลในทางปฏิบัติ พบว่า ยังไม่ประสบความสำเร็จเท่าที่ควร ซึ่งการยุติโครงการที่เหมาะสมสำหรับบริษัทที่มีราคาหุ้นเพิ่มขึ้นภายหลังการซื้อหุ้นคืนควรขายคืนมีผลกำไรทั้ง 12 บริษัทหรือ 44.44% จาก 27 บริษัท รวมทั้งบริษัทที่มีราคาหุ้นปรับตัวลดลงภายหลังการซื้อหุ้นคืน 4 บริษัทหรือ 14.82% จาก 27 บริษัทได้ตัดสินใจขายในช่วงเวลาที่ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น ทำให้บริษัทมีผลกำไรบันทึกในบัญชีส่วนเกินหุ้นทุนซื้อคืน ดังนั้น ในภาพรวมแล้วบริษัทควรจำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืนเพื่อบันทึกผลกำไรในบัญชีส่วนเกินหุ้นทุนซื้อคืนรวม 16 บริษัทหรือ 59.26% จาก 27 บริษัท แต่จากการศึกษาพบว่า 8 บริษัทตัดสินใจลดทุน เนื่องจากผู้บริหารของบริษัทที่สัมภาษณ์ในการศึกษาครั้งนี้ระบุว่า มีปัจจัยอื่นในการพิจารณานอกเหนือจากประเด็นผลกระทบต่อการเงินที่ทำให้กระแสเงินสดและส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น

สำหรับกรณีที่บริษัทมีราคาหุ้นปรับตัวลดลงภายหลังการซื้อหุ้นคืนจนถึงวันสิ้นสุดโครงการ 15 บริษัท จาก 27 บริษัทหรือ 55.56% ผลการศึกษา พบว่า มี 4 บริษัทหรือ 26.67% จาก 15 บริษัทที่สามารถขายหุ้นมีผลกำไร ในขณะที่ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากราคาหุ้นหลังจากนั้นจะปรับตัวลดลง นับเป็นการตัดสินใจยุติโครงการที่ถูกต้อง ส่วนอีก 3 บริษัท จาก 15 บริษัทหรือ 20.00%

ยุติโครงการด้วยการขายขาดทุน ส่วนใหญ่เนื่องจากบริษัทมีปัญหาในการจัดสรรกำไรสะสมสำรองหุ้นทุนซื้อคืน โดยมีกำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรไม่เพียงพอที่จะโอนไปเป็นกำไรสะสมสำรองหุ้นทุนซื้อคืน ตามคำวินิจฉัยของคณะกรรมการกฤษฎีกาที่ กต.ขส.(ว) 2/2548 ลงวันที่ 14 กุมภาพันธ์ 2548 ดังนั้น บริษัทที่ขายขาดทุนมีผลให้กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรลดลง ในขณะที่บริษัทส่วนใหญ่ 8 บริษัท จาก 27 บริษัท ตัดสินใจยุติโครงการด้วยวิธีลดทุน เนื่องจากพิจารณาผลกระทบต่อการเงิน ณ วันลดทุนเป็นสำคัญ โดยไม่ทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเปลี่ยนแปลงแม้ทุนที่ออกและชำระแล้วลดลง แต่กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรสุทธิเพิ่มขึ้น แทนที่จะใช้วิธีการขายขาดทุนที่ทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นและกำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรลดลง

ดังนั้น ผลการศึกษาในทางปฏิบัติของ 27 บริษัท พบว่า การปรับตัวของราคาหุ้นภายหลังการซื้อหุ้นคืนมีผลต่อการตัดสินใจยุติโครงการของบริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืนใน 3 รูปแบบ ได้แก่

1. การขายหุ้นทุนซื้อคืนมีกำไร ทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น บันทึกผลกำไรในบัญชีส่วนเกินหุ้นทุนซื้อคืน รวม 8 บริษัทหรือ 29.63% จาก 27 บริษัท ที่เกิดจาก บริษัทที่มีการปรับตัวของราคาหุ้นสองกรณี ดังนี้

1.1 ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น 4 บริษัทหรือ 14.815% จาก 27 บริษัท

1.2 ราคาหุ้นปรับตัวลดลง 4 บริษัทหรือ 14.815% จาก 27 บริษัท

ซึ่งนับเป็นการตัดสินใจที่ถูกต้องและสอดคล้องกับแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนจากการศึกษาส่วนที่หนึ่ง ได้แก่ ผู้บริหารเชื่อว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าที่ควรจะเป็น รองลงมา คือ ราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าราคาตามปัจจัยพื้นฐาน และเพิ่มกำไรต่อหุ้น

2. การขายหุ้นทุนซื้อคืนมีผลขาดทุน รวม 3 บริษัทหรือ 11.11% จาก 27 บริษัท

จากการศึกษา พบว่า ในกรณีที่ราคาหุ้นปรับตัวลดลง 15 บริษัท มีเพียง 3 บริษัทที่ตัดสินใจใช้ทางเลือกนี้ โดย 2 ใน 3 บริษัทจำเป็นต้องขายขาดทุนทำให้กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรลดลง เนื่องจากบริษัทมีปัญหาในการจัดสรรกำไรสะสมสำรองหุ้นทุนซื้อคืน โดยมีกำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรไม่เพียงพอที่จะโอนไปเป็นกำไรสะสมสำรองหุ้นทุนซื้อคืน ตามคำวินิจฉัยของคณะกรรมการกฤษฎีกาที่ กต.ขส.(ว) 2/2548 ลงวันที่ 14 กุมภาพันธ์ 2548 ที่กำหนดให้การซื้อหุ้นคืนของบริษัทมหาชนจะกระทำไม่ได้เกินวงเงินกำไรสะสม โดยบริษัทต้องกันบัญชีกำไรสะสมไว้เป็นเงินสำรองเท่ากับจำนวนเงินที่ได้จ่ายซื้อหุ้นคืน อย่างไรก็ตาม มีเพียง 1 บริษัทที่จำหน่ายขาดทุน แต่มีผลกระทบต่อการเงินเพียง 0.28 ล้านบาท เนื่องจากผลของการยุติโครงการด้วยวิธีนี้ทำให้กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรร และส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง

3. วิธีการลดทุน รวม 15 บริษัท 16 โครงการ จาก 27 บริษัทหรือ 59.26% เป็นวิธีที่ได้รับความนิยมในทางปฏิบัติมากที่สุด เกิดจาก 2 สถานการณ์ ได้แก่

3.1 ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น 8 บริษัท 8 โครงการ จาก 27 บริษัทหรือ 29.63% แม้โดยแนวคิดแล้วควรขายหุ้นมีผลกำไรที่ทำให้กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรร และส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น แต่บริษัทส่วนใหญ่ใช้วิธีการลดทุน เนื่องจากมีปัจจัยอื่นในการพิจารณานอกเหนือจากประเด็นผลกระทบต่อการเงินที่ได้จากการสัมภาษณ์ ได้แก่ ความต้องการรักษาระดับราคาหุ้น, การคำนึงถึงต้นทุนและผลประโยชน์ได้จากการขายหุ้นคืน, การรักษาสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย, ไม่มีความจำเป็นในการใช้กระแสเงินสดจากการขายหุ้นคืน และการป้องกันการครอบงำกิจการ เพื่อรักษาสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม

3.2 ราคาหุ้นปรับตัวลดลง 8 บริษัท 9 โครงการ จาก 27 บริษัทหรือ 29.63% ถึงแม้จะเป็นการลดทุนเช่นเดียวกันกับกรณีที่ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่สำหรับบริษัทที่ราคาหุ้นปรับตัวลดลงผู้บริหารใช้ทางเลือกวิธีการลดทุนแทนวิธีขายมีผลขาดทุน เนื่องจากพิจารณาผลกระทบต่อการเงิน ณ วันลดทุนเป็นสำคัญ เนื่องจากการลดทุนไม่ทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเปลี่ยนแปลง ณ วันลดทุน แม้ทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วลดลง แต่กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรสุทธิเพิ่มขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกับกรณีขายมีผลขาดทุน ซึ่งทำให้กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรและส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง

สรุปผลการศึกษา

การศึกษาข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ โอ ที่มีการประกาศและดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน ในช่วงเวลาตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม 2544 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2552 รวม 64 บริษัท หรือการซื้อหุ้นคืนรวม 70 โครงการ ผลการศึกษาในส่วนที่ 1 สรุปได้ ดังนี้

จากการรวบรวมข้อมูลแบบสอบถาม พบว่า มีบริษัทตอบแบบสอบถามรวม 35 บริษัท หรือ 54.69% จาก 64 บริษัทที่ซื้อหุ้นคืน ซึ่งบริษัทที่ตอบแบบสอบถามเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งสิ้นโดยกลุ่มอุตสาหกรรมที่ตอบแบบสอบถามมากเป็นสามอันดับแรก ได้แก่ กลุ่มทรัพยากร, กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มเทคโนโลยี โดยแหล่งเงินทุนที่ใช้ในการซื้อหุ้นคืน สํารวจ พบว่า 91.43% เลือกใช้เงินสด ทั้งนี้อีก 8.57% ระบุว่า ใช้เงินกู้ยืมระยะสั้นเป็นแหล่งเงินทุน ถึงแม้จะไม่ทำให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน แต่ไม่สอดคล้องกับเจตนารมณ์พระราชบัญญัติ บริษัทมหาชนจำกัด ฉบับที่ 2 พ.ศ. 2544 ตามที่ระบุในวัตถุประสงค์ข้อ 2) ที่ระบุว่า บริษัทควรมีสภาพคล่องส่วนเกินโดยการซื้อหุ้นคืนนั้นต้องไม่เป็นเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน ดังนั้น ในอนาคตควรมีการทบทวนในประเด็นแหล่งเงินทุนที่ใช้ในการซื้อหุ้นคืน

ผลการสำรวจแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนโดยการศึกษาค่ากลาง (Mean) ของความคิดเห็นที่มีผลต่อการตัดสินใจซื้อหุ้นคืน พบว่า แรงจูงใจสำคัญในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนของบริษัท 3 อันดับแรก ได้แก่ ผู้บริหารเชื่อว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่า

ราคาตามปัจจัยพื้นฐาน และเพื่อเพิ่มกำไรต่อหุ้น ซึ่งเป็นการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนตามสมมติฐานการส่งสัญญาณ (Information Signalling Hypothesis) เมื่อเปรียบเทียบกับผลการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า ผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Baker, H.K., Powell, G.E. & Veit, E.T. (2003) แต่ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Reimers and Singleton (2010) ประเทศสหรัฐอเมริกาและการศึกษาของ Dixon, R., Palmer, G., Stradling, B. & Woodhead (2008) ในประเทศสหราชอาณาจักร ทั้งนี้บริษัทไม่ได้เห็นด้วยกับสมมติฐานการถ่ายโอนความมั่งคั่ง (Wealth Transfer Hypothesis) ทั้ง 3 ข้อและแรงจูงใจเพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผลด้วยเงินสดเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจซื้อหุ้นคืน สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Baker, H.K., Powell, G.E. & Veit, E.T. (2003) และสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศสหราชอาณาจักรของ Dixon, R., Palmer, G., Stradling, B. & Woodhead (2008) ผลการทดสอบความคิดเห็นที่มีต่อแรงจูงใจสำคัญในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนของบริษัท โดยการใช้สถิติ Wilcoxon Signed Rank Sum Test โดยพิจารณาจากค่า P-value พบว่า แรงจูงใจ 8 ข้อ มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจซื้อหุ้นคืน ได้แก่ ผู้บริหารเชื่อว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าราคาตามปัจจัยพื้นฐาน เพื่อเพิ่มกำไรต่อหุ้น เพื่อส่งสัญญาณความมั่นใจของผู้บริหาร บริษัทยังไม่มีแผนการลงทุนใหม่ที่จะใช้เงินสดคงเหลือที่มีอยู่ เพื่อสื่อสารข่าวดีเกี่ยวกับโครงการหุ้นคืน โดยแรงจูงใจทั้ง 6 ข้อข้างต้นมีค่า P-value เท่ากับ 0.000 เพื่อตอบสนองสถานะเศรษฐกิจและสถานะของตลาดหุ้น (ค่า P-value เท่ากับ 0.004) และเพื่อให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (ค่า P-value เท่ากับ 0.012) ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาค่ากลาง (Mean) ของแต่ละความคิดเห็น ยกเว้น เพื่อปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนของบริษัท และเพื่อคืนกระแสเงินสดส่วนเกินให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยแรงจูงใจ 2 ข้อนี้ไม่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนอย่างมีนัยสำคัญ

ทั้งนี้จากการศึกษาค่ากลาง (Mean) ของแต่ละความคิดเห็น พบว่า แรงจูงใจเพื่อให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (ค่า Mean เท่ากับ 0.86) มีความสำคัญมากกว่าแรงจูงใจเพื่อตอบสนองสถานะเศรษฐกิจและสถานะของตลาดหุ้น (ค่า Mean เท่ากับ 0.77) แต่จากการทดสอบสมมติฐานทางสถิติ ผลการศึกษาพิสูจน์ว่า แรงจูงใจเพื่อตอบสนองสถานะเศรษฐกิจและสถานะของตลาดหุ้น (ค่า P-value เท่ากับ 0.004) มีความสำคัญมากกว่า แรงจูงใจเพื่อให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (ค่า P-value เท่ากับ 0.012) สอดคล้องกับผลการศึกษาของนราทิพย์ ทับเที่ยง (2553) ที่พบว่า จากจำนวนบริษัทจดทะเบียนที่ซื้อหุ้นคืนรวม 64 บริษัท พบว่า ใน พ.ศ. 2551 คณะกรรมการบริษัทอนุมัติการซื้อหุ้นคืนมากที่สุด 30 บริษัท สาเหตุอาจเนื่องมาจากผลกระทบจากวิกฤติเศรษฐกิจส่งผลให้ตลาดหุ้นขบเซา เป็นปัจจัยลบกดดันให้ราคาหุ้นต่ำกว่าปัจจัยพื้นฐาน โดยดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีแนวโน้มปรับตัวลดลง จาก ณ วันที่ 2 มกราคม 2551 ดัชนีปิดที่ 842.97 แต่ ณ วันที่ 30 ธันวาคม 2551 ดัชนีปิดที่ 449.96 ดังนั้น บริษัทจดทะเบียนจึงเลือกการซื้อหุ้นคืนมาใช้เป็นเครื่องมือหนึ่งในการบริหารการเงิน เพื่อเป็นกลยุทธ์ในการรักษาระดับราคาหุ้น

ผลการศึกษาในส่วนที่ 2 ผลกระทบของราคาหุ้นต่อการตัดสินใจยุติโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทที่มีสถานะซื้อหุ้นคืนครบและยุติโครงการแล้ว รวม 27 บริษัท ผลในทางปฏิบัติในการนี้ที่ราคาหุ้นมีการปรับตัวเพิ่มขึ้น 12 บริษัทหรือ 44.44% จาก 27 บริษัท 28 โครงการที่ซื้อหุ้นคืนโดยแนวคิดแล้วหากราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น ผู้บริหารควรตัดสินใจยุติโครงการด้วยการจำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืนมีผลกำไร บันทึกในบัญชีส่วนเกินหุ้นทุนซื้อคืน แต่ผลทางปฏิบัติ พบว่า มีเพียง 4 บริษัทจาก 12 บริษัทหรือ 33.33% ส่วนอีก 8 บริษัท จาก 12 บริษัทหรือ 66.67% ตัดสินใจลดทุนเนื่องจากมีแรงจูงใจสำคัญ 5 ประเด็น ได้แก่ ความต้องการรักษาระดับราคาหุ้น การคำนึงถึงต้นทุนและผลประโยชน์ได้จากการขายหุ้นคืน การรักษาสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย ไม่มีความจำเป็นในการใช้กระแสเงินสดรับจากการขายหุ้นคืน และการป้องกันการครอบงำกิจการ เพื่อรักษาสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม ส่วนในกรณีที่ราคาหุ้นปรับตัวลดลง 15 บริษัท 16 โครงการหรือ 55.56% จาก 27 บริษัท พบว่า มี 4 บริษัท จาก 15 บริษัทหรือ 26.67% ตัดสินใจยุติโครงการโดยการขายหุ้นทุนซื้อคืนมีผลกำไรเพื่อบันทึกส่วนเกินหุ้นทุนซื้อคืน นับเป็นการตัดสินใจที่ถูกต้องเนื่องจากช่วงเวลาหลังจากการยุติโครงการนั้นราคาหุ้นมีแนวโน้มลดลง ทั้งนี้มี 3 บริษัท จาก 15 บริษัทหรือ 20.00% ตัดสินใจยุติโครงการโดยการขายหุ้นทุนซื้อคืนมีผลขาดทุนเป็นผลให้กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรลดลง โดย 2 ใน 3 บริษัท จำเป็นต้องเลือกทางเลือกในการยุติโครงการโดยการขายหุ้นทุนซื้อคืนขาดทุน เนื่องจากมีกำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรไม่เพียงพอสำหรับสำรองเพื่อหุ้นทุนซื้อคืน ตามคำวินิจฉัยของคณะกรรมการกฤษฎีกาที่ กต.ขส.(ว) 2/2548 มีผลทำให้กำไรยังไม่ได้จัดสรรลดลงส่วนอีก 1 บริษัทยอมขายมีผลขาดทุน ซึ่งโปลดกำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรเพียง 0.28 ล้านบาทส่วนใหญ่อีก 8 บริษัท 9 โครงการหรือ 53.33% จาก 15 บริษัทตัดสินใจใช้วิธีการลดทุน เนื่องจากผู้บริหารให้ความสำคัญกับการยุติโครงการด้วยการพิจารณาจากผลกระทบต่อการเงิน ณ วันลดทุนเป็นสำคัญ ซึ่งถึงแม้ส่วนของผู้ถือหุ้นไม่เปลี่ยนแปลง ณ วันลดทุน โดยทุนที่ออกและชำระแล้วลดลง แต่กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรสุทธิเพิ่มขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกับกรณีขายขาดทุนที่ทำให้กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรลดลงและส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง

ดังนั้น ผลการศึกษาของ 27 บริษัทต่อการปรับตัวของราคาหุ้นที่มีผลกระทบต่อการตัดสินใจยุติโครงการ สรุปได้ 3 รูปแบบ ดังนี้ 1) บริษัทยุติโครงการโดยการขายหุ้นทุนซื้อคืนมีผลกำไรทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นและกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น รวม 8 บริษัทหรือ 29.63% เกิดขึ้นทั้งในสถานการณ์ที่ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นและลดลง อย่างละ 4 บริษัท 2) บริษัทตัดสินใจยุติโครงการโดยการขายหุ้นทุนซื้อคืนมีผลขาดทุน 3 บริษัทหรือ 11.11% ทำให้กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรและส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง ส่วนใหญ่เกิดจากสถานการณ์การจัดสรรกำไรสะสมบังคับ และ 3) บริษัทตัดสินใจยุติโครงการด้วยวิธีการลดทุนสูงสุดถึง 16 บริษัท จาก 27 บริษัทหรือ 59.26% เกิดขึ้นจาก 2 สถานการณ์ ได้แก่ กรณีราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น บริษัทที่ตัดสินใจยุติโครงการมีได้พิจารณาประเด็นขายคืนมีผลกำไรทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นและกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น แต่มีปัจจัยที่ไม่ใช่ทางการเงินอื่น

อาทิเช่น ความต้องการรักษาระดับราคาหุ้น, การคำนึงถึงต้นทุนและผลประโยชน์ได้จากการขายหุ้นคืน, การรักษาสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย, ไม่มีความจำเป็นในการใช้กระแสเงินสดรับจากการขายหุ้นคืน และการป้องกันการครอบงำกิจการ เพื่อรักษาสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิม และกรณีราคาหุ้นปรับตัวลดลง บริษัทที่ตัดสินใจเลือกวิธีการนี้ เนื่องจากหากจำหน่ายหุ้นทุนซื้อคืนจะมีผลขาดทุนทำให้กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรและส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง แต่บริษัทเลือกใช้วิธีการลดทุน แม้ ณ วันลดทุน ส่วนของผู้ถือหุ้นจะไม่เปลี่ยนแปลง แม้ทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วจะลดลง แต่กำไรสะสมยังไม่ได้จัดสรรสุทธิเพิ่มขึ้น จึงเห็นได้ว่า บริษัทได้ให้ความสำคัญกับผลกระทบต่อการเงิน ณ วันลดทุนเป็นสำคัญ ดังนั้น จึงเห็นได้ว่าโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดเอ็ม เอ โอ ยังไม่ประสบผลสำเร็จเท่าที่ควร แม้ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้น 12 บริษัท จาก 27 บริษัท แต่ 8 บริษัท จาก 12 บริษัท กลับตัดสินใจยุติโครงการโดยวิธีการลดทุน เนื่องจากเหตุผลอื่นสำคัญกว่าประเด็นผลกระทบต่อการเงิน ส่วนอีก 15 บริษัทที่ราคาหุ้นปรับตัวลดลง บริษัทส่วนใหญ่ 8 บริษัทใช้ทางเลือกยุติโครงการด้วยวิธีการลดทุน

ขอขอบคุณ

คุณสุธีชัย สันติวรารคม กรรมการผู้จัดการ บริษัท ประกันคุ้มภัย จำกัด
คุณศักดิ์ชัย สุทธิพิพัฒน์ ผู้อำนวยการฝ่ายลงทุน บริษัท เอ็ม บี เค ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
คุณณฐิภาญจน์ องค์กรกุลวัฒน์ ฝ่ายลงทุนสัมพันธ์ บริษัท ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน)
ผศ.ดร.กนกพร นาคทับที คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
น.ส.เกษวดี พัดชื่น มหามบัณฑิตคณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

เอกสารอ้างอิง

- นราทิพย์ ทับเที่ยง, (2552). การศึกษาผลกระทบการซื้อหุ้นคืนต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ โอ. *วารสารคณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์*, 5, 106-133.
- นราทิพย์ ทับเที่ยง, (2553). การศึกษาการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ โอและผลกระทบต่อการเงิน. *วารสารคณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์*, 6, 22-57.
- Bagwell, L.S., & Shoven, J.B. (1989). Cash distributions to shareholders. *Journal of Economic Perspective*, 3, 129-140.
- Baker, H.K., Powell, G.E. & Veit, E.T. (2003). Why companies use open-market repurchases: A managerial perspective. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 43, 483-504.

- Dann, L.Y. (1981). Common stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 9, 13-38.
- Dixon, R., Palmer, G., Stradling, B. & Woodhead, A. (2008). An empirical survey of the motivation for share repurchase in the UK. *Managerial Finance*, 34, 886-905.
- Grullon, G., (2000). The information content of share repurchase programs. *Working Paper*.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J. & Vermaelen, T. (1994). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39, 181-208.
- Ikenberry, D. & Vermaelen, T. (1996). The option to repurchase stock financial management, 25.
- Lie, E., (2000). Excess funds and agency problems: An empirical study of incremental cash disbursements. *The Review of Financial Studies*, 13, 219-248
- Miller, M. & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, 40, 1031-1051
- Mitchell, J.D., Grace, V.D. & Clarke, A.W. (2001). Managements' views on share buy-backs: An Australian survey. *Accounting and Finance*, 93-129.
- Tsesekos, G.P., Kaufman, D.J., & Gitman, L.J. (1991). A Survey of stock repurchase motivations and practices of major US corporations. *The Journal of Applied Business Research*, 7, 15-21
- Rau, R. & Vermaelen, T. (2002). Regulation, taxes, and share repurchases in United Kingdom. *Journal of Business*, 75, 245-285.
- Reimers, J.L. & Singleton, J.C. (2010). Accounting meets strategy: Share repurchase programs. *Strategic Finance*, 47-51.
- Wansley, J.W., Lane, W.R. & Sarkar, S. (1989). Management's view on share repurchase and tender offer premium. *Financial Management*, 18, 97-110.