

ผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์จากโครงการซื้อหุ้นคืน: ขนาดสำคัญหรือไม่

สิริวีร์ วรวิวงศ์¹ และ สรศาสตร์ สุขเจริญสิน^{2*}

^{1,2}คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

*Corresponding author e-mail: sorasart@nida.ac.th

วันที่รับบทความ (Received) 3 กรกฎาคม 2567

วันที่ได้รับบทความฉบับแก้ไข (Revised) 25 สิงหาคม 2567

วันที่ตอบรับบทความ (Accepted) 26 สิงหาคม 2567

บทคัดย่อ

การศึกษาหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน ในกลุ่มการซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดใหญ่ และการซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดเล็ก ผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อมีการประกาศซื้อหุ้นคืนในกลุ่มการซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดใหญ่ของช่วงเวลา $(-1,1)$ และ $(-3,3)$ วันทำการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% ส่วนในกลุ่มการซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดเล็กช่วงก่อนและหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน $(-180,180)$ และ $(-250,250)$ วันทำการ พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และ 90% ตามลำดับ อีกทั้งในการศึกษาครั้งนี้พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยของทุกช่วงเวลา เมื่อบริษัทมีการซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดใหญ่ จะมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยมากกว่าการซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดเล็ก

คำสำคัญ: การซื้อหุ้นคืน ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ ขนาดของการซื้อหุ้นคืน

THE EFFECT OF STOCK PRICE FROM THE STOCK REPURCHASE PROGRAM: DOES SIZE MATTER?

Sirawee Rawiwong¹ and Sorasart Sukcharoensin^{2*}

^{1,2}Graduate School of Development Economics, National Institute of Development Administration,
Thailand.

Abstract

The study investigates the abnormal return rates of securities during the announcement period of stock repurchases, comparing large with small-scale repurchases. The results show that there is a significantly positive abnormal return rate for stock repurchase in large-scale repurchases during the periods (-1,1) and (-3,3) trading days, with statistical significance at a 90% confidence level. On the other hand, for small-scale stock repurchase, during the periods before and after the announcement (-180,180) and (-250,250) trading days, there is a significantly negative abnormal return at confidence levels of 95% and 90% respectively. Additionally, the study finds that the average abnormal return rate across all periods is higher for large-scale compared to small-scale stock repurchases.

Keywords: Stock Repurchase, Abnormal Stock Return, Stock Repurchase Scale.

ความสำคัญและที่มาของงานวิจัย

เมื่อบริษัทดำเนินธุรกิจและมีผลการดำเนินงานที่ดี บริษัทมีหลากหลายทางเลือกในการบริหารกระแสเงินสดที่ได้รับจากการดำเนินงานของบริษัท โดยบริษัทสามารถนำไปชำระหนี้สินที่มีภาระผูกพัน ลงทุนเพิ่มในโครงการใหม่ ๆ เพื่อขยายธุรกิจ หรือนำไปสร้างประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นโดยกระจายเงินสดส่วนเกินนี้ไปยังผู้ถือหุ้นผ่านทางวิธีการต่าง ๆ เช่น การจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout) และการซื้อหุ้นคืน (Stock Repurchase) เป็นต้น การซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยเริ่มมีพระราชบัญญัติการซื้อหุ้นคืน ซึ่งอนุญาตให้บริษัทมหาชนสามารถซื้อหุ้นคืนได้ ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ.2544 เป็นต้นมา บริษัทต่าง ๆ จึงเริ่มให้ความสำคัญกับการซื้อหุ้นคืน และมีแนวโน้มเพิ่มมากขึ้นตามลำดับ จากข้อมูลสถิติการซื้อหุ้นคืนตั้งแต่เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2544 ถึงเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2565 พบว่ามีการซื้อหุ้นคืนเป็นจำนวนทั้งสิ้น 15,800,573,743 หุ้น คิดเป็นมูลค่าการซื้อหุ้นคืน 84,538,656,073.33 บาท

จากข้อสงสัยในตลาดทุนที่ว่า การซื้อหุ้นคืนเป็นทางเลือกของกิจการในการจัดการผลกำไรให้กับผู้ถือหุ้นหรือไม่ ซึ่งภายหลังจากการซื้อหุ้นคืนได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้นในตลาดทุนทั่วโลก การศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับการซื้อหุ้นคืนมักเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกันหรือไม่ จะพบว่าการจ่ายเงินปันผลมีแนวโน้มลดลง (Grullon and Michaely, 2002) ซึ่งสอดคล้องกับ Fama and French (2001) ที่กล่าวว่า การซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ในขณะที่การจ่ายเงินปันผลมีแนวโน้มที่ลดลงทั่วโลกตลอดช่วง 20 ปีที่ผ่านมา ทำให้เกิดแนวคิดว่า การซื้อหุ้นคืนเป็นการทดแทนการ

จ่ายเงินสดปันผล ซึ่งจากการศึกษากลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนเพื่อใช้ในการทดแทนการจ่ายเงินปันผลเช่นกัน (ชุดิกากัญจน์ แยมยัม, 2558)

การซื้อหุ้นคืนเป็นวิธีหนึ่งในการระบายกระแสเงินสดส่วนเกินของกิจการไปยังผู้ถือหุ้นวิธีหนึ่ง ซึ่งมีความสำคัญและได้รับความนิยมมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ การศึกษาของนราทิพย์ ทับเที่ยง (2552, 2556) ที่พบว่าสาเหตุที่บริษัทซื้อหุ้นคืนเนื่องมาจากราคาหุ้นต่ำกว่าปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้น บริษัทจึงเลือกการซื้อหุ้นคืนมาใช้เป็นเครื่องมือหนึ่งในการบริหารการเงิน เพื่อเป็นกลยุทธ์ในการรักษาระดับราคาหุ้น และสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุน ส่งผลให้เกิดการซื้อหุ้นคืนซึ่งเป็นสาเหตุให้เกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ จึงเป็นที่น่าสนใจว่าการซื้อหุ้นคืนนั้น จะสามารถสร้างผลกระทบด้านราคาให้แก่หลักทรัพย์ในลักษณะใด และขนาดของการซื้อหุ้นคืนมีผลกระทบด้านราคาอย่างไร การศึกษานี้ จึงได้ศึกษาประเด็นดังกล่าวโดยมุ่งเน้นประเด็นที่เกี่ยวกับขนาดของการซื้อหุ้นคืนว่าจะส่งผลต่อระดับราคาหลักทรัพย์ในลักษณะใด ทั้งในระยะสั้นที่ต่อยอดมาจากการศึกษาของ Chan, Ikenberry, and Lee (2004) และผลกระทบในระยะยาวที่ต่อยอดมาจาก Barger, Bonaime, and Thomas (2017) และ Barger and Lehn (2021) ที่ศึกษาผลกระทบของราคาหลักทรัพย์จากขนาดของการซื้อหุ้นคืนในระยะยาว

วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1. เพื่อศึกษาถึงผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลาจากโครงการซื้อหุ้นคืน
2. เพื่อศึกษาถึงขนาดของการประกาศซื้อหุ้นคืนที่แตกต่างกัน จะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ทั้งในระยะสั้น และระยะยาว เมื่อมีการประกาศซื้อหุ้นคืนอย่างไร

การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัย

การซื้อหุ้นคืน นอกจากจะเป็นช่องทางการกระจายเงินสดส่วนเกินไปยังผู้ถือหุ้นแล้ว การซื้อหุ้นคืนยังเป็นอีกหนึ่งวิธีในการส่งสัญญาณไปยังผู้ถือหุ้นว่าราคาหุ้น ณ ขณะนั้นต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalue) ทำให้นักลงทุนภายนอกใช้กลยุทธ์นี้ในการซื้อหุ้นตามบริษัทเมื่อมีการประกาศซื้อหุ้นคืน เป็นผลทำให้ราคาของหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะสูงขึ้น หลายงานวิจัย ทั้งของ McNally (1999), D'Mello and Shroff (2000), Ridder (2009), และ Rasbrant (2013) กล่าวไปในทิศทางเดียวกันว่าการซื้อหุ้นคืนของบริษัทในแต่ละครั้ง จะส่งผลให้จำนวนหุ้นที่หมุนเวียนซื้อขายในตลาด (Shares Outstanding) ลดลง ส่งผลให้กำไรสุทธิต่อหุ้น (Earnings Per Share: EPS) และมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value Per Share: BVPS) สูงขึ้น และส่งผลไปยังราคาหุ้นของบริษัทให้สูงขึ้นตามไปด้วย ดังนั้นการประกาศซื้อหุ้นคืนจึงเป็นการส่งสัญญาณ (Signaling) เชิงบวกไปยังนักลงทุน และยิ่งการซื้อหุ้นคืนมีขนาดที่ใหญ่ จะยิ่งเพิ่มน้ำหนักในการส่งสัญญาณของผู้บริหาร (Signaling Effect) ได้มากยิ่งขึ้น (Daniel Bratli and Obaidur Rehman, 2015) ดังนั้น ปัจจัยด้านขนาดของการซื้อหุ้นคืนจึงเป็นสิ่งที่ควรให้ความสำคัญอีกด้วย

Wang, Strong, Tung and Lin. (2009) ได้กล่าวว่า ทฤษฎีตัวการและตัวแทนเกิดขึ้นจากความคิดเห็นที่ไม่สอดคล้องกันระหว่างผู้ถือหุ้น (ตัวการ) กับผู้บริหารของบริษัท (ตัวแทน) เนื่องจากบุคคลทั้ง 2 ฝ่ายล้วนมีความต้องการที่แตกต่างกัน โดยผู้ถือหุ้นคาดหวังที่จะได้รับผลประโยชน์ผ่านการจ่ายเงินปันผล (Cash

Dividends) หรือการซื้อหุ้นคืน (Share Repurchase) อีกทั้งยังต้องการให้การดำเนินงานของบริษัทเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้คุ้มค่ากับการนำเงินมาลงทุนในบริษัท ซึ่งการซื้อหุ้นคืนเปรียบเสมือนการระบายกระแสเงินสดอิสระที่มากเกินไปของบริษัทจึงส่งผลทำให้ต้นทุนตัวแทนลดลง การซื้อหุ้นคืนของบริษัทยังช่วยปรับโครงสร้างทางกระแสเงินสดของบริษัทและแก้ไขความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้น

ทั้งนี้ การที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืนได้ ไม่ใช่เพียงบริษัทต้องมีเงินพอที่จะชำระเป็นมูลค่าเท่ากับมูลค่าซื้อหุ้นคืนเท่านั้น แต่จากพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ.2544 ในบทบัญญัติมาตรา 66 ที่กำหนดให้บริษัทจะสามารถซื้อหุ้นคืนได้ในกรณีที่บริษัทมีกำไรสะสมตามงบการเงินเฉพาะกิจการ โดยวงเงินซื้อคืนได้ไม่เกินกำไรสะสมที่ยังไม่ได้จัดสรรของบริษัท และบริษัทต้องกันกำไรสะสมไว้เป็นเงินสำรองเท่ากับจำนวนเงินที่ได้จ่ายซื้อหุ้นคืนจนกว่าจะมีการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้หมด หรือลดทุนที่ชำระแล้วโดยวิธีตัดหุ้นซื้อคืนที่จำหน่ายไม่หมดแล้วแต่กรณี ดังนั้นบริษัทจึงต้องมีเงินอีกเท่าหนึ่งเพื่อที่จะนำมาสำรองเป็นกำไรสะสมตามกฎหมายการซื้อหุ้นคืน

จากกฎเกณฑ์ข้างต้น การซื้อหุ้นคืนของบริษัทนั้น บริษัทจะต้องมีเงินสดส่วนเกิน (Excess Cash) จำนวนมากถึงสองเท่าของมูลค่าที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืนจึงจะสามารถซื้อหุ้นคืนได้ นอกจากนี้จะต้องมีการสำรองในส่วน of เงินสดที่บริษัทจะต้องเตรียมไว้สำหรับการชำระหนี้ในหกเดือนข้างหน้าเพื่อไม่ให้เกิดการซื้อหุ้นคืนส่งผลกระทบต่อชำระหนี้ของบริษัท ดังนั้นการที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืน บริษัทต้องสำรองเงินไว้จำนวนมาก โดยหากมูลค่าซื้อหุ้นคืนยิ่งมาก การสำรองกำไรสะสมของบริษัทก็จะต้องมากตามไปด้วย ส่วนในเรื่องของระยะเวลาที่บริษัทจะต้องสำรองกำไรสะสมก็ค่อนข้างเป็นระยะเวลานาน กล่าวคือบริษัทต้องสำรองกำไรสะสมจนกว่าจะมีการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้หมด ซึ่งจากกฎเกณฑ์กำหนดไว้ว่าบริษัทต้องจำหน่ายภายในเวลาไม่เกิน 3 ปีนับแต่การซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น โดยให้บริษัทจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้เมื่อพ้นกำหนด 6 เดือนนับตั้งแต่การซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น หากบริษัทไม่จำหน่ายหรือจำหน่ายไม่หมด ให้บริษัทลดทุนที่ชำระโดยการตัดหุ้นจดทะเบียนซื้อคืนและยังไม่ได้จำหน่าย

ดังนั้น การสำรองกำไรสะสมของบริษัทจะใช้เวลาไม่น้อยไปกว่า 6 เดือน ถึง 3 ปี ขึ้นอยู่กับว่าบริษัทจะจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนหมดเมื่อไร การสำรองกำไรสะสมเป็นระยะเวลาที่ค่อนข้างนานจะส่งผลให้บริษัทเสียโอกาสที่จะนำเงินในส่วนนี้ไปลงทุนเพิ่มเพื่อให้บริษัทเติบโตได้ ทั้งนี้จากการศึกษากฎเกณฑ์การซื้อหุ้นคืนในหลายประเทศ มีข้อกำหนดที่แตกต่างกันออกไป แต่ไม่มีประเทศใดที่มีการกำหนดให้สำรองกำไรสะสมเป็นมูลค่าเท่ากับมูลค่าที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืนเหมือนประเทศไทย ดังนั้นจึงเป็นที่มาของการศึกษาถึงผลกระทบของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) ที่ซื้อหุ้นคืนว่าจะเป็นอย่างไรมาก่อน เมื่อกฎเกณฑ์การซื้อหุ้นคืนของประเทศไทยกำหนดให้ต้องสำรองกำไรสะสมไว้เท่ากับมูลค่าที่ประกาศซื้อหุ้นคืน

ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ได้กล่าวว่าผู้บริหารมีข้อมูลมากกว่าผู้ลงทุน การตัดสินใจเรื่องโครงสร้างเงินทุนจึงเป็นการส่งสัญญาณให้ผู้ลงทุนรู้ว่า ผู้บริหารมีความเห็นต่อทิศทางของบริษัทในอนาคตอย่างไร เช่น หากบริษัทออกหุ้นสามัญ ผู้บริหารอาจไม่มั่นใจในทิศทางในอนาคตจึงอยากหาผู้ร่วมลงทุนด้วย แต่ถ้าหากบริษัทเลือกที่จะกู้ยืมเงิน อาจเป็นเพราะผู้บริหารมองเห็นทิศทางที่ดีในอนาคตเป็นต้น จากทฤษฎีนี้จึงนำไปสู่ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ตามที่ได้กล่าวไว้ในการศึกษาของ Spence (1973)

ทั้งนี้ แต่ละบริษัทมีแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนที่แตกต่างกัน (Yu and Jiang, 2010) และมีความต้องการนำเงินไปลงทุนโครงการใหม่ ๆ ที่แตกต่างกัน เนื่องจากแต่ละบริษัทอยู่ในวัฏจักรกิจการ (Life-cycle) ที่แตกต่างกันออกไป หากบริษัทอยู่ในช่วงเติบโต มีโอกาสขยายการลงทุนได้อีกหลายโครงการ จึงต้องรักษากระแสเงินสดไว้ ขณะที่บริษัทที่อิ่มตัวได้ลงทุนในโครงการใหญ่ ๆ ไปหมดแล้ว จึงไม่จำเป็นต้องเก็บเงินสดไว้มาก (Wrońska-Bukalska & Kaźmierska-Jóźwiak, 2017)

ผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อาจขึ้นอยู่กับว่าแต่ละบริษัทมีกำไรสะสมมากเท่าไรเมื่อเทียบกับมูลค่าที่ซื้อหุ้นคืน บางบริษัทซื้อหุ้นคืนเป็นมูลค่าที่มาก แต่เมื่อเทียบกับกำไรสะสมที่บริษัทมีแล้วไม่ได้มีมูลค่าที่มากนัก เนื่องจากบริษัทยังมีเงินกำไรสะสมเหลืออีกจำนวนมากที่ยังไม่ได้จัดสรร และสามารถนำไปลงทุนได้โดยไม่มีอุปสรรคจากการสำรองกำไรสะสมในโครงการซื้อหุ้นคืน บริษัทเหล่านี้อาจไม่ได้รับผลกระทบจากการตั้งกฎเกณฑ์ดังกล่าว ในทางตรงกันข้าม หากบริษัทซื้อหุ้นคืนด้วยมูลค่าที่น้อย แต่เมื่อนำไปเทียบกับกำไรสะสมที่บริษัทมีแล้วเป็นมูลค่าที่มาก ส่งผลให้ไม่เหลือเงินไปลงทุนในโครงการใหม่ ๆ การซื้อหุ้นคืนอาจไม่ได้ส่งผลดีต่อบริษัทนัก ถึงแม้ในระยะสั้นมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทจะเพิ่มขึ้นจากการประกาศซื้อหุ้นคืน แต่บริษัทก็ยังเสียโอกาสในการลงทุนในโครงการใหม่ ๆ ซึ่งจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในอนาคต ดังนั้นจึงเกิดเป็นคำถามที่ว่าราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเหล่านี้จะลดลงหรือไม่ แต่การที่บริษัทเหลือกำไรสะสมจำนวนมาก ไม่ได้เป็นการบ่งชี้ว่าบริษัทจะนำไปลงทุนเสมอไป

ตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ.2544 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถดำเนินการซื้อหุ้นคืน 2 กรณี ตามบทบัญญัติมาตรา 66/1 ดังนี้

(1) บริษัทอาจซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นที่ออกเสียงไม่เห็นด้วยกับมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นซึ่งแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผล ซึ่งผู้ถือหุ้นเห็นว่าตนไม่ได้รับความเป็นธรรม

(2) บริษัทอาจซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงินเมื่อบริษัทมีกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกิน และการซื้อหุ้นคืนนั้นไม่เป็นเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน

โดยคุณสมบัติของบริษัทที่สามารถซื้อหุ้นคืนได้ มีดังต่อไปนี้

(1) มีข้อบังคับบริษัทให้สามารถซื้อหุ้นคืนได้

1.1 หากซื้อหุ้นคืน $\leq 10\%$ ของทุนชำระแล้ว มอบอำนาจให้คณะกรรมการมีอำนาจตัดสินใจในการซื้อหุ้นคืนได้

1.2 หากซื้อหุ้นคืน $>10\%$ ของทุนชำระแล้ว ต้องขอความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น

(2) บริษัทจะสามารถซื้อหุ้นคืนได้ในกรณีที่บริษัทมีกำไรสะสมตามงบการเงินเฉพาะกิจการ โดยวงเงินซื้อคืนได้ไม่เกินกำไรสะสมที่ยังไม่ได้จัดสรรของบริษัท และบริษัทต้องกันกำไรสะสมไว้เป็นเงินสำรองเท่ากับจำนวนเงินที่ได้จ่ายซื้อหุ้นคืนจนกว่าจะมีการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้หมด หรือลดทุนที่ชำระแล้วโดยวิธีตัดหุ้นซื้อคืนที่จำหน่ายไม่หมดแล้วแต่กรณี

(3) บริษัทมีสภาพคล่องส่วนเกินโดยพิจารณาจากความสามารถของบริษัทในการชำระหนี้ที่จะถึงกำหนดได้ในหกเดือนข้างหน้านับแต่วันที่จะเริ่มซื้อหุ้นคืน การซื้อหุ้นคืน จะต้องไม่กระทบการชำระหนี้ของบริษัท

(4) ต้องไม่ทำให้สัดส่วนการกระจายการถือหุ้นรายย่อย (Free Float) ต่ำกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด กล่าวคือไม่ต่ำกว่า 15% ของทุนชำระ และหากมีรายย่อน้อยกว่า 150 ราย ก็ไม่สามารถซื้อหุ้นคืนได้เช่นกัน

ทั้งนี้ การซื้อหุ้นคืนมี 2 วิธี ดังนี้

(1) การซื้อหุ้นคืนกรณีผู้ถือหุ้นไม่เห็นด้วยกับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น จะต้องส่งคำเสนอซื้อหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นดังกล่าว และแจ้งความประสงค์จะขายหุ้นคืนให้บริษัท

(2) การซื้อหุ้นคืนเพื่อการบริหารทางการเงิน ซึ่งทำได้ 2 วิธี คือ ซื้อผ่านตลาดหลักทรัพย์ (การซื้อบนกระดานหลัก หรือ Main Board) และเสนอซื้อเป็นการทั่วไป (General Offer : GO)

นอกจากนี้ หุ้นที่ซื้อคืนต้องจำหน่ายภายในเวลาไม่เกิน 3 ปีนับตั้งแต่การซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น โดยให้บริษัทจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้เมื่อพ้นกำหนด 6 เดือนนับตั้งแต่การซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น หากบริษัทไม่จำหน่ายหรือจำหน่ายไม่หมด ให้บริษัทลดทุนที่ชำระโดยการตัดหุ้นจดทะเบียนซื้อคืนและยังไม่ได้จำหน่าย ซึ่งเป็นการยกเลิกหุ้นที่ซื้อคืนในทางบัญชี การซื้อหุ้นคืนไม่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท การที่มีจำนวนหุ้นลดลงก็จะทำให้กำไรสุทธิต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นสูงขึ้น และอาจส่งผลทำให้ราคาหุ้นของบริษัทสูงขึ้นตามไปด้วย

จากการศึกษางานวิจัยทั้งของ McNally (1999) D'Mello and Shroff (2000) Ridder (2009) และ Räsbrant (2013) ที่ศึกษาถึงผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนในประเทศในทวีปยุโรป สหรัฐอเมริกา และสวีเดน ได้กล่าวไปในทิศทางเดียวกันว่าช่วงก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืน บริษัทมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยส่วนใหญ่เป็นลบ ส่วนในวันประกาศซื้อหุ้นคืน บริษัทมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเป็นบวก สอดคล้องกับงานวิจัยของ Manconi, Peyer, and Vermaelen (2019) ได้สรุปผลการวิจัยว่าการซื้อหุ้นคืนทั่วโลกมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเชิงบวก โดยผลแสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนส่วนเกิน (Excess Return) ทั้งในระยะสั้นและยาว ทั้งนี้ จากการศึกษาทฤษฎีการซื้อหุ้นคืนของประเทศไทยที่มีประเด็นเรื่องการสำรองกำไรสะสมซึ่งไม่พบในต่างประเทศ อาจส่งผลให้ผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เมื่อบริษัทซื้อหุ้นคืนนั้นแตกต่างออกไปจากประเทศอื่นได้

สมมติฐานของการวิจัย

การศึกษานี้ทดสอบสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนที่ว่า หากตลาดทุนมีประสิทธิภาพแล้ว ผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลาจากโครงการซื้อหุ้นคืนก็จะไม่มีความแตกต่างกัน Fried (2005) และ Baker, Nagel, and Wurgler, J. (2020) พบว่าการประกาศซื้อหุ้นคืนในปริมาณมากมักถูกมองว่าเป็นสัญญาณที่บริษัทส่งไปยังตลาดว่า หุ้นมีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ซึ่งสามารถผลักดันราคาหุ้นให้สูงขึ้น ดังนั้น ในวัตถุประสงค์ข้อที่ 1 ของการศึกษานี้จึงมุ่งทดสอบสมมติฐาน

H_1 : มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลาจากโครงการซื้อหุ้นคืน

ในการทดสอบสมมติฐานในวัตถุประสงค์ที่ 2 นั้น สามารถขยายผลจากงานของ Bonaime (2012) ที่ศึกษาขนาดของการประกาศซื้อหุ้นคืนมีผลกระทบต่อราคาหุ้นในระยะสั้น โดยเฉพาะในกรณีที่การซื้อหุ้นคืนเป็นจำนวนมาก ตลาดมักจะตอบสนองไม่เพียงพอในช่วงแรก ซึ่งส่งผลให้มีการปรับตัวขึ้นของราคาหุ้นในภายหลัง ดังนั้น การค้นพบนี้นำไปสู่สมมติฐานนี้

H_2 : ขนาดของการประกาศซื้อหุ้นคืนที่แตกต่างกัน จะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ทั้งในระยะสั้น และระยะยาว

หากค่า t-statistic ของผลตอบแทนเฉลี่ยในแต่ละวันไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จะปฏิเสธ H_1 แสดงว่า ไม่มีผลกระทบของราคา แต่ถ้าเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม คือ ผลตอบแทนเฉลี่ยในแต่ละวันแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติจะไม่สามารถปฏิเสธ H_1 แสดงว่า มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ H_2 เป็นสมมติฐานที่ทดสอบขนาดของการประกาศซื้อหุ้นคืนที่แตกต่างกันส่งผลกระทบต่อราคาได้เช่นกัน กล่าวคือ การซื้อหุ้นคืนในปริมาณที่มากขึ้นจะมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์

วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษานี้ ใช้กลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน โดยข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลที่รวบรวมจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จาก SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2562 การแบ่งขนาดของการซื้อหุ้นคืน (Size of repurchase) โดยเมื่อเก็บข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Listed Company) ที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนในปี พ.ศ.2553-2562 ทั้งหมดแล้ว ต้องนำข้อมูลดังกล่าวมาแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม โดยคำนวณจากการเทียบมูลค่าการซื้อหุ้นคืนทั้งหมดต่อกำไรสะสมของบริษัท มีกลุ่มตัวอย่างที่จะใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 72 ตัวอย่าง โดยแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ในกลุ่มการซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดใหญ่ จำนวน 36 ตัวอย่าง และในกลุ่มการซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดเล็ก จำนวน 36 ตัวอย่าง ดังนี้

(1) การซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดใหญ่ (Big Size of Repurchase)

การแบ่งขนาดของการซื้อหุ้นคืนตามสัดส่วนของมูลค่าการซื้อหุ้นคืนโดยการใช้ค่ามัธยฐาน (Median) เป็นเกณฑ์ในการแบ่งขนาด ถือเป็นแนวทางที่ใช้งานวิจัยในหลายชิ้นเพื่อศึกษาผลกระทบของการซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดใหญ่ต่อบริษัทและตลาดหลักทรัพย์ ที่ใช้อย่างแพร่หลาย เช่น Grullon and Michaely (2004) และ Bonaime (2012) เป็นต้น เมื่อนำมูลค่าการซื้อหุ้นคืนทั้งหมดมาเทียบกับกำไรสะสมของบริษัทแล้วนำมาคำนวณเป็นเปอร์เซ็นต์ หากค่าที่ได้มีค่ามากกว่าค่ามัธยฐาน (Median) จะจัดกลุ่มดังกล่าวให้อยู่ในกลุ่มที่มีขนาดของการซื้อหุ้นคืนขนาดใหญ่

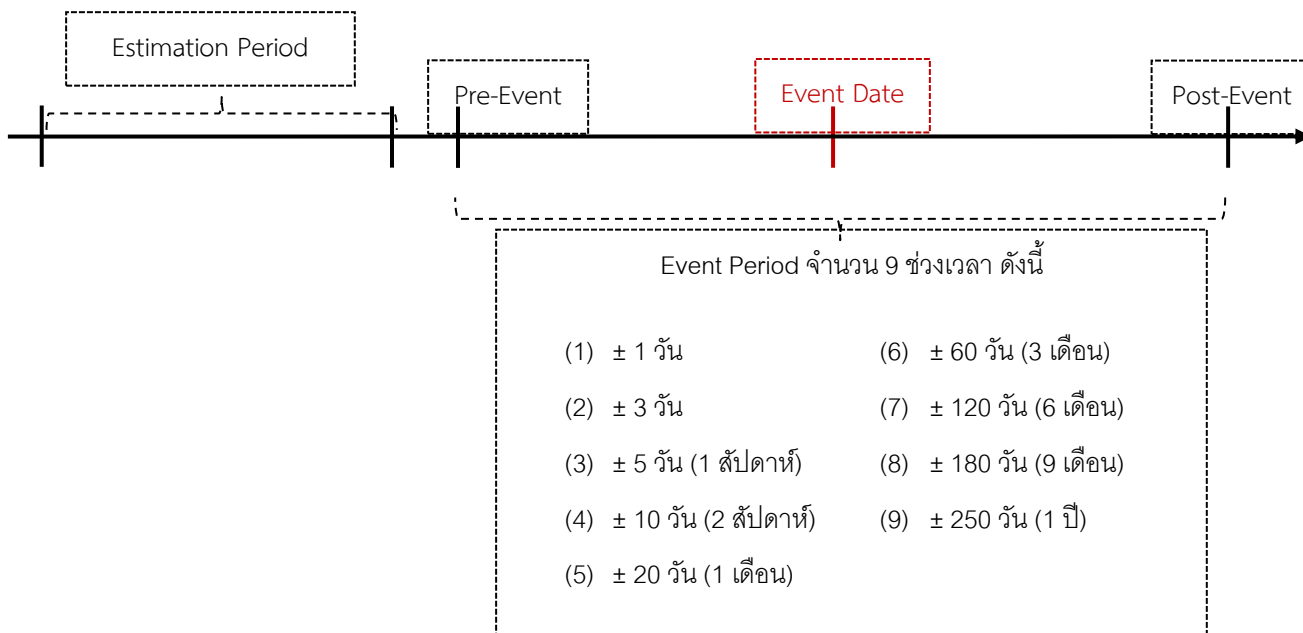
$$\frac{\text{Total Repurchase Value}}{\text{Retained Earnings}} \times 100\% > \text{Median}$$

(2) การซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดเล็ก (Small Size of Repurchase)

เมื่อนำมูลค่าการซื้อหุ้นคืนทั้งหมดมาเทียบกับกำไรสะสมของบริษัทแล้วนำมาคำนวณเป็นเปอร์เซ็นต์ หากค่าที่ได้มีค่าน้อยกว่าค่ามัธยฐาน (Median) จะจัดกลุ่มดังกล่าวให้อยู่ในกลุ่มที่มีขนาดของการซื้อหุ้นคืนขนาดเล็ก

$$\frac{\text{Total Repurchase Value}}{\text{Retained Earnings}} \times 100\% < \text{Median}$$

จากการเก็บข้อมูลบริษัทที่ประกาศซื้อหุ้นคืนทั้งหมดนั้น ในแต่ละบริษัทจะมีช่วงเวลาที่จะประกาศซื้อหุ้นคืนที่แตกต่างกัน ดังนั้นผู้วิจัยจึงต้องการที่จะปรับช่วงเวลาเหล่านั้นให้อยู่ในรูปแบบเดียวกัน โดยกำหนดให้วันที่บริษัทประกาศซื้อหุ้นคืนเป็นวันที่เกิดเหตุการณ์ หรือ Event Date ซึ่งจะแบ่งเหตุการณ์ออกเป็น 2 ช่วงเวลาตามภาพที่ 1 ด้านล่างนี้



ภาพที่ 1 ช่วงเหตุการณ์ของการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

1. ช่วงประมาณการ (Estimation Period) เป็นช่วงที่เป็นตัวแทนของการซื้อขายหุ้นสามัญในราคาปกติ ในช่วงนี้ราคาหุ้นจะไม่ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ประกาศซื้อหุ้นคืนของบริษัท โดยจะนำราคาหุ้นสามัญในช่วงนี้มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) ของกลุ่มตัวอย่าง โดยช่วงประมาณการของงานวิจัยนี้ทางผู้วิจัยจะกำหนดเป็น 9 ช่วงเวลา คือ

- (1) 150 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืนถึง 2 วัน ก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน
- (2) 150 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืนถึง 4 วัน ก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน
- (3) 150 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืนถึง 6 วัน ก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน
- (4) 150 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืนถึง 11 วัน ก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน
- (5) 150 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืนถึง 21 วัน ก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน
- (6) 150 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืนถึง 61 วัน ก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน
- (7) 150 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืนถึง 121 วัน ก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน
- (8) 300 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืนถึง 181 วัน ก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน
- (9) 300 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืนถึง 251 วัน ก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน

2. ช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event Period หรือ Event Window) เป็นช่วงที่เกิดเหตุการณ์ โดยในงานวิจัยครั้งนี้จะเป็นช่วงที่บริษัทมีการประกาศซื้อหุ้นคืน โดยจะนำราคาของหุ้นสามัญในช่วงเวลานี้มาทดสอบผลกระทบที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยจะแบ่งเป็น 9 ช่วง เช่นเดียวกันกับช่วงประมาณการดังนี้

- (1) 1 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืน จนถึง 1 วันหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืน (-1, 1)
- (2) 3 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืน จนถึง 3 วันหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืน (-3, 3)
- (3) 5 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืน จนถึง 5 วันหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืน (-5, 5)
- (4) 10 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืน จนถึง 10 วันหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืน (-10, 10)
- (5) 20 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืน จนถึง 20 วันหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืน (-20, 20)
- (6) 60 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืน จนถึง 60 วันหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืน (-60, 60)
- (7) 120 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืน จนถึง 120 วันหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืน (-120, 120)
- (8) 180 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืน จนถึง 180 วันหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืน (-180, 180)
- (9) 250 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืน จนถึง 250 วันหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืน (-250, 250)

โดยในช่วงนี้จะมีวันที่เกิดเหตุการณ์รวมอยู่ด้วย (Event Date หรือ วันที่ 0) หลังจากได้กำหนดช่วงของเหตุการณ์ที่จะศึกษาแล้ว จะนำข้อมูลมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหุ้นสามัญในช่วงที่บริษัทมีการประกาศซื้อหุ้นคืน โดยกำหนดให้การประกาศซื้อหุ้นคืนของแต่ละเหตุการณ์ เป็นวันที่ 0 ($t = 0$) และทำการทดสอบ Event Period หรือ Event Window ตามที่ได้กล่าวไปข้างต้นแล้ว ว่าช่วงเวลาดังกล่าวก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหรือไม่

Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen (1995) และ Bonaimé (2012) ศึกษาช่วงเวลาในการศึกษาผลกระทบด้านราคาหลักทรัพย์จากการซื้อหุ้นคืนสามารถนำมาเป็นแนวทางในการเลือกใช้ช่วงเวลา 1 วัน 3 วัน 5 วัน 10 วัน 20 วัน 60 วัน และ 120 วัน เพื่อเป็นตัวแทนการศึกษาในระยะสั้น เนื่องจากนักลงทุนแต่ละรายได้รับข้อมูลข่าวสารการประกาศซื้อหุ้นคืนไม่พร้อมกัน จึงต้องใช้เวลาในการดูดซับข่าวสาร ส่วนการศึกษาอัตราผลตอบแทนในระยะยาวจะใช้ระยะเวลา 180 วัน และ 250 วัน หรือ 1 ปีในการศึกษา เนื่องจากถึงแม้ว่ากฎเกณฑ์การซื้อหุ้นคืนจะกำหนดให้จำหน่ายคืนภายในเวลาไม่เกิน 3 ปีนับแต่การซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น แต่ทั้งนี้จากการเก็บข้อมูลบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนและจำหน่ายคืนครบแล้วในช่วงปี พ.ศ.2553-2562 เป็นจำนวน 70 ครั้ง หลายบริษัทได้จำหน่ายหุ้นคืนตั้งแต่มิได้ครบ 2 ปี โดยมีการจำหน่ายหุ้นคืนเมื่อยังไม่ครบ 1 ปีนับจากการประกาศซื้อหุ้นคืนจำนวน 7 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 10 และมีการจำหน่ายหุ้นคืนเมื่อเวลาผ่านไป 1 ปีแต่ยังไม่ครบ 2 ปีนับจากการประกาศซื้อหุ้นคืนจำนวน 25 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 36 ส่วนบริษัทที่มีการจำหน่ายหุ้นคืนเมื่อเวลาผ่านไปตั้งแต่ 2 ปีเป็นต้นไป มีจำนวน 38 บริษัท หรือคิดเป็นร้อยละ 54

จากข้อมูลดังกล่าวจะพบว่าบริษัทส่วนใหญ่จำหน่ายหุ้นคืนเมื่อเวลาผ่านไปตั้งแต่ 2 ปีเป็นต้นไป แต่ทั้งนี้ก็มีบริษัทอีกจำนวนไม่น้อยโดยคิดเป็นร้อยละ 46 ที่จำหน่ายหุ้นคืนตั้งแต่มิได้ครบ 2 ปี ทำให้บริษัทที่อยู่ในกลุ่มนี้ไม่ต้องสำรองกำไรสะสมถึง 3 ปี แต่ในทางกลับกัน บริษัทที่จำหน่ายหุ้นคืนซื้อคืนในช่วง 2-3 ปีหลังประกาศซื้อหุ้นคืน ต้องมีการสำรองกำไรสะสมเป็นช่วงเวลาที่ยาวนานกว่าบริษัทในกลุ่มแรก ส่งผลให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของค่าเสียโอกาสในการนำเงินไปลงทุนในโครงการอื่น ๆ แทนที่จะนำมาสำรองเป็นกำไรสะสมเพื่อเป็นการแก้ปัญหาดังกล่าว ผู้วิจัยจึงนำช่วงเวลา 250 วัน หรือ 1 ปี มาใช้ในการศึกษา เนื่องจากบริษัท

จำนวนไม่น้อยจำหน่ายหุ้นกู้คืนตั้งแต่ผ่านไป 1 ปีแล้ว เพื่อให้เกิดความเท่าเทียมกันในการเปรียบเทียบ ภายใต้ปัจจัยการสำรองกำไรสะสมเป็นมูลค่าเท่ากับมูลค่าซื้อหุ้นคืนจนกว่าจะมีการจำหน่ายหุ้นกู้คืนได้หมด

ในการทดสอบครั้งนี้จะใช้แบบจำลองตลาด หรือ Market Model เพื่อคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event Period) ซึ่งได้กำหนดช่วงเวลาในการประมาณค่า (Estimation Period) ไว้ 250 วันทำการโดยมีสมการดังนี้

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it};$$

โดยกำหนดให้

R_{it} คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้น i ณ เวลา t

α_i, β_i คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการหาความสัมพันธ์แบบถดถอย จากข้อมูลในช่วงประมาณ

การ

R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ณ เวลา t

ε_{it} คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของหุ้น i ณ เวลา t

t คือ เวลาแต่ละวันในช่วงประมาณการ

ในการคำนวณจะเริ่มจากการคำนวณหาผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละตัวและของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ทุกวันในช่วงประมาณการ จากนั้นจึงนำอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละตัว ณ เวลาเดียวกัน มาหาความสัมพันธ์แบบถดถอยเพื่อหาค่าสัมประสิทธิ์ α_i, β_i จากนั้นแทนค่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ และค่าสัมประสิทธิ์ลงในสมการ เพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของช่วงที่เกิดเหตุการณ์ตามสมการดังนี้

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

โดยกำหนดให้ $E(R_{it})$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

เมื่อได้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังแล้ว หลังจากนั้นจึงนำมาแทนค่าเพื่อหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ (Abnormal Return) จากสมการ

$$A(R_{it}) = R_{it} - E(R_{it})$$

โดยกำหนดให้ $A(R_{it})$ คือ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหุ้น i ณ เวลา t

จากนั้นจึงนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหุ้นสามัญ มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) จากสมการ

$$CAR_{it} = AR_{it} - CAR_{it-1}$$

โดยกำหนดให้ CAR_{it} คือ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหุ้น i ในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน

จากนั้นนำอัตราผลตอบแทนผิดปกติ $A(R_{it})$ ที่ได้มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในแต่ละวัน (Average Abnormal Return) จากสมการ

$$AAR_{it} = \frac{\sum_i^n AR_{it}}{N}$$

โดยกำหนดให้ AAR_{it} คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยของหุ้น ณ เวลา t
 N คือ จำนวนกลุ่มตัวอย่าง

จากนั้นจึงนำอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในแต่ละวันที่คำนวณได้มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return) จากสมการ

$$CAAR_{it} = \sum_{t=1}^T AAR_t$$

โดยกำหนดให้ $CAAR_{it}$ คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมของหุ้นในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน

หลังจากที่คำนวณหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมแล้ว จะนำค่าที่ได้ไปใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อทดสอบสมมติฐาน จากนั้นทำการทดสอบระดับนัยสำคัญทางสถิติด้วยค่า t-statistic เพื่อทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในแต่ละวัน (Average Abnormal Return) และอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return) มีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ จากสมการ

$$t - test = \frac{AAR_t}{\sigma/\sqrt{N}}$$

โดย σ คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนผิดปกติของหุ้น i ณ เวลา t และ

$$t - test = \frac{CAAR_t}{\sigma/\sqrt{N}}$$

โดย σ คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมของหุ้น i ณ เวลา t

จากการศึกษาการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2562 เป็นเวลา 10 ปี แบ่งเป็นในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 65 โครงการจาก 55 บริษัท และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 7 โครงการ จาก 6 บริษัท ทำให้ในการศึกษาวิจัยมีกลุ่มตัวอย่างที่จะใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 72 ตัวอย่าง

ผลการศึกษา

ในการศึกษาหาความผิดปกติ ได้หาอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return: AAR) และ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return: CAAR) ของกลุ่มตัวอย่างในช่วงของการประกาศซื้อหุ้นคืน โดยใช้วิธี Event Study แบบจำลอง Market Model โดยแบ่งช่วงของเหตุการณ์ออกเป็น 9 ช่วง คือ (-1,1), (-3,3), (-5,5), (-10,10), (-20,20), (-60,60), (-120,120), (-180,180) และ (-250,250) และกำหนดให้วันที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนของแต่ละเหตุการณ์เป็นวันที่ 0 ทั้งนี้เพื่อครอบคลุมถึงช่วงเวลาที่มีการรั่วไหลของข้อมูลข่าวสาร และเป็นช่วงที่มีปริมาณการซื้อขายที่แตกต่างไปจากช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นถึงการตอบสนองต่อราคาหุ้น

ในการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อการประกาศซื้อหุ้นคืน ซึ่งวัดผลด้วยผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Returns: CAR) ซึ่งสามารถแสดงผลได้ ดังนี้

ตารางที่ 1 แสดงผลการทดสอบ t-test ของค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน

	n	Mean	SD	t	df	Sig.(1-tailed)
การซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดใหญ่ (Large-scale of Stock Repurchases)						
CAR ± 1 วัน	36	0.22851	0.96932	1.68957	35	0.08303*
CAR ± 3 วัน	36	0.51551	1.89190	1.68957	35	0.05552*
CAR ± 5 วัน	36	0.62939	3.20026	1.68957	35	0.12298
CAR ± 10 วัน	36	0.82095	5.69273	1.68957	35	0.19639
CAR ± 20 วัน	36	1.81503	9.61860	1.68957	35	0.13262
CAR ± 60 วัน	36	-0.19077	18.78555	1.68957	35	0.47588
CAR ± 120 วัน	36	2.62951	28.00900	1.68957	35	0.28842
CAR ± 180 วัน	36	-13.07230	87.62085	1.68957	35	0.18841
CAR ± 250 วัน	36	-19.90699	101.84150	1.68957	35	0.12439
การซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดเล็ก (Small-scale of Stock Repurchases)						
CAR ± 1 วัน	36	0.04135	1.23458	1.68957	35	0.42095
CAR ± 3 วัน	36	0.11498	2.74073	1.68957	35	0.40137
CAR ± 5 วัน	36	0.07627	4.19473	1.68957	35	0.45687
CAR ± 10 วัน	36	-0.10995	7.89204	1.68957	35	0.46693
CAR ± 20 วัน	36	-0.78925	15.16352	1.68957	35	0.37833
CAR ± 60 วัน	36	-6.10450	34.80650	1.68957	35	0.14994

	n	Mean	SD	t	df	Sig.(1-tailed)
CAR $\pm$ 120 วัน	36	-12.13082	71.55818	1.68957	35	0.15803
CAR $\pm$ 180 วัน	36	-41.39515	125.58657	1.68957	35	0.02794**
CAR $\pm$ 250 วัน	36	-43.10471	92.76490	1.68957	35	0.00426***

*** มีระดับความเชื่อมั่น 99%, **มีระดับความเชื่อมั่น 95%, *มีระดับความเชื่อมั่น 90%

ผลการทดสอบสมมติฐานพบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนในกลุ่มการซื้อหุ้นคืนขนาดใหญ่ ในช่วงเวลา (-1,1) และ (-3,3) เป็นไปในทางบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% ส่วนช่วงเวลา (-180,180) และ (-250,250) ในกลุ่มการซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดเล็ก เป็นไปในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และ 99% ตามลำดับ

ทั้งนี้ ในการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยของทุกช่วงเวลา จะเห็นได้ว่าการซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดใหญ่ มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยมากกว่าการซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดเล็ก สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bratli and Rehman (2015) ที่ได้กล่าวว่าการประกาศซื้อหุ้นคืนจึงเป็นการส่งสัญญาณ (Signaling) เชิงบวกไปยังนักลงทุน และยิ่งการซื้อหุ้นคืนมีขนาดที่ใหญ่ จะยิ่งเพิ่มน้ำหนักในการส่งสัญญาณของผู้บริหาร (Signaling Effect) ได้มากยิ่งขึ้น

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงขนาดของการประกาศซื้อหุ้นคืนที่แตกต่างกันอันเป็นผลทำให้บริษัทต้องสำรองกำไรสะสมเป็นจำนวนเงินที่แตกต่างกันตามที่ได้มีการประกาศซื้อหุ้นคืน จะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ทั้งในระยะสั้น และระยะยาว เมื่อมีการประกาศซื้อหุ้นคืน โดยจะทำการศึกษาพฤติกรรมของราคาหุ้นที่เกิดขึ้นในช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน และหากพบความผิดปกติของราคาจะศึกษาต่อถึงปัจจัยที่ทำให้เกิดความผิดปกติดังกล่าว โดยผลของการศึกษาผลกระทบด้านราคาหลักทรัพย์ของการซื้อหุ้นคืนในระยะสั้นบ่งชี้ว่า มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนในกลุ่มการซื้อหุ้นคืนขนาดใหญ่ในทิศทางบวก ซึ่งผลการศึกษาทั้งสองช่วงเวลาสอดคล้องกับงานวิจัยของ McNally (1999), D'Mello and Shroff (2000), และ Ridder (2009), Rasbrant (2013) กล่าวไปในทิศทางเดียวกันว่าการซื้อหุ้นคืนของบริษัทในแต่ละครั้งจะส่งผลให้จำนวนหุ้นที่หมุนเวียนซื้อขายในตลาด (Shares Outstanding) ลดลง ส่งผลให้กำไรสุทธิต่อหุ้น (Earnings Per Share: EPS) และมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value Per Share: BVPS) สูงขึ้น และส่งผลไปยังราคาหุ้นของบริษัทให้สูงขึ้นตามไปด้วย

การทดสอบผลกระทบด้านราคาของหลักทรัพย์จากการซื้อหุ้นคืนชี้ให้เห็นว่า เมื่อเวลาผ่านราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวเข้าสู่ราคาพื้นฐาน เนื่องจากการประกาศซื้อหุ้นคืนเป็นวิธีการสัญญาณอย่างหนึ่งของบริษัท จัดทะเบียนถึงคุณภาพของกิจการในช่วงเวลาที่ดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน ทำให้ราคาของหลักทรัพย์ที่ประกาศซื้อหุ้นคืนจะสูงขึ้นในระยะสั้นเท่านั้น อีกทั้งยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Xing (2014) พบว่าผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วง (-150,150) วันทำการ ในประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นไปในทิศทางลบเช่นกัน

ข้อเสนอแนะ

1. จากการศึกษาการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2562 มีกลุ่มตัวอย่างที่จะใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 72 ตัวอย่าง โดยแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ในกลุ่มการซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดใหญ่ จำนวน 36 ตัวอย่าง และในกลุ่มการซื้อหุ้นคืนที่มีขนาดเล็ก จำนวน 36 ตัวอย่าง ถึงเป็นตัวอย่างที่เพียงพอในการทดสอบสมมติฐานแต่ยังอาจจะเป็นตัวอย่างที่ยังค่อนข้างน้อย ซึ่งหากได้มีการศึกษาอย่างต่อเนื่อง ก็จะสามารถเพิ่มจำนวนตัวอย่างให้ครอบคลุมช่วงเวลาที่ยาวนานขึ้นได้

2. ผลกระทบด้านราคาจากการประกาศซื้อหุ้นคืนเป็นเพียงสัญญาณอย่างหนึ่งที่อาจเกิดขึ้นจากปัจจัยหลายปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดให้มีผลกระทบมากหรือน้อยต่างกัน ผู้วิจัยที่สนใจสามารถทำการศึกษาเพิ่มเติม โดยนำปัจจัยอื่นๆ มาใช้ประกอบการพิจารณาการวิเคราะห์ได้

3. การซื้อหุ้นคืนที่เกิดขึ้นในแต่ละสภาพตลาด อาจได้รับผลกระทบด้านราคาที่แตกต่างกันได้ หากมีการขยายขอบเขตด้านเวลาในการศึกษาในครั้งต่อไป ก็จะครอบคลุมช่วงเวลาทั้งช่วงขาขึ้นและขาลง ซึ่งสามารถเข้าใจผลกระทบด้านราคาของการซื้อหุ้นคืนในระดับที่ลึกซึ้งขึ้นได้

เอกสารอ้างอิง

- ชุตติกาญจน์ แยมยิ้ม (2558). การซื้อหุ้นคืนตามสมมติฐานการทดแทนเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์)
- นราทิพย์ ทับเที่ยง. (2552). การศึกษาผลกระทบการซื้อหุ้นคืนต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ. *วารสารคณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์*, 5, 106-133.
- นราทิพย์ ทับเที่ยง. (2556). แรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนและผลกระทบต่อการตัดสินใจยุติโครงการหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอ. *วารสารพัฒนบริหารศาสตร์*, 53, 37-65.
- Baker, M., Nagel, S., & Wurgler, J. (2020). The effect of stock repurchases on the stock price: Evidence from event studies. *Journal of Financial Economics*, 135(3), 549-570.
- Bargeron, L. L., Bonaime, A. A., & Thomas, S. E. (2017). The timing and source of long-run returns following repurchases. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 491-517.
- Bargeron, L. L., & Lehn, K. M. (2021). The Decline in IPOs: The Role of Share Repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101814.
- Bonaime, A. A. (2012). Repurchases, reputation, and returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(2), 469-491.
- Bratli, D., O Rehman. (2015). Customer concentration, leverage adjustments, and firm value. OU Rehman, X Liu, K Wu, J Li. *Accounting & Finance*, 63(2), 2035-2079.
- Chan, K., Ikenberry, D. L., & Lee, I. (2004). Economic sources of gain in stock repurchases. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(3), 461-479.

- D'mello, R., & Pervin K. Shroff, 2000. "Equity Undervaluation and Decisions Related to Repurchase Tender Offers: An Empirical Investigation. *Journal of Finance, American Finance Association*, 55(5), 2399-2424.
- Fama, Eugene F. & French, Kenneth R., (2001). "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics, Elsevier*, 60(1), 3-43.
- Fried, J. M. (2005). Informed trading and false signaling with open market repurchase. *California Law Review*, 93(5), 1323-1386.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance*, 57(4), 1649–1684. Retrieve from <http://www.jstor.org/stable/3094520>
- Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The information content of share repurchase programs. *Journal of Finance*, 59(2), 651-680.
- Manconi, A., Peyer, U., & Vermaelen, T. (2019). Are Buybacks Good for Long-Term Shareholder Value? Evidence from Buybacks around the World. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(5), 1899–1935. doi:10.1017/S0022109018000984
- McNally, William J. (n.d). Open Market Stock Repurchase Signalling. *Financial Management*, 28(2). Retrieve From <https://ssrn.com/abstract=206588>.
- Råsbrant, J., (2013). *The Price Impact of Open Market Share Repurchases*. Retrieve From <https://ssrn.com/abstract=1780967> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1780967>
- Ridder, D., Adri, (2009). Share Repurchases and Firm Behavior. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 12(5), 605-631. Retrieve From <https://ssrn.com/abstract=1515544>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The quarterly journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Wang, C.-s., Strong, N., Tung, S., & Lin, s. (2009). Share Repurchases, the Clustering Problem, and the Free Cash Flow Hypothesis. *Financial Management*, 38(3), 487-505.
- Wrońska-Bukalska, E., & Kaźmierska-Jóźwiak, B. (2017). Signaling hypotheses of share repurchase ? life cycle approach. The case of Polish listed companies. *Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 12(2), 245–257.
- Xing, D. (2014). *The effects of share repurchase on stock returns*. (Master thesis in Finance. Tilburg School of Economics and Management).
- Yu, Y.-M., & Jiang, S. (2010). Corporate life cycle and share repurchases: evidence from the Taiwan stock Market. *African Journal of Business Management*, 4(14).