

การศึกษาปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีนโยบายซื้อหุ้นคืน
ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นางสาว รักษิญา เอี่ยมวิจารณ์

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2549

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A STUDY OF FUNDAMENTAL FINANCIAL FUNCTION AND CUMULATIVE ABNORMAL
RETURN FROM STOCK REPURCHASE SCHEMES OPERATED BY COMPANIES ON
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

Miss Rugkita Ieamwijarn

สถาบันวิทยบริการ

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Accountancy Program in Accounting

Department of Accountancy

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2006

รักษา เขียมวิจารณ์ : การศึกษาปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ผิดปกติ
สะสมของบริษัทที่มีนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทย(A STUDY OF FUNDAMENTAL FINANCIAL FUNCTION AND
CUMULATIVE ABNORMAL RETURN FROM STOCK REPURCHASE SCHEMES
OPERATED BY COMPANIES ON THE S-STOCK EXCHANGE OF THAILAND)
อ. ที่ปรึกษา : อาจารย์ ดร.วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 109 หน้า.

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ศึกษาเกี่ยวกับ การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่ประกาศ
นโยบายซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) เพื่อศึกษาผลกระทบของการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน
(โครงการแรก) ต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทาง
การเงินของข้อมูลในงบการเงินกับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่ประกาศนโยบายซื้อหุ้น
คืน (โครงการแรก) การศึกษาใช้ข้อมูลของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน ตั้งแต่วันที่ 4
กรกฎาคม 2544 ที่มีการบังคับใช้ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 จนถึง
วันที่ 30 มิถุนายน 2549 จำนวน 25 บริษัท

ผลการศึกษาพบว่า มีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความ
เชื่อมั่น 90% ในช่วง 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) นั่นคือ
ในช่วงเวลาทดสอบ 11 วัน และปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ผิดปกติ
สะสมอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% คือ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนยอดขายต่อ
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร และ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนยอดขายต่อลูกหนี้ ในขณะที่
ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินตัวอื่น ๆ ไม่พบที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมี
นัยสำคัญ ดังนั้นจากการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินจึงสามารถใช้เป็นแนวทางสำหรับผู้ใช้งบ
การเงิน และนักลงทุนในการประเมินผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง
ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่แสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงานและการทำกำไรของบริษัท

ภาควิชา.....การบัญชี..... ลายมือชื่อนิสิต.....รักษา เขียมวิจารณ์.....
สาขาวิชา.....การบัญชี..... ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....
ปีการศึกษา.....2549.....

4782340626 : MAJOR ACCOUNTING

KEYWORD: STOCK REPURCHASE / FUNDAMENTAL FINANCIAL FUNCTION

RUGKITA IEAMWIJARN: A STUDY OF FUNDAMENTAL FINANCIAL FUNCTION AND CUMULATIVE ABNORMAL RETURN FROM STOCK REPURCHASE SCHEMES OPERATED BY COMPANIES ON THE SSTOCK EXCHANGE OF THAILAND. THESIS ADVISOR: ASST. PROF. VORASAK TOOMMANON, M.S.Ph.D., 109 pp.

The study investigates the Cumulative Abnormal Return of a particular single stock or portfolio's performance of a company (Project no.1), listed on the Stock Exchange of Thailand (SET), after the announcement of its stock repurchase schemes (Project no.1) on the impact portfolio's performance on the market. This research also focuses on the relationship between the Fundamental Financial Function and Cumulative Abnormal Return (Project no.1) from Stock Repurchase Schemes Operated by Companies. The statistical data applied in this research were drawn from 25 listed companies which announced its Stock Repurchase Schemes from the period of 4 July 2001 (the date which the Thai Public Company Act, the second - was being imposed) to 30 June 2006.

The findings from this research was that there is significant confidence level of 90 percent on the Cumulative Abnormal Return five days prior and after the announcement of the Stock Repurchase Schemes of a particular companies (Project no.1) during the period of eleven days. Other finding is that (the ratio of) the Selling and Administrative Expenses to the Accounts Receivable are some of the Fundamental Financial Function which has some correlations to the Cumulative Abnormal Return, at confidence level of 95 percent. Any other Fundamental Financial Function has no significant correlation to be considered. Therefore, the analysis of the Fundamental Financial Function, especially on the items reflects the potential of the company on its operation and its profitable function, can be the significant factor for the users of the financial statement and the investors to evaluate the Cumulative Abnormal Return of a particular single stock or portfolio's performance of a company (Project no.1), listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) which announced its stock repurchase schemes

Department.....Accountancy.....

Field of study.....Accounting.....

Academic year2006.....

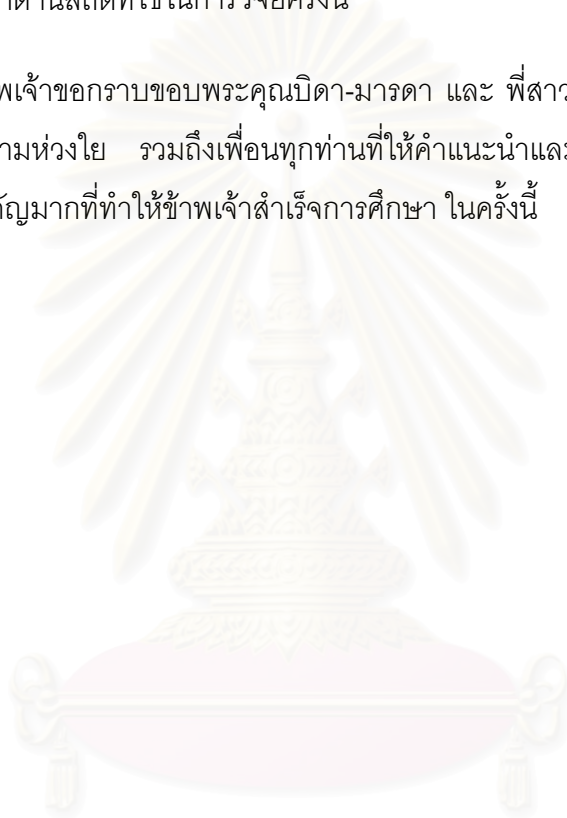
Student's Signature. *Rugkita Ieamwijarn*

Advisor's Signature. *V. Toem*

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดีด้วยความช่วยเหลือของ อาจารย์ ดร. วรศักดิ์ ทูมมานนท์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ที่ท่านได้เสียสละเวลาเพื่อช่วยแนะแนวทางให้ คำปรึกษา แนะนำ และแก้ไข วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มาด้วยดี อาจารย์ ณิชฐเสกข์ ฉิมโหม ประธาน กรรมการ และ คุณ อุณากร พฤทธิธาดา กรรมการ ที่กรุณาให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์ในการ ปรับปรุงวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้เหมาะสมยิ่งขึ้น และรศ. ดร.สุพล ดุรงค์วัฒนา ที่เสียสละเวลาให้ความ ช่วยเหลือและปรึกษาด้านสถิติที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้

ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณบิดา-มารดา และ พี่สาว ซึ่งให้การสนับสนุน และเป็น กำลังใจตลอดจนความห่วงใย รวมถึงเพื่อนทุกท่านที่ให้คำแนะนำและร่วมรับรู้อุปสรรคต่างๆ โดย ตลอด ซึ่งเป็นสิ่งสำคัญมากที่ทำให้ข้าพเจ้าสำเร็จการศึกษา ในครั้งนี้



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฌ
สารบัญภาพ.....	ฎ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
1.3 สมมติฐานการวิจัย.....	3
1.4 ขอบเขตการวิจัย.....	5
1.5 ข้อจำกัดของการวิจัย.....	6
1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย.....	6
1.7 วิธีดำเนินการวิจัย.....	7
1.8 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	8
1.9 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย.....	9
บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	11
2.1 หลักเกณฑ์และกระบวนการในการซื้อหุ้นคืน ของบริษัทจดทะเบียน.....	12
2.2 แนวคิดและทฤษฎี.....	16
2.3 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	21
2.4 การพัฒนาสมมติฐาน.....	29
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	32
3.1 รูปแบบที่ใช้ในการวิจัย.....	32
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	32
3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย.....	34
3.4 การวิเคราะห์ข้อมูล.....	47

	หน้า
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	51
4.1 การวิเคราะห์การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก).....	51
4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน.....	65
4.3 การวิเคราะห์การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงาน ภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก).....	69
4.4 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน.....	81
บทที่ 5: สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ.....	85
5.1 บทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย.....	87
5.2 ข้อเสนอแนะจากการการวิจัย.....	89
5.3 ข้อเสนอแนะของการศึกษาต่อในอนาคต.....	90
รายการอ้างอิง.....	91
ภาคผนวก.....	94
ภาคผนวก ก	
ตรวจสอบความเหมาะสมของ Market Model ที่ใช้ในการวิจัย.....	94
ภาคผนวก ข	
การตรวจสอบข้อกำหนดเกี่ยวกับข้อมูลตัวแปรตามในการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ.....	100
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	109

สารบัญญัตราง

ตาราง	หน้า
3.1 ตารางรายละเอียดของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา.....	47
4.1 บริษัทจดทะเบียนที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม 2544 จนถึง วันที่ 30 มิถุนายน 2549.....	52
4.2 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของใน ช่วง 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก).....	53
4.3 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันในช่วง 15 วัน ก่อนการประกาศนโยบาย การซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก).....	56
4.4 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันในช่วง 15 วัน หลังการประกาศนโยบาย การซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก).....	58
4.5 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลัง การประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)	60
4.6 ค่าสถิติทดสอบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัท ในช่วงการทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศ นโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก).....	64
4.7 ค่าสถิติทดสอบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทในช่วงการ ทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก).....	64
4.8 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในช่วงการทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก).....	66
4.9 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในช่วงการทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก).....	67
4.10 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ของในช่วง 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก).....	70
4.11 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันในช่วง 15 วัน ก่อนการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก).....	73

ตาราง	หน้า
4.12 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันในช่วง 15 วัน หลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก).....	75
4.13 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก).....	77
4.14 ค่าสถิติทดสอบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทในช่วงการทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก).....	80
4.15 ค่าสถิติทดสอบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทในช่วงการทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก).....	81
4.16 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในช่วงการทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก).....	83
4.17 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในช่วงการทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก).....	84
ก – 1 สรุป ค่า (p-value) ของสมการ Market Model ที่ใช้ในช่วงทดสอบ 5 และ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก).....	96
ก – 2 สรุป ค่า (p-value) ของสมการ Market Model ที่ใช้ในช่วงทดสอบ 5 และ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก).....	98
ข – 1 ผลการตรวจสอบความเท่ากันของค่าความแปรปรวน ช่วงทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก).....	102
ข – 2 ผลการตรวจสอบความเท่ากันของค่าความแปรปรวน ช่วงทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก).....	102
ข – 3 ผลการตรวจสอบความเท่ากันของค่าความแปรปรวน ช่วงทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก).....	102
ข – 4 ผลการตรวจสอบความเท่ากันของค่าความแปรปรวน ช่วงทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก).....	103

สารบัญญภาพ

ภาพประกอบ	หน้า
1. แสดงค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (Mean Cumulative Abnormal Returns หรือ MCARs) ในแต่ละวันของช่วงเวลาในการทดสอบ [-5, +5] ของการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก).....	61
2. แสดงค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (Mean Cumulative Abnormal Returns หรือ MCARs) ในแต่ละวันของช่วงเวลาในการทดสอบ [-15, +15] ของการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก).....	61
3. แสดงค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (Mean Cumulative Abnormal Returns หรือ MCARs) ในแต่ละวันของช่วงเวลาในการทดสอบ [-5, +5] ของการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก).....	78
4. แสดงค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (Mean Cumulative Abnormal Returns หรือ MCARs) ในแต่ละวันของช่วงเวลาในการทดสอบ [-15, +15] ของการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก).....	78

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในอดีตนั้น พระราชบัญญัติมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ได้บัญญัติ ไว้ในมาตรา 66 ห้ามมิให้บริษัทเป็นเจ้าของหรือรับจำนำหุ้นของตนเอง แต่ต่อมาในปี พ.ศ.2544 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ออกพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ.2544 ซึ่งมีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 เพื่อปรับเปลี่ยนกฎหมายบริษัทมหาชนซึ่งมีประเด็นสำคัญทั้งหมด 6 ประเด็น โดยเนื้อหาส่วนหนึ่งกำหนดให้บริษัทมหาชน จำกัด สามารถซื้อหุ้นคืน (Stock Repurchase) ได้ และในปีเดียวกันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ก่อวินาศกรรม World Trade Center ในประเทศสหรัฐอเมริกา ทำให้การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประสบภาวะชะงักงัน เนื่องจากนักลงทุนขาดความเชื่อมั่นและชะลอการลงทุน ซึ่งส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดต่ำลงอย่างต่อเนื่องเกินกว่าระดับที่เหมาะสม บริษัทจดทะเบียนบางบริษัทจึงนำวิธีการซื้อหุ้นคืนมาใช้เพื่อพยุงราคาหุ้นให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม

ทั้งนี้มาตรา 66/1 พระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด (ฉบับที่ 2) ได้กำหนดว่าบริษัทอาจทำการซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นได้ใน 2 กรณี ได้แก่

1. กรณีผู้ถือหุ้นที่ออกเสียงไม่เห็นด้วยกับมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นซึ่งแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผล ซึ่งผู้ถือหุ้นเห็นว่าตนไม่ได้รับความเป็นธรรม
2. กรณีที่บริษัทต้องการบริหารทางการเงินเมื่อบริษัทมีกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกินและการซื้อหุ้นนั้นไม่เป็นเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน

โดยหุ้นที่บริษัทถืออยู่นั้นจะไม่นับเป็นองค์ประชุมในการประชุมผู้ถือหุ้น รวมทั้งไม่มีสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผล

ดังนั้นการซื้อหุ้นคืนจึงเป็นวิธีการหนึ่งในการแก้ไขปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ด้วยกันเอง หรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผู้บริหาร หรือระหว่างผู้บริหารด้วยกันเอง ซึ่งทำให้บริษัทสามารถบริหารงานต่อไปได้โดยปราศจากปัญหา ความขัดแย้งระหว่างบริษัทและผู้ถือหุ้น

นอกจากนี้ การซื้อหุ้นคืนยังแสดงถึงกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกินของบริษัท สถานะทางการเงินที่ดี และยังแสดงถึงความมั่นใจของผู้บริหารที่มีต่อธุรกิจของตนในอนาคต จึงอาจเป็นข่าวดีที่กระตุ้นให้นักลงทุนเกิดความสนใจและต้องการหุ้นของบริษัท เป็นการสร้างอุปสงค์ของหุ้นในตลาด และทำให้ราคาหุ้นของบริษัทมีแนวโน้มที่จะปรับตัวสูงขึ้น จึงอาจกล่าวได้ว่าการซื้อหุ้นคืนเป็นกลยุทธ์หนึ่งของบริษัทนำมาใช้ในการพยุงราคาหุ้นเพื่อสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นของบริษัท เมื่อผู้บริหารเห็นว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น

อย่างไรก็ดี เมื่อมีการซื้อหุ้นคืน บริษัทต้องนำหุ้นที่ซื้อคืนไปหักกลับกับหุ้นทั้งหมดที่บริษัทออก ซึ่งจะทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น และอาจส่งผลกระทบต่อส่วนของผู้เป็นเจ้าของได้ ดังนั้นเพื่อคุ้มครองเจ้าหนี้และผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้อง จึงมีการกำหนดข้อคุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงินดังต่อไปนี้

1. การซื้อหุ้นคืนจะต้องไม่ส่งผลกระทบต่อภาระหนี้ของบริษัท โดยพิจารณาจากกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกิน โดยจะพิจารณาถึงความสามารถในการชำระหนี้ภายใน 6 เดือนข้างหน้านับแต่วันที่จะเริ่มซื้อหุ้นคืน
2. ต้องไม่ทำให้หุ้นที่กระจายอยู่กับผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) ต่ำกว่า 15% ทั้งนี้เพื่อป้องกันปัญหาการขาดคุณสมบัติการกระจายหุ้นของบริษัทจดทะเบียน

ต่อมาคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความเห็นว่ามีคามไม่ชัดเจนในการตีความว่าการซื้อหุ้นคืนนั้นจะกระทำได้ด้วยวงเงินกำไรสะสมเท่านั้นหรือไม่ อันอาจก่อให้เกิดผลกระทบในทางปฏิบัติของบริษัทมหาชนบางบริษัท จึงได้มีหนังสือหารือไปยังสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกาเพื่อให้พิจารณาให้ความเห็น ซึ่งมีความเห็นสรุปว่า การซื้อหุ้นคืนของบริษัทมหาชน จำกัด จะกระทำได้ไม่เกินวงเงินกำไรสะสม และควรกำหนดกำหนดเป็นหลักเกณฑ์เพื่อให้บริษัทมหาชน จำกัด ต้องกันกำไรสะสมไว้เป็นเงินสำรองเท่ากับจำนวนเงินที่ได้จ่ายซื้อหุ้นคืนจนกว่าจะมีการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้หมด หรือลดทุนที่ชำระแล้วโดยวิธีตัดหุ้นซื้อคืนที่จำหน่ายไม่หมดแล้วแต่กรณี ทั้งนี้เพื่อป้องกันมิให้บริษัทใช้การซื้อหุ้นคืนเป็นการลดทุนทางอ้อม ซึ่งจะกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ของบริษัท รวมทั้งเพื่อป้องกันการเข้าใจผิดของนักลงทุนว่าบริษัทยังคงมีกำไรสะสมพอที่จะซื้อหุ้นคืนเพิ่มเติมและสามารถจะจ่ายเงินปันผลได้ ทั้งนี้เป็นการลดระดับการจ่ายเงินปันผลลงตามสัดส่วนของหุ้นที่กระจายอยู่ในตลาดน้อยลง

ในต่างประเทศพบว่า ตลาดมีการตอบสนองต่อการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนในทางบวก เช่น การเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ และมีกำไรผิดปกติเกิดขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่าการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์โดยตรงกับความสามารถในการทำกำไร และการเติบโตของยอดขายงวดก่อน จึงมีความเป็นไปได้ว่าปัจจัยพื้นฐานทางการเงินของบริษัทที่ซื้อหุ้นคืนจะส่งผลต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติ ด้วยเหตุนี้ ผู้วิจัยจึงมีความสนใจและต้องการขยายผลการศึกษเกี่ยวกับกรณีดังกล่าวในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้มีความชัดเจนยิ่งขึ้น

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การวิจัยเรื่อง “การศึกษาปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีนโยบายการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” มีวัตถุประสงค์ของการวิจัย ดังนี้

1. เพื่อศึกษาว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
2. เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่หาได้จากข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินที่ประกาศต่อสาธารณะ (ครั้งล่าสุด) ก่อนมีการประกาศซื้อหุ้นคืน
3. เพื่อศึกษาว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นในช่วงเวลาการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
4. เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่หาได้จากข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินที่ประกาศต่อสาธารณะ (ครั้งแรก) ภายหลังจากการซื้อหุ้นคืน

1.3 สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ใช้ในการวิจัย คือ

1. เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
2. เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
3. การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ขึ้นอยู่กับ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน ซึ่งได้แก่
 - การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Change in Return on Assets)
 - การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนยอดขายต่อค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (Selling and Administrative Expenses)
 - การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนยอดขายต่อลูกหนี้ (Accounts Receivable)
 - การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Change in Liquidity)
 - การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนการเติบโตของยอดขาย (Sale Growth)
4. การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ขึ้นอยู่กับ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน ซึ่งได้แก่
 - การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Change in Return on Assets)
 - การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนยอดขายต่อค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (Selling and Administrative Expenses)
 - การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนยอดขายต่อลูกหนี้ (Accounts Receivable)
 - การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Change in Liquidity)
 - การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนการเติบโตของยอดขาย (Sale Growth)

1.4 ขอบเขตของการวิจัย

1. การศึกษาครั้งนี้มีเป้าหมายที่จะศึกษาราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีนโยบายซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกบริษัท ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม 2544 ที่มีการบังคับใช้พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 จนถึง วันที่ 30 มิถุนายน 2549 ทั้งนี้จะไม่นับรวม

1.1 การซื้อหุ้นคืนของบริษัทย่อยที่ซื้อหุ้นบริษัทใหญ่

1.2 บริษัทในกลุ่มธนาคาร จำนวน 2 บริษัท เนื่องจากหมวดอุตสาหกรรมนี้มีลักษณะเฉพาะ มีนโยบายการจัดทำบัญชีที่พิเศษ และแตกต่างจากหมวดอุตสาหกรรมอื่น

1.3 บริษัท ประกันคุ้มภัย จำกัด (มหาชน) (SAFE) เนื่องจากวันประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน และวันประกาศผลการดำเนินงานภายหลังการซื้อหุ้นคืน มีช่วงเวลาที่ใกล้กันมากจึงทำให้ช่วง Event Window ที่นำมาใช้เพื่อคำนวณหาผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม มีช่วงเวลาคาบเกี่ยวกัน

2. การศึกษาผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศการซื้อหุ้นคืนและในช่วงเวลาที่ประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรกภายหลังจากการซื้อหุ้นคืน จะทำการพิจารณาราคาหลักทรัพย์ในช่วงก่อนและหลัง (1) วันประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนและ (2) วันประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) โดยมีช่วงเวลาที่ใช้ในการทดสอบ 31 วัน และการกำหนดช่วงเวลาก่อนการทดสอบจะพิจารณาจากราคาหุ้นในช่วงก่อนและหลัง (1) วันประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนและ (2) วันประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังการซื้อหุ้นคืน 5 วัน และ 15 วัน ตามลำดับ โดยใช้ราคาปิดรายวัน (Daily Data) โดยการศึกษาจะไม่นับรวมวันหยุดทำการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วย

3. ในกรณีที่บางบริษัทมีการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนมากกว่าหนึ่งโครงการ ในการวิจัยครั้งนี้จะใช้การประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนครั้งแรกของบริษัทในการทดสอบ เนื่องจากการตอบสนองของตลาดที่มีต่อการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนโครงการแรก จะมากกว่าโครงการอื่น ๆ

1.5 ข้อจำกัดของการวิจัย

1. การวิจัยครั้งนี้มิได้ครอบคลุมถึงบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มธนาคาร เนื่องจากบริษัทในหมวดนี้มีลักษณะเฉพาะ มีนโยบายการจัดทำบัญชีที่พิเศษและแตกต่างจากหมวดอุตสาหกรรมอื่น ดังนั้นผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษาครั้งนี้อาจไม่สามารถใช้ประเมินผลการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มนี้

2. ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีนโยบายการซื้อหุ้นคืน อาจได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกอื่น ๆ เช่น ภาวะทางเศรษฐกิจทั้งในประเทศและต่างประเทศ ภาวะความมั่นคงทางการเมือง เสถียรภาพของรัฐบาล เป็นต้น ซึ่งการวิจัยนี้จะถือว่าในช่วงเวลาที่ทำการทดสอบไม่ได้รับผลกระทบใด ๆ จากปัจจัยดังกล่าวข้างต้น ซึ่งอาจทำให้ผลการวิจัยไม่สมบูรณ์

1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

1. การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ หมายถึง การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ที่เกิดจากการเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่ง หรือการได้รับข้อมูลใหม่ในตลาดหลักทรัพย์ อันอาจก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติขึ้น ณ ช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งในการวิจัยครั้งนี้ คือการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Returns) หมายถึง ผลตอบแทนสะสมที่เกินกว่าปกติหรือต่ำกว่าปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญ

3. ซื้อหุ้นคืน (Stock Repurchase) หมายถึง หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และตราสารทุนอื่นที่มีสิทธิและลักษณะเทียบเท่าหุ้นสามัญของบริษัท ซึ่งบริษัทได้ซื้อคืนกลับมา โดยหุ้นซื้อคืนที่บริษัทถือไว้ดังกล่าวเป็นหุ้นที่ไม่มีสิทธิในการออกเสียงและไม่ได้รับเงินปันผล

4. ราคาปิด (closing price) หมายถึง ราคาของหลักทรัพย์ใด ๆ ที่เกิดจากการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เป็นรายการสุดท้ายของแต่ละวัน

5. ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) หมายถึง ค่าสถิติที่เป็นเครื่องชี้วัดที่สะท้อนภาพรวมการเคลื่อนไหวของระดับราคาซื้อขายของหุ้นว่ามีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงอย่างไรในปัจจุบันเมื่อเปรียบเทียบกับวันที่เริ่มมีการคำนวณดัชนีราคาหุ้นนั้น (วันฐาน โดย

ปัจจุบันวันฐาน คือวันที่ 30 เม.ย. พ.ศ. 2518) หรือวันอื่น ๆ ก่อนหน้านั้น โดยเป็นดัชนีราคาหุ้น ชนิดถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตลาด (Market Capitalization Weighted Index) ซึ่งคำนวณโดย

$$\text{SET Index} = \frac{\text{มูลค่าตลาดโดยรวมของหุ้นสามัญจดทะเบียนทุกตัว ณ วันปัจจุบัน}}{\text{มูลค่าตลาดโดยรวมของหุ้นสามัญจดทะเบียนทุกตัว ณ วันฐาน}} \times 100$$

6. คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (Securities and Exchange Commission) หมายถึง คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจัดตั้งขึ้นตามมาตรา 17 ของ พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เพื่อปฏิบัติการใด ๆ ให้เป็นไปตามมติของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็นการวางนโยบายส่งเสริมและพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ การป้องกันการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึง การกำหนดวิธีการบันทึบบัญชีของบริษัทจดทะเบียนให้เป็นที่น่าเชื่อถือในแนวทางที่ถูกต้องเหมาะสมตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป

1.7 วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาใช้วิธีการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) เป็นการศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีนโยบายการซื้อหุ้นคืน โดยศึกษาในช่วงเวลาล้อมรอบวันที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) และ วันที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน รวมทั้งศึกษาปัจจัยทางการเงินต่าง ๆ ที่อาจมีผลต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีนโยบายการซื้อหุ้นคืน โดยมีวิธีดำเนินการวิจัย ดังนี้

1. ศึกษาวิธีการวิจัยเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืน และการวิจัยเกี่ยวกับตลาดทุน การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม การตอบสนองของตลาดต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนในต่างประเทศ และการประกาศผลการดำเนินงาน
2. เก็บรวบรวมข้อมูลบริษัทที่มีลักษณะตามที่กล่าวถึงในวิธีการดำเนินการวิจัย (บทที่ 3) จากฐานข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เก็บรวบรวมข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ เงินปันผลจ่าย และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ในช่วงทดสอบ (+5, -5 และ +15, -15) และ

ในช่วงก่อนการทดสอบ 60 วัน จากฐานข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. นำข้อมูลที่รวบรวมมาทำการวิเคราะห์ทางสถิติเพื่อตรวจสอบการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม และการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) และต่อการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน

5. สรุปผลการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมและการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) และต่อการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน

6. เก็บข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทเพื่อนำมาคำนวณหาปัจจัยพื้นฐานทางการเงินต่าง ๆ ที่ต้องการนำมาทดสอบ

7. นำปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่คำนวณได้มาทำการวิเคราะห์ทางสถิติเพื่อตรวจสอบปัจจัยพื้นฐานทางการเงินต่าง ๆ ที่อาจมีผลต่อการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมและการตอบสนองของตลาด

8. สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล

1.8 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลจากการทดสอบไปเป็นแนวทางในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉพาะกับบริษัทที่มีนโยบายซื้อหุ้นคืนโครงการแรก

2. นักลงทุนสามารถนำข้อมูลการทดสอบไปใช้ในการพิจารณาถึงศักยภาพของบริษัทที่มีนโยบายซื้อหุ้นคืน

3. ผู้เกี่ยวข้องกับการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารสามารถนำข้อมูลการทดสอบไปพิจารณาว่า นักลงทุนได้นำข่าวสารเหล่านั้นไปใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์มากน้อยเพียงใด

4. ผู้บริหารสามารถนำข้อมูลในการทดสอบไปพิจารณาว่านอกจากการประกาศเหตุการณ์สำคัญ นักลงทุนให้ความสำคัญกับข้อมูลทางบัญชีมากน้อยเพียงใด ในการนำไปประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

5. สามารถนำผลจากการศึกษามาวิเคราะห์แนวโน้มของราคาตลาดของหุ้นสามัญเมื่อ บริษัทมีนโยบายซื้อหุ้นคืนโครงการแรก

6. เพื่อเป็นแนวทางในการศึกษาแก่ผู้ที่มีความสนใจเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยต่อไป

1.9 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

รายงานผลการวิจัยฉบับนี้มีลำดับขั้นตอนในการนำเสนอ ดังนี้

บทที่ 1 กล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ของการวิจัย สมมติฐานการวิจัย ขอบเขตของการวิจัย ข้อจำกัดของการวิจัย คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย วิธีดำเนินการวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ และลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

บทที่ 2 กล่าวถึง หลักเกณฑ์และกระบวนการในการซื้อหุ้นคืนตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 เหตุผลและผลกระทบของการซื้อหุ้นคืนโดยสรุป แนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

บทที่ 3 กล่าวถึง รูปแบบที่ใช้ในการวิจัย การเก็บรวบรวมข้อมูล ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย และการวิเคราะห์ข้อมูล

บทที่ 4 กล่าวถึง ผลการวิจัยโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมาน โดยแบ่งออกเป็น

- 1) ผลการศึกษาก่อให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
- 2) ผลการศึกษาก่อให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
- 3) ผลการศึกษาค้นหาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน ก่อนมีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน

- 4) ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน

บทที่ 5 กล่าวถึง บทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย ข้อเสนอแนะจากการวิจัย และ ข้อเสนอแนะของการศึกษาต่อไปในอนาคต



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการทบทวนวรรณกรรมต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ สะสมและการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน และการประกาศผลการดำเนินงาน ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน รวมทั้งการศึกษาปัจจัยทางการเงินของบริษัทที่อาจส่งผลกระทบต่อการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืน สามารถแบ่งออกเป็น 3 ส่วน ดังนี้

ส่วนที่ 1 หลักเกณฑ์และกระบวนการในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียน

- พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ซึ่งได้แก้ไขโดยพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544
 - กรณีที่ 1 มาตรา 66/1 (1)
 - กรณีที่ 2 มาตรา 66/1 (2)
- หลักเกณฑ์ในการพิจารณา
- วิธีการซื้อหุ้นคืน
- ข้อจำกัดในการซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นโดยบริษัท
- เหตุผลและผลกระทบของการซื้อหุ้นคืนโดยสรุป

ส่วนที่ 2 แนวคิดและทฤษฎี

- ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis)
- ทฤษฎีราคา
- ทฤษฎีตัวแบบตลาดทุน (Market Model)
- แนวคิดการวัดมูลค่าของกิจการ

ส่วนที่ 3 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

- งานวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบจากประกาศผลการดำเนินงานที่มีต่อราคาหลักทรัพย์
- งานวิจัยเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนและผลกระทบจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนที่มีต่อราคาหลักทรัพย์
- งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนจากการลงทุน

ส่วนที่ 4 การพัฒนาสมมติฐาน

2.1 หลักเกณฑ์และกระบวนการในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียน

2.1.1 หลักเกณฑ์และกระบวนการในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียน

ตามมาตรา 66/1 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ซึ่งได้แก้ไขโดยพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นได้ 2 กรณี ดังนี้ (ศิริวรรณ นิตย์ดำรง, 2545)

กรณีที่ 1 มาตรา 66/1 (1)

การซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นที่ออกเสียงไม่เห็นด้วยกับมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้น ในเรื่องการแก้ไขข้อบังคับของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนน และสิทธิในการรับเงินปันผล โดยบริษัทต้องปฏิบัติตามเงื่อนไข ดังต่อไปนี้

1. บริษัทต้องระบุในหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้น ว่าผู้ถือหุ้นที่ออกเสียงไม่เห็นด้วยกับมติซึ่งแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียง และการรับเงินปันผลสามารถใช้สิทธิขายหุ้นตนเองให้แก่บริษัทได้ โดยต้องแจ้งการใช้สิทธิดังกล่าวก่อนเริ่มประชุมผู้ถือหุ้น
2. บริษัทต้องซื้อหุ้นคืนภายใน 20 วัน นับแต่วันที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงมติ
3. บริษัทมีหนังสือแจ้งการเสนอซื้อหุ้นของบริษัทคืน ถึงผู้ถือหุ้นที่แสดงความจำนงขายหุ้นคืนแก่บริษัทภายใน 10 วัน นับแต่วันที่ที่ประชุมลงมติ
4. หนังสือถึงผู้ถือหุ้นที่ใช้สิทธิขายหุ้นคืนต้องระบุถึงช่วงระยะเวลาและราคา

รับซื้อคืน โดยระยะเวลารับซื้อคืนไม่น้อยกว่า 10 วัน และไม่เกิน 20 วัน นับแต่วันที่มิค่าเสนอซื้อ

กรณีที่ 2 มาตรา 66/1 (2)

การซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงิน โดยคุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนที่สามารถซื้อหุ้นคืนเพื่อการบริหารทางการเงิน มีดังต่อไปนี้

1. มีกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกิน โดยพิจารณาจากความสามารถในการชำระหนี้ภายใน 6 เดือนข้างหน้า
2. บริษัทต้องคำนึงถึงการดำรงสัดส่วนการกระจาย การถือหุ้นรายย่อย (Free Float) ตามเกณฑ์ขั้นต่ำที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดด้วย คือ ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 15 เพื่อป้องกันปัญหาการขาดคุณสมบัติการกระจายหุ้นของบริษัทจดทะเบียน

2.1.2 หลักเกณฑ์ในการพิจารณา

1. พิจารณาสภาพคล่องส่วนเกินของบริษัทจากความสามารถของบริษัทในการชำระหนี้ที่จะถึงกำหนดได้ภายใน 6 เดือนข้างหน้า นับแต่วันที่จะเริ่มซื้อหุ้นคืน
2. บริษัทต้องได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการบริษัท (ที่ประชุมผู้ถือหุ้นแก้ไขเพิ่มเติมข้อบังคับของบริษัท เพื่อมอบอำนาจให้คณะกรรมการบริษัทเป็นผู้มีอำนาจตัดสินใจในการซื้อหุ้นคืนได้ในจำนวนไม่เกินร้อยละ 10 ของหุ้นทุนชำระแล้ว) โดยมีข้อมูลอย่างน้อยดังนี้
 - ข้อมูลแสดงกำไรสะสมและความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทที่จะถึงกำหนดภายใน 6 เดือนข้างหน้า นับแต่วันที่เริ่มซื้อหุ้นคืน
 - เหตุผลในการซื้อหุ้นคืน และมติคณะกรรมการที่ซื้อหุ้นคืน
 - วิธีการในการซื้อหุ้น จำนวนหุ้น และช่วงระยะเวลาที่จะซื้อหุ้นคืน
 - หลักเกณฑ์ในการกำหนดราคาหุ้นที่จะซื้อคืน โดยราคาซื้อให้ใช้ราคาเฉลี่ยย้อนหลัง 30 วัน นับแต่วันที่ซื้อ หรือราคาที่สูงกว่าราคาเฉลี่ยดังกล่าวได้
 - ผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นและบริษัทภายหลังการซื้อหุ้นคืน
 - กำหนดเวลาในการจำหน่ายและการตัดหุ้นที่ซื้อคืน

3. บริษัทต้องส่งข้อมูลสารสนเทศการเสนอซื้อไปยังผู้ถือหุ้นทั่วไปล่วงหน้า ไม่น้อยกว่า 10 วัน ก่อนวันเริ่มซื้อหุ้นคืน โดยข้อมูลสารสนเทศอย่างน้อยต้องมีรายการดังนี้

- รายละเอียดของโครงการซื้อหุ้นคืน
- จำนวนและราคาหุ้นที่บริษัทเสนอซื้อ
- วัน เวลา สถานที่ และวิธีการซื้อหุ้นคืนและการส่งมอบใบหุ้น
- ระยะเวลาในการรับซื้อคืน ซึ่งต้องไม่น้อยกว่า 10 วัน และไม่เกิน 20 วัน
- การจัดสรรหุ้นที่จะซื้อกรณีมีผู้เสนอขายมากกว่าหุ้นที่บริษัทประสงค์จะซื้อคืน
- วัน เวลา สถานที่ และวิธีการในการชำระเงินค่าหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้น

2.1.3 วิธีการซื้อหุ้นคืน

1. การซื้อคืนผ่านกระดานหลักในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนที่ซื้อคืนไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด โดยมีระยะเวลาดำเนินการไม่เกิน 6 เดือนการซื้อคืน โดย

2. เสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นทั่วไป (Public Offering) จำนวนหุ้นที่จะซื้อคืนสามารถเกินกว่าร้อยละ 10 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด ผู้ถือหุ้นทุกคนมีสิทธิขายหุ้นคืนแก่บริษัทตามสัดส่วนการถือหุ้นของตน โดยมีระยะเวลาดำเนินการไม่น้อยกว่า 10 วัน แต่ไม่เกิน 20 วัน

2.1.4 ข้อจำกัดในการซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นโดยบริษัท

1. หุ้นที่ซื้อคืนไม่มีสิทธิได้รับเงินปันผลและสิทธิในการออกเสียง
2. หุ้นที่ซื้อคืนมาต้องจำหน่ายออกภายใน 3 ปี นับจากวันที่ซื้อ ในลักษณะของการขายคืนผ่านกระดานหลักที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือเสนอขายให้กับประชาชนทั่วไป (Public Offering)
3. บริษัทต้องจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้หลังจาก 6 เดือนนับแต่วันที่ซื้อหุ้นคืนใน

แต่ละคราว

4. หากบริษัทไม่สามารถจำหน่ายหุ้นได้ภายใน 3 ปี ต้องทำการลดทุนโดยการตัดหุ้นที่ซื้อคืนออกจากทุนจดทะเบียน
5. บริษัทไม่สามารถเพิ่มทุนได้ กรณียังมีหุ้นซื้อคืนอยู่
6. การซื้อหุ้นคืนตามโครงการใหม่ สามารถทำได้ แต่ต้อง 1 ปี หลังจากวันสิ้นสุดโครงการ การซื้อหุ้นคืนครั้งหลังสุด
7. ไม่ควรเข้าทำการซื้อหรือขายหุ้นคืนในช่วงที่มีการประกาศข้อมูลที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นและสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้น (Price sensitive) เช่น ช่วงก่อนส่งงบการเงิน ก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล ก่อนการประกาศเพิ่มทุน เป็นต้น เพื่อให้เกิดความโปร่งใสและเป็นธรรม ตลอดจนสร้างความเชื่อมั่นต่อผู้ลงทุนว่าไม่มีการใช้ข้อมูลภายในในการซื้อหรือขายหุ้นคืน
8. กรณีซื้อคืนผ่านตลาดหลักทรัพย์ ห้ามทำการซื้อหรือขายหุ้นคืนกับบุคคลที่ตนรู้ว่าเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน (Connected Person) เพราะถือว่าไม่เป็นธรรมกับผู้ถือหุ้นรายอื่น ๆ
9. ห้ามทำการซื้อหรือขายหุ้นคืนในช่วงที่มีการครบงำกิจการ เว้นแต่ว่าบริษัทจะสามารถแสดงให้เห็นว่าเป็นการซื้อหรือขายหุ้นคืนที่ไม่ได้มีเจตนาในการป้องกันการครบงำกิจการ หรือบริษัทได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นให้ทำการซื้อหรือขายหุ้นคืนในช่วงดังกล่าวได้
10. กำหนดให้ราคาหุ้นที่ซื้อคืนต้องไม่เกินกว่าร้อยละ 115 ของราคาปิดเฉลี่ย 5 วันทำการซื้อขายล่าสุด และราคาขายหุ้นคืนจะต้องไม่ต่ำกว่าร้อยละ 85 ของราคาปิดเฉลี่ย 5 วันทำการซื้อขายล่าสุด ก่อนวันประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน

2.1.5 เหตุผลและผลกระทบของการซื้อหุ้นคืนโดยสรุป

(สมพงษ์ พรอุปถัมภ์, 2544)

1. เพื่อเป็นการระงับข้อพิพาทระหว่างผู้ถือหุ้นเมื่อเกิดความไม่เป็นธรรม โดยการซื้อหุ้นคืนจะทำให้ บริษัทสามารถบริหารงานต่อไปได้อย่างคล่องตัวโดยไม่เกิดปัญหาในการออกเสียงของผู้ถือหุ้น

2. เพื่อเป็นการบริหารทางการเงินเมื่อบริษัทมีกำไรสะสมและมีสภาพคล่องสูง กล่าวคือ บริษัทมีเงินทุนหมุนเวียนมากเพียงพอ
3. เพื่อเป็นการวางแผนจัดสรรหุ้นที่จะให้สิทธิแก่พนักงานในการซื้อหุ้นบริษัท (Employee Stock Option Plan) โดยใช้หุ้นที่ซื้อคืนมาขายให้แก่พนักงานในมูลค่าที่ตกลงกันได้ตามสิทธิ
4. เพื่อป้องกันการครอบงำกิจการ (Takeover) โดยการซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นที่ต้องการมีอำนาจควบคุมหรืออิทธิพลอย่างเป็นทางการสำคัญต่อบริษัท
5. เพื่อเพิ่มกำไรต่อหุ้น (Earnings per Share) โดยการลดจำนวนหุ้นถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่นำไปหารกำไรสุทธิของบริษัทลง
6. เพื่อสร้างอุปสงค์ของหุ้นในตลาด โดยการลดจำนวนหุ้นของบริษัทลงและมีแนวโน้มที่จะทำให้ราคาตลาดของหุ้นปรับตัวสูงขึ้น

2.2 แนวคิดและทฤษฎี

2.2.1 ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis)

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ไม่ได้เป็นการตรวจสอบความมีประสิทธิภาพของตลาด หากเป็นการตรวจสอบที่ตั้งอยู่บนสมมติฐานของการมีประสิทธิภาพของตลาด คือ ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมจากเหตุการณ์สำคัญ และการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะ จะเกิดขึ้นหรือไม่ มากน้อยเพียงใด ขึ้นอยู่กับระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient market) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นอย่างรวดเร็วและทั่วถึง และสามารถปรับตัวได้อย่างรวดเร็วต่อข่าวสารใหม่ (rapidly adjust to new information) (Fama, 1970) ซึ่งการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เป็นการปรับตัวที่ไม่มีอคติ ทำให้ค่าที่คาดไว้คงความผิดพลาดในการปรับตัวมีค่าเท่ากับศูนย์ โดยแนวคิดนี้มีสมมติฐานว่า นักลงทุนรับรู้ข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่ทั้งหมดในรูปของราคาหลักทรัพย์ เพื่อใช้ในการตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น ๆ ดังนั้นราคาหลักทรัพย์ ณ ปัจจุบันสะท้อนถึง (จิรัตน์, 2544)

1. ข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่มีอยู่ ซึ่งรวมถึงข้อมูลในอดีต และปัจจุบัน รวมไปถึงข้อมูลข่าวสารที่ประกาศไปแล้วแต่ยังไม่มีเหตุการณ์นั้น ๆ เกิดขึ้นในขณะนี้
2. ข้อมูลข่าวสารที่อนุমানขึ้นมามีเหตุผล

ความมีประสิทธิภาพของตลาดมีความเกี่ยวข้องกับข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ที่นักลงทุนได้รับหากราคาของหลักทรัพย์สะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ทั้งข้อมูลตลาด ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะ และข้อมูลภายใน จะไม่มีนักลงทุนกลุ่มใดที่จะสามารถได้ผลตอบแทนที่เกินปกติได้ ซึ่งหากราคาหลักทรัพย์ไม่ได้สะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ อย่างเต็มที่หรือมีความล่าช้าของข้อมูลอาจส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ไม่ได้สะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่อย่างรวดเร็วและทั่วถึง ทำให้นักลงทุนบางกลุ่มใช้ประโยชน์จากข้อมูลข่าวสารนั้นในการหาผลตอบแทนที่เกินปกติได้ แสดงให้เห็นถึงความไม่มีประสิทธิภาพของตลาด

ความมีประสิทธิภาพของตลาดจะเกิดขึ้นภายใต้ข้อสมมติ ดังนี้

1. ในตลาดมีนักลงทุนจำนวนมากราย และการตัดสินใจของนักลงทุนรายหนึ่ง จะไม่ก่อให้เกิดผลหรือการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์
2. ไม่มีต้นทุนของการได้มาซึ่งข่าวสารข้อมูล และนักลงทุนต่าง ๆ สามารถรับข้อมูลต่าง ๆ ได้ในเวลาเดียวกันหรือใกล้เคียงกัน
3. ข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นในเชิงสุ่ม โดยที่ข้อมูลแต่ละชิ้นเป็นอิสระต่อกัน
4. นักลงทุนมีการตอบสนองอย่างรวดเร็วและเต็มที่กับข้อมูลใหม่ ที่ได้รับ เป็นเหตุให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวอย่างรวดเร็ว

โดยระดับการตอบสนองของตลาดต่อข้อมูลข่าวสารที่ได้รับสามารถจำแนกได้ 3

ระดับ คือ

1. ระดับต่ำ (Weak Form) ณ ระดับนี้ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นผลมาจากข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีต โดยราคาของหลักทรัพย์จะสะท้อนอย่างเต็มที่ถึงข้อมูลในอดีตที่ผ่านมาเท่านั้น
2. ระดับกลาง (Semi-strong Form) ณ ระดับนี้ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันนอกจากจะเป็นผลมาจากข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีต

แล้ว ยังเป็นผลมาจากข้อมูลที่ได้ประกาศสู่สาธารณชน (Public Information) โดยราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนอย่างเต็มที่ถึงข้อมูลทั้งหมดที่ได้ประกาศสู่สาธารณชน เช่น ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีต ข้อมูลในรายงานทางการเงิน ข้อมูลของบริษัทที่ฝ่ายบริหารได้เปิดเผยแก่สาธารณชน ซึ่งเป็นข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัทไม่ว่าจะเป็นข้อมูลการประกาศจ่ายเงินปันผล การแตกหุ้น การออกหุ้นเพิ่มทุน การรวมกิจการ รวมถึงข้อมูลการประกาศแก้ไขงบการเงินของบริษัท เป็นต้น

3. ระดับสูง (Strong Form) การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นผลมาจากข้อมูลทั้งหมด โดยราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลทั้งหมดที่มีอยู่ทั้งข้อมูลที่ประกาศสู่สาธารณชน และข้อมูลภายในที่มีได้มีการเปิดเผยแก่สาธารณชนไม่ว่าจะเป็นข้อมูลที่ได้รายงานในตลาดหรือเป็นข้อมูลภายในของธุรกิจอย่างเต็มที่ ซึ่งหากตลาดมีประสิทธิภาพระดับสูงแล้ว จะทำให้ไม่มีกลุ่มนักลงทุนใดที่สามารถนำข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ เหล่านี้มาใช้ในการทำกำไรส่วนเกินได้อย่างสม่ำเสมอ

อย่างไรก็ดีในความเป็นจริงประสิทธิภาพของตลาดทุนระดับสูงเกิดขึ้นได้ยาก เพราะผู้จัดทำข้อมูลภายใน ย่อมไม่เปิดเผยข้อมูลนั้นโดยง่าย การเข้าถึงข้อมูล (Information Access) จึงเป็นเรื่องที่ทำได้ยาก ด้วยเหตุนี้ตลาดทุนในประเทศไทยจึงน่าจะจัดอยู่ในระดับกลาง (Semi-strong Form) นั่นคือ ข้อมูลที่ประกาศต่อสาธารณชน และข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีตจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

2.2.2 ทฤษฎีราคา

ราคาหลักทรัพย์สามารถกำหนดได้โดยราคาหลักทรัพย์จะเท่ากับราคาตลาดภายใต้สถานการณ์ที่แน่นอนในตลาดแข่งขันสมบูรณ์ แต่ในสถานการณ์จริงที่เกิดขึ้นในตลาดทุนที่มีความไม่แน่นอน การกำหนดราคาหลักทรัพย์นั้นจะแตกต่างกันไปขึ้นอยู่กับระดับความเสี่ยงของหลักทรัพย์หรืออาจกล่าวได้ว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ใดจะขึ้นอยู่กับระดับความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้น

นอกจากนี้ อัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ปรับด้วยอัตราเสี่ยงแล้วทางทฤษฎีเรียกว่า Risk – adjusted rate of return จะมีค่าใกล้เคียงกับอัตราผลตอบแทนของ

ตลาด ดังนั้น ภายใต้เงื่อนไขที่ว่า ตลาดทุนเป็นตลาดที่มีความไม่แน่นอนในประสิทธิภาพ ผู้ลงทุนสามารถกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่คาดหวังจากข้อมูลข่าวสารที่ประกาศในงวดเวลาปัจจุบันโดยราคาหลักทรัพย์ที่คาดหวังเป็นดังนี้ (นีมนวล เขียวรัตน์, 2539)

$$E(P_{j,t-1} / \phi_t) = P_{j,t} [1 + E(r_{j,t+1} / \phi)]$$

โดยที่

$$P_{j,t} = \text{ราคาหลักทรัพย์ } j \text{ ณ เวลา } t$$

$$E(r_{j,t+1} / \phi_t) = \text{อัตราผลตอบแทนที่ตลาดคาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ } j \text{ ณ เวลา } t+1$$

ถ้าราคาหลักทรัพย์ ณ เวลา $t+1$ สูงกว่าราคาหลักทรัพย์ที่คาดหวัง อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงจะสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ผลต่างจะมีค่าเป็นบวก ในทางตรงข้ามถ้าราคาหลักทรัพย์ ณ เวลา $t+1$ ต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์ที่คาดหวัง อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงจะต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ผลต่างจะมีค่าเป็นลบ ดังนั้น ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมีค่าเป็นได้ทั้งบวกและลบ ในทางทฤษฎีเรียกผลต่างนี้ว่า “อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ” (Abnormal rate of return) ซึ่งเขียนในรูปสูตรการคำนวณ ได้ดังนี้

$$V_{j,t+1} = r_{j,t+1} - E(r_{j,t+1} / \phi_t)$$

โดยที่

$$V_{j,t+1} = \text{อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท } j \text{ เวลา } t+1$$

$$r_{j,t+1} = \text{อัตราผลตอบแทนของบริษัท } j \text{ เวลา } t+1$$

$$E(r_{j,t+1} / \phi_t) = \text{อัตราผลตอบแทนที่ตลาดคาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ } j \text{ ณ เวลา } t+1$$

2.2.3 ทฤษฎีตัวแบบตลาดทุน (Market Model) ของ Sharpe

ตัวแบบความสัมพันธ์ทางตลาดทุนของ Sharpe ถูกพัฒนาขึ้นมาเพื่อใช้คำนวณค่าความคาดหวังของอัตราผลตอบแทน (Expected Return) แนวคิดที่ใช้ในการพัฒนาตัวแบบ มา

จากแนวความคิดเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของผลตอบแทนจากการลงทุนและความเสี่ยง กล่าวคือ ภายใต้อสถานการณ์ที่ไม่แน่นอนผู้ลงทุนจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงในการลงทุน เนื่องจากความไม่แน่นอนในผลตอบแทนจากการลงทุนที่ผู้ลงทุนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงอาจแตกต่างไปจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง เป็นผลมาจากสาเหตุ 2 ประการ คือ จากสภาวะทางตลาดซึ่งในทางทฤษฎีทางการเงินเกี่ยวกับการลงทุน เรียกว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบ และจากคุณลักษณะเฉพาะของกิจการซึ่งเป็นผลมาจากการดำเนินงาน เรียกว่า ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่สามารถจัดให้หมดไปได้โดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นรายกลุ่ม ถ้าตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบของตลาดจะมีค่าเป็นศูนย์ จะเหลือแต่ความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่านั้น เพราะฉะนั้นในการประมาณอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ จึงอิงกับผลตอบแทนจากการลงทุนโดยรวมของตลาด หรือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาด เพราะถือว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นความเสี่ยงที่ตลาดไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ ผลกระทบของสภาวะทางตลาดจึงมีต่อหลักทรัพย์โดยรวม ด้วยเหตุนี้ตัวแบบที่ใช้ประมาณค่าคาดหวังอัตราผลตอบแทนของ Sharpe จึงอยู่ในรูปของตัวแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างอัตราผลตอบแทนในหลักทรัพย์ของบริษัทใดบริษัทหนึ่งกับอัตราผลตอบแทนโดยรวมของตลาด ดังนี้ (วีรชัย, 2549)

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

โดยที่	R_{jt}	=	อัตราผลตอบแทนของบริษัท j เวลา t
	α_j	=	ส่วนประกอบของผลตอบแทนของบริษัท j ที่ไม่ขึ้นอยู่กับผลตอบแทนโดยรวมของตลาด
	β_j	=	ค่าสัมประสิทธิ์แสดงการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัท j เมื่อเปรียบเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนโดยรวมของตลาด ซึ่งถือเป็นค่าวัดปริมาณความเสี่ยงที่เป็นระบบ
	R_{mt}	=	อัตราผลตอบแทนตลาดของบริษัท j เวลา t
	ε_{jt}	=	ส่วนประกอบของอัตราผลตอบแทนที่เหลือ

ข้อสมมติเบื้องต้นของตัวแบบนี้ คือ ผู้ลงทุนเป็นผู้ที่ไม่ชอบความเสี่ยง มุ่งที่ผลระยะสั้นมากกว่าระยะยาว มีความคาดหวังที่จะได้รับอรรถประโยชน์สูงสุดโดยคำนึงถึงผลตอบแทนและความเสี่ยงในการเลือกถือหลักทรัพย์โดยรวมของตลาด

2.2.4 แนวคิดการวัดมูลค่าของกิจการ

เมื่อพิจารณาตามสมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพตลาดทุน ผู้ลงทุนจะพยายามหาข้อมูลที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ เพื่อประเมินหามูลค่ากิจการ หรือราคาหลักทรัพย์ (White, Sondhi and Fried, 2003) กล่าวว่ามีแบบจำลองการประเมินมูลค่า 2 รูปแบบ คือ

1) แบบจำลองการประเมินมูลค่าด้วยสินทรัพย์ (Asset-based valuation models) วัดมูลค่ากิจการโดยคำนวณจากมูลค่าตลาดทั้งหมดของสินทรัพย์แต่ละรายการของกิจการหักด้วยมูลค่าตลาดทั้งหมดของหนี้สินของกิจการ หรือก็คือมูลค่าสินทรัพย์สุทธิตามราคาตลาด หรือส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการนั่นเอง

$$\text{มูลค่ากิจการ} = \text{สินทรัพย์} - \text{หนี้สิน}$$

2) แบบจำลองการประเมินมูลค่าด้วยกระแสเงินสดคิดลด Discounted cash flow (DCF) models วัดมูลค่ากิจการโดยคำนวณจากมูลค่าปัจจุบันของเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต

$$\text{มูลค่ากิจการ} = \sum \frac{CF_i}{(1+r)^i}$$

CF_i หมายถึง กระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับ ณ งวดที่ i

r หมายถึง อัตราคิดลด หรืออัตราผลตอบแทนที่กิจการต้องการ

Feltham, Gerald , Ohlson and James (1995) กล่าวว่ามูลค่าตลาดของบริษัทมีค่าเท่ากับมูลค่าปัจจุบันสุทธิของเงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต หรือภายใต้ Clean Surplus Accounting จะเท่ากับมูลค่าตามบัญชีของบริษัทบวกด้วยมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกำไรที่ผิดปกติที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต

2.3 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.3.1 งานวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบจากประกาศผลการดำเนินงานที่มีต่อราคาหลักทรัพย์

Ball and Brown (1968) ได้ศึกษาพบว่าเกิดผลการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในรูปของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติต่อกำไรที่ไม่คาดหวังซึ่งถือเป็นข่าวผลกำไรที่ผู้ลงทุนได้รับรู้ในวันประกาศกำไรสุทธิประจำปีของบริษัท โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกับกำไรที่ไม่คาดหวัง กล่าวคือ ถ้าข้อมูลผลกำไรเป็นข่าวดีหรือกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นบวก (คือ กำไรที่เกิดขึ้นจริงมากกว่ากำไรที่ตลาดคาดหวัง) ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติในเดือนที่มีการประกาศกำไรจะยิ่งสูงขึ้น ในทางตรงกันข้าม ถ้าข้อมูลผลกำไรเป็นข่าวร้ายหรือกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นลบ (คือ กำไรที่เกิดขึ้นจริงน้อยกว่ากำไรที่ตลาดคาดหวัง) ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติก็จะลดลง แสดงว่าการประกาศกำไรสุทธิประจำปีให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาด และจะสะท้อนอยู่ในระดับราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป

Beaver (1968) ตรวจสอบพบว่าความแปรปรวนของระดับราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในสัปดาห์ที่มีการประกาศกำไรสุทธิประจำปีมีค่าสูงกว่าสัปดาห์ที่ไม่มีการประกาศ

Beaver, Clarke and Wright (1979) ได้ตรวจสอบ และพบว่าขนาดของการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับขนาดของกำไรที่ไม่คาดหวัง กล่าวคือ ภายหลังจากประกาศงบการเงิน ถ้ายังมีการเปลี่ยนแปลงในกำไรที่ไม่คาดหวังสูงมากเท่าไร ผลการตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์ในรูปราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปก็จะยิ่งสูงขึ้นตามไปด้วย

Kross and Schroeder (1989) ได้ทำวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบของขนาดกิจการที่มีต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรที่ไม่คาดหวังของบริษัท ได้ผลว่าทั้งสองมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญ โดยพบว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรที่ไม่คาดหวังจะเกิดขึ้นในทันทีที่มีการประกาศกำไรสุทธิและสังเกตได้อย่างชัดเจนในกิจการที่มีความพร้อมของข้อมูลน้อยกว่าหรือขนาดกิจการเล็กกว่า เพราะผู้ลงทุนเห็นว่ากิจการดังกล่าวมีความไม่แน่นอนในกระแสเงินสดในอนาคตมากกว่า

Suchitra Vacharajittipan (1990) ศึกษาข้อมูลงบการเงินรายไตรมาส ช่วงปี ค.ศ. 1986-1990 จำนวน 67 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และพบว่า การประกาศ

กำไรสุทธิรายไตรมาสทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวเกินปกติ จึงสรุปได้ว่ากำไรสุทธิรายไตรมาสเป็นข้อมูลที่มีคุณค่าต่อการตัดสินใจลงทุน

Ball, Kothari, John (1991) ได้ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศกำไรประจำปีและผลการตอบสนองของตลาดในช่วงปี 1980 ถึง 1988 พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงประกาศข้อมูลกำไร โดยให้เหตุผลว่าการประกาศข้อมูลกำไรจะช่วยลดความไม่แน่นอนเกี่ยวกับกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่ประกาศข้อมูลกำไรดังกล่าว

นิมมวล เขียวรัตน์ (2539) ศึกษาผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ในกรณีข่าวผลกำไรเป็นข่าวดี (ข่าวไม่ดี) การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในรูปผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์จะมีความสัมพันธ์ในทางบวก (ลบ) กับกำไรที่ไม่คาดหวัง

Nichols and 3Wahlen (2004) ได้ทดสอบเพิ่มเติมจาก Beaver (1998) เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกำไรของบริษัทและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ รวมถึงได้ทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี 1988 ถึง 2002 พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างข้อมูลกำไรที่ประกาศและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยในช่วงประกาศข้อมูลกำไรประจำปีนั้นเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวก (ลบ) ถ้ากำไรที่ประกาศสูงกว่า (ต่ำกว่า) กำไรที่คาดหวัง ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงของกำไรที่ประกาศจึงให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของนักลงทุน นอกจากนี้ยังพบว่าการเปลี่ยนแปลงของกำไรที่ประกาศทำให้เกิดการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์มากกว่าการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ประกาศ และตลาดหลักทรัพย์นั้นมีประสิทธิภาพโดยราคาหลักทรัพย์นั้นตอบสนองอย่างรวดเร็วต่อข้อมูลกำไรรายไตรมาสที่ประกาศ

Howard, Robert and Alan (2005) ได้ตรวจสอบผลของขนาดบริษัทที่มีต่อการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศกำไรของบริษัท โดยเลือกตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในประเทศออสเตรเลีย ได้ผลการตรวจสอบที่ตรงข้ามกับงานวิจัยเดิมในสหรัฐอเมริกา โดยพบว่าขนาดของบริษัทไม่มีผลต่อการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศกำไรในช่วงล้อมรอบวันประกาศกำไร 3 วัน แต่ขนาดบริษัทมีผลอย่างมีนัยสำคัญในช่วงล้อมรอบวันประกาศกำไร 21 วัน โดยพบว่าบริษัทขนาดใหญ่กว่าจะมีผลการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศกำไรของบริษัทสูง

กว่าบริษัทขนาดเล็ก

2.3.2 งานวิจัยเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนและผลกระทบจากประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนที่มีต่อราคาหลักทรัพย์

Dann (1981) พบว่ามีหลักฐานการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ที่ผิดปกติของบริษัทอย่างเด่นชัด หลังจากการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน

Vermaelen (1981) ซึ่งได้รับการตีพิมพ์ในเวลาใกล้เคียงกับ Dann (1981) นั้น ได้กล่าวถึงการพบข้อมูลที่คล้ายกันของการเปิดตลาดการซื้อหุ้นคืน ซึ่งเป็นกลไกการส่งสัญญาณให้ตลาดรับรู้

Bartov (1991) ทำการศึกษาเชิงประจักษ์พบว่าผลตอบแทนจากการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนมีทิศทางเดียวกัน (ตรงกันข้าม) กับการเปลี่ยนแปลงของกำไร (ความเสี่ยง) ที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน

Ikenberry and Vermaelen (1996) เสนอว่า ปฏิบัติการในทางบวกที่มีต่อการประกาศซื้อหุ้นคืนอาจเป็นผลจากการบริหาร แผนการซื้อคืนเป็นเหตุผลของการสร้างทางเลือกสำหรับการการซื้อหุ้นกลับคืน ทั้งนี้ ทางเลือกดังกล่าวจะกลายเป็นทางที่มีค่าทันที หากมูลค่าของหุ้นดังกล่าวร่วงลงไปกว่าราคาหุ้นจริง

Bandyopadhyay and Kao (1996) ให้การวิเคราะห์เป็นครั้งแรกถึงเรื่องราวของบทบาทของแผนการซื้อหุ้นคืน เขากล่าวว่าขณะที่บริษัทที่มีการแจ้งเรื่องการดำเนินการซื้อหุ้นคืน บริษัทจะได้รับผลกำไรในช่วงการประกาศนั้น บริษัทที่มีการดำเนินการได้แผนการซื้อหุ้นคืนมาก่อนนั้น จะได้รับผลกำไรจากการดำเนินการดังกล่าวในจำนวนที่มากกว่าบริษัทที่มีได้มีการซื้อหุ้นคืน ซึ่งการศึกษาของเขาได้ใช้ตัวแปรต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับเหตุการณ์ที่ผ่านมาในการซื้อหุ้นคืน ปริมาณการซื้อขาย การเสนอซื้อ และตระหนักถึงผลกระทบของผลของการประกาศการซื้อหุ้นคืนอีก

Li-Chin Jennifer Ho, Chao-Shin Liu and Ramachandran Ramanan (1997) จากการตรวจสอบได้ข้อสรุปว่าตลาดทำการประเมินมูลค่าของข้อมูลทางการบัญชีงวดก่อนหลังจากมีการประกาศการซื้อหุ้นคืน การตอบสนองของตลาดต่อการประกาศการซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์โดยตรงกับความสามารถในการทำกำไรของการเติบโตของยอดขายงวดก่อน ผลดังกล่าวสอดคล้องกับข้อสมมติฐานเรื่อง Information Asymmetry โดยที่กิจการที่มีขนาดเล็กจะมีการตอบสนองของตลาดมากกว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่

Kirch, BarNiv and Zucca (1998) ตระหนักถึง ผลกระทบของจำนวนหุ้นที่มีการซื้อคืนต่อผลกำไรในระหว่างการประกาศเรื่องการซื้อหุ้นคืน โดยเขาได้พบหลักฐานของบริษัทว่า บริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนนั้น จะได้รับกำไรที่ผิดปกติสูงจากการดำเนินการดังกล่าวมากกว่าบริษัทที่ไม่ได้มีการซื้อหุ้นคืน อีกนัยหนึ่งคือ บริษัทที่ดำเนินการไปตามแผนการที่ได้วางไว้ก่อนหน้านี้ด้วยโครงการซื้อหุ้นคืน ซึ่งนักลงทุนไม่เฝ้าระวังข้อมูลดังกล่าวมาก่อนการประกาศ จะมีมูลค่ากำไรที่สูงกว่า

Patricia H. Born Carmelo Giaccotto and Titos E. Ritsatos (2004) ได้ทำการตรวจสอบวิธีการที่นิยมเพิ่มขึ้นในการจ่ายเงินสดออกไปของกิจการในกลุ่มธุรกิจประกันภัย ซึ่งก็คือ โครงการซื้อหุ้นคืน จากการใช้กลุ่มตัวอย่างที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนในช่วง 1981 – 1997 โดยได้ทำการตรวจสอบแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืน ประเมินการตอบสนองของตลาดจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน และประเมินความเป็นไปได้ของการตอบสนองของกิจการในกลุ่มธุรกิจประกันภัยกับลักษณะของการประกอบการ และทำการตรวจสอบ Abnormal return ในช่วงวันที่ประกาศ ซึ่งพบว่าผลกระทบในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญที่เกี่ยวข้องกับการประกาศการซื้อหุ้นคืน ผลดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาอื่นของทั้งกิจการ Non-financial และ Financial นอกจากนี้ยังให้ข้อสังเกตว่า ลักษณะของกิจการประกันภัยและกิจการที่มีกฎควบคุมอย่างเข้มงวดของกิจการประกันภัยอาจมีผลกระทบต่อการประกาศการซื้อหุ้นคืน

Edith Ginglinger and Jean-François L’her (2006) ได้ทำการตรวจสอบโครงการซื้อหุ้นคืนในฝรั่งเศส พบว่าตลาดโดยเฉลี่ยมีการตอบสนองต่อการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน อย่างไรก็ตามราคาตลาดถูกพบว่าขึ้นอยู่กับโครงสร้างการกำกับดูแล (Corporate Governance) ของแต่ละกิจการด้วย ผลกระทบทางบวกของการประกาศจะเกิดขึ้นกับกิจการที่มีความน่าจะเป็นน้อยที่จะถูก takeover และกิจการที่มีความเสี่ยงจาก MI น้อย นอกจากนี้โครงการซื้อหุ้นคืนมักเป็นข่าวดี เมื่อกิจการได้รับการสนับสนุนจากนักลงทุนต่างประเทศ

สัญญา พรพิทักษ์พงศ์ (2545) ได้ศึกษาถึงวิธีการและปัญหาของการบัญชีเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืน และผลกระทบจากการซื้อหุ้นคืนที่มีต่อบริษัท ผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุน

ผลกระทบจากการซื้อหุ้นคืนที่มีต่อการดำเนินงานของบริษัทโดยสรุปมีดังนี้

- บริษัทสามารถใช้เป็นเครื่องมือที่จะสะท้อนมูลค่าหุ้นที่เหมาะสมโดยการสร้างอุปสงค์ในหลักทรัพย์จากการซื้อหุ้นคืน หากเห็นว่าราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น
- ช่วยให้หุ้นของบริษัทมีสภาพคล่องเพิ่มขึ้น ซึ่งสามารถช่วยพยุงราคาหุ้น หรือทำให้ราคาหุ้นของบริษัทมีแนวโน้มสูงได้
- มีผลให้กำไรต่อหุ้นสูงขึ้น เนื่องจากหุ้นที่ซื้อคืนไม่มีสิทธิได้รับเงินปันผลจึงส่งผลให้จำนวนหุ้นถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่จะนำไปคำนวณกำไรสุทธิต่อหุ้นลดลง ส่งผลให้ราคาตลาดของหุ้นมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นได้

ผลกระทบจากการซื้อหุ้นคืนที่มีต่อผู้ลงทุนโดยสรุปมีดังนี้

- ทำให้กำไรต่อหุ้นของบริษัทสูงขึ้น ซึ่งผู้ลงทุนที่ไม่รู้กระบวนการวิธีการบัญชีอาจเข้าใจผิดว่ากำไรต่อหุ้นสูงขึ้นจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของบริษัท
- เป็นการกระตุ้นปริมาณซื้อขายหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้ราคาหุ้นของบริษัทสูงขึ้นได้ ผู้ลงทุนสามารถพิจารณาขายหุ้นเพื่อรับกำไรในรูปแบบของส่วนต่างผลกำไรจากการขายหุ้น (Capital Gains)

ศิริวรรณ นิตยตำรวจ (2545) ได้ศึกษาผลกระทบจากนโยบายการซื้อหุ้นคืนต่อราคาตลาดและความผันผวนของราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียน โดยทำการเก็บข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนที่ประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนตั้งแต่ปี 2544 – 2545 ทั้งหมด ซึ่งมีบริษัททั้งหมดจำนวน 7 บริษัท

ผลจากการวิจัย

1. การทดสอบเพื่อดูผลกระทบของนโยบายการซื้อหุ้นคืนต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ โดยทำการหาค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) และค่าสะสมของค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (CAR) และใช้ Market Model เป็นเครื่องมือในการทดสอบ ช่วงเวลาที่ใช้ในการทดสอบคือ 15 วันก่อน และหลังการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน และมีช่วงเวลาก่อนการประกาศค่าพารามิเตอร์ 60 วัน พบว่าไม่มีผลตอบแทนที่ผิดปกติเกิดขึ้นในแต่ละวันที่ทำการทดสอบ

อย่างไรก็ตาม มีผลตอบแทนที่ผิดปกติเกิดขึ้นในช่วง 15 วันหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน

2. การทดสอบเพื่อดูผลกระทบของนโยบายการซื้อหุ้นคืนต่อความผันผวนของราคาตลาดของหุ้นสามัญ โดยใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในการวัดความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 3 ช่วงเวลา คือ ในช่วงก่อนและหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน 15 วัน 60 วัน และ 180 วัน พบว่าความผันผวนของราคาตลาดก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนไม่ต่างกันไม่ว่าจะคำนวณผลกระทบของตลาดหรือไม่

วรศักดิ์ ทูมมานนท์ (2548) ได้ขยายขอบเขตการศึกษาของ **ศิริวรรณ นิตย์ดำรง (2545)** โดยศึกษาการตอบสนองของตลาดที่มีต่อการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียน จำนวน 27 บริษัท (ข้อมูลตั้งแต่ปี 2544 – 2547) ช่วงเวลาที่ใช้ในการทดสอบครอบคลุม 21 วัน คือ ก่อนและหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน 10 วัน และมีช่วงเวลาการประมาณค่าพารามิเตอร์ 10 วัน โดยใช้ Market Model เป็นเครื่องมือในการทดสอบ ทำการคำนวณหาค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (CAR) ของแต่ละบริษัท และค่าเฉลี่ยของค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (MCAR) ของทุกบริษัทในช่วงเวลาการทดสอบ

ผลการวิจัย

1. พบว่า 14 บริษัทที่ซื้อหุ้นคืนมีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (CAR) เป็นบวกในช่วงเวลาในการทดสอบ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าผู้ลงทุนมองว่าการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนเป็นสัญญาณ (ข่าวดี) ที่ผู้บริหารส่งให้แก่ผู้ถือหุ้นว่ากำไรในอนาคตจะสูงขึ้น และอีก 13 บริษัทมีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (CAR) ติดลบในช่วงเวลาในการทดสอบ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าผู้ลงทุนมองว่าการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนเป็นสัญญาณ (ข่าวร้าย) ที่ผู้บริหารส่งให้แก่ผู้ถือหุ้นว่าเป็นความต้องการในการพยุงกำไรต่อหุ้นไว้ไม่ให้ต่ำลงมาก สำหรับค่าเฉลี่ยของค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (MCAR) ของ 27 บริษัทคือ 0.442%

2. ผลการทดสอบทางสถิติพบว่าตลาดไม่มีการตอบสนองต่อการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัท ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

2.3.3 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ผิดปกติ

Lev and Thiagarajan (1993) ได้ทำการทดสอบหาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนกับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน โดยใช้ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี ค.ศ. 1974 ถึง ค.ศ. 1988 ซึ่งใช้ปัจจัยพื้นฐานทั้งหมด 12 ค่า พบว่ามี 7 ค่าใน 12 ค่า ที่ได้รับการยอมรับว่ามีนัยสำคัญทางสถิติ คือสินค้านำเข้า เหลือ ลูกหนี้การค้า ใช้จ่ายฝ่ายทุน กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร อัตราภาษีที่แท้จริง และ labour force ซึ่งการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของสัญญาณจะนำไปสู่ข่าวดีและข่าวร้ายของผลตอบแทนในอนาคต

Piotroski (2000) ได้ประยุกต์วิธีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน ในการพัฒนากลยุทธ์การลงทุนในบริษัทที่อัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาด (book – to – market) สูง (High B/M) โดย Piotroski ได้นำปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน จำนวน 9 ค่า ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายการคงค้าง การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพเสี่ยง การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง การออกหุ้นสามัญ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น การเปลี่ยนแปลงอัตรากำไรขั้นต้นของสินทรัพย์ มาใช้ในการวิเคราะห์กลุ่มบริษัทที่มี High B/M เพื่อแยกความแตกต่างของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีออกจากบริษัทที่มีผลการดำเนินงานไม่ดี ผลจากการศึกษาพบว่า การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินนั้นช่วยให้สามารถแยกบริษัทที่มีผลประกอบการที่ดีออกจากกลุ่มบริษัทที่มี High B/M ได้ ซึ่งจะช่วยให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนเพิ่มมากขึ้นจากการเลือกลงทุนในบริษัทที่มีผลประกอบการดี

ทรงภพ จิวากานนท์ (2546) ได้ทำการทดสอบหาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนเกินคาดหวังกับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน โดยการทดสอบหาผลตอบแทนเกินกว่าค่าคาดหวังมี 2 วิธี คือ Mean Adjusted Return และ Market Adjusted Return เพื่อคำนวณค่า Cumulative Abnormal Return (CAR) แล้วจึงนำไปทดสอบความสัมพันธ์กับอัตราส่วนทางการเงินด้วยวิธี Multiple Regression Analysis ซึ่งจากการทดสอบดังกล่าวสามารถบอกได้ว่า นักลงทุนมีการใช้ข้อมูลของงบการเงินเพียงบางส่วนเท่านั้น ซึ่งจะเน้นในด้านความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเป็นสำคัญ แต่ในส่วนที่มีผลกระทบในระยะยาว นักลงทุนยังไม่ได้มีการใช้ข้อมูลในส่วนนี้มากนัก

อาการ ชื่นสะง้อ (2548) ได้ทำการทดสอบการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเพื่อใช้บ่งบอกถึงผลตอบแทนที่ผิดปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้า และทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ผิดปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้า โดยผลการทดสอบพบว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงกำไรขั้นต้นและอัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่การเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้ามีความสัมพันธ์กับ อัตราการเปลี่ยนแปลงกำไรขั้นต้น อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น และการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

2.4 การพัฒนาสมมติฐาน

จากแนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่านักลงทุนจะทำการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์เพื่อนำไปใช้ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจ โดยพิจารณาจากผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ๆ และเมื่อนักลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารใหม่ก็จะทำการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ตามข้อมูลข่าวสารนั้น ๆ หากนักลงทุนประเมินว่าข้อมูลข่าวสารที่ได้รับเป็นข่าวดี จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น แต่หากนักลงทุนประเมินว่าข้อมูลข่าวสารที่ได้รับเป็นข่าวร้าย จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง ดังนั้นการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนจึงถือเป็นข้อมูลข่าวสารใหม่ที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์

งานวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนนั้น พบว่า ศิริวรรณ นิตย์ดำรง (2545) ได้ทำการทดสอบในช่วงเวลาก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนเป็นระยะเวลา 15 วัน และมีช่วงพารามิเตอร์ก่อนการทดสอบ 60 วัน โดยในขณะนั้นมีบริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืนเพียง 7 บริษัทเท่านั้น ต่อมาในปี 2548 ดร.วรศักดิ์ ทูมมานนท์ ได้ทำการศึกษาอีกครั้ง โดยทำการทดสอบในช่วงเวลาก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนเป็นระยะเวลา 10 วัน และมีช่วงพารามิเตอร์ก่อนการทดสอบ 10 วัน ดังนั้นการศึกษาของผู้วิจัยในครั้งนี้จึงต้องการขยายผลการตรวจสอบให้มีความชัดเจนมากขึ้นจึงได้มีการกำหนดช่วงเวลาในการทดสอบเป็น 5 และ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน และมีช่วงพารามิเตอร์ก่อนการทดสอบ 60 วัน อีกทั้งผู้วิจัยต้องการขยายผลเพิ่มเติมว่าการประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทภายหลังจากการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน จะก่อให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนหรือไม่ จึงได้ทำการทดสอบเพื่อ

หาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมดังกล่าว โดยมีช่วงเวลาในการทดสอบ 5 และ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน และช่วงพารามิเตอร์ 60 วัน โดยมีสมมติฐานงานวิจัย ดังนี้

- H_1 : เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
- H_2 : เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

นอกจากนี้ ผู้วิจัยมีข้อสังเกตว่าทั้งที่บริษัทจดทะเบียนต่างก็มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน แต่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ของแต่ละบริษัทกลับมีความแตกต่างกัน คือมีทั้งเป็นบวก และเป็นลบ จากการผลการวิจัยของ Li-Chin Jennifer Ho, Chao-Shin Liu and Ramachandran Ramanan (1997) ที่พบว่า การตอบสนองของตลาดต่อการประกาศการซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์โดยตรงกับความสามารถในการทำกำไรของการเติบโตของยอดขายงวดก่อน จึงแสดงให้เห็นว่านักลงทุนมีการประเมินการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบริษัทเป็นได้ทั้งข่าวดีและข่าวร้ายนั้น ดังนั้น นักลงทุนจึงนำปัจจัยพื้นฐานทางการเงินของบริษัทที่คำนวณได้จากข้อมูลทางบัญชีมาพิจารณา ร่วมในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วย และจากการทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ผิดปกติ พบว่า มีปัจจัยพื้นฐานทางการเงินบางตัวที่มีความสัมพันธ์กับการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติจริง

ด้วยเหตุนี้ ผู้วิจัยทำการตรวจสอบปัจจัยต่าง ๆ ที่อาจก่อให้เกิดความแตกต่างต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Returns หรือ CAR) ของหลักทรัพย์ในแต่ละบริษัท เพื่อพิสูจน์ว่าปัจจัยพื้นฐานทางการเงินใดบ้างที่มีคุณค่าต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของนักลงทุน โดยมีสมมติฐานงานวิจัย ดังนี้

- H_3 : การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ขึ้นอยู่กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน

H₄ : การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ขึ้นอยู่กับ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน

ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่นำมาใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ได้แก่

- การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Change in Return on Assets)
- การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนยอดขายต่อค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (Selling and Administrative Expenses)
- การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนยอดขายต่อลูกหนี้ (Accounts Receivable)
- การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Change in Liquidity)
- การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนการเติบโตของยอดขาย (Sale Growth)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

วิธีการดำเนินการวิจัยในการวิจัยครั้งนี้แบ่งออกเป็น 4 ส่วน ดังนี้

1. รูปแบบที่ใช้ในการวิจัย
2. การเก็บรวบรวมข้อมูล
3. ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย
4. การวิเคราะห์ข้อมูล

3.1 รูปแบบที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยการศึกษาระดับปริญญาโทพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีนโยบายการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในครั้งนี้ เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) ซึ่งเป็นรูปแบบของการวิจัยที่อ้างอิงกับหลักเหตุผล (Reasoning-based) เพื่อทดสอบบริบทของทฤษฎีจากข้อมูลที่ได้รับรวบรวมได้ ทั้งโดยทางตรงและโดยทางอ้อม โดยส่วนมากนิยมใช้เทคนิคทางสถิติในการทดสอบและการวิเคราะห์ข้อมูล รูปแบบของการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) แบ่งเป็น 2 รูปแบบ คือ 1) เหตุผลเชิงอุปนัย (Inductive reasoning) และ 2) เหตุผลเชิงนิรนัย (Deductive reasoning) การวิจัยครั้งนี้เป็นการทดสอบเหตุผลในเชิงนิรนัย เนื่องจากเป็นการรวบรวมจากสิ่งที่สนใจจะศึกษาเพื่ออธิบายเหตุผล มิได้เป็นการสร้างทฤษฎีขึ้นมาใหม่ โดยการวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาค้นคว้าและเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ได้แก่ เอกสาร วิทยานิพนธ์ งานวิจัย สิ่งพิมพ์ บทความ ตำราต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง และฐานข้อมูลจากของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

เนื่องจากเป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจะใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ได้แก่ เอกสาร วิทยานิพนธ์ งานวิจัย สิ่งพิมพ์ บทความ ตำราต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง และฐานข้อมูลจากของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เปิดเผยในเว็บไซต์ www.Setsmart.com, www.set.or.th และ www.sec.or.th ตามลำดับ โดยเก็บรวบรวมข้อมูล

ของบริษัทจดทะเบียนที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 จนถึงวันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2549

3.2.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

1. จะต้องเป็นบริษัทจดทะเบียนที่ประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) นับตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม 2544 ที่มีการบังคับใช้ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 จนถึง วันที่ 30 มิถุนายน 2549
2. จะต้องเป็นบริษัทจดทะเบียนที่มีการซื้อหุ้นคืนทางตรง นั่นคือ ไม่นับรวมการซื้อหุ้นคืนของบริษัทย่อยที่ซื้อหุ้นบริษัทใหญ่
3. จะต้องเป็นบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลที่ต้องการนำมาใช้ในการทดสอบอย่างครบถ้วน ได้แก่ ข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ ข้อมูลจากงบการเงินที่นำมาใช้ในการคำนวณปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน รวมทั้งการเก็บข้อมูลดังกล่าวต้องไม่ก่อให้เกิดปัญหาในช่วงเวลาที่ทำการทดสอบ

จากการคัดเลือกบริษัทจดทะเบียนที่เป็นไปตามเงื่อนไขของการวิจัย พบว่า มีจำนวนทั้งสิ้น 25 บริษัท ดังนี้

ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ
● บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	ADVANC
● บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน)	AH
● บริษัท ซีวีดี เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)	CVD
● บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน)	DTC
● บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	EGCOMP
● บริษัท ฟินันซ่า จำกัด (มหาชน)	FNS
● บริษัท บริหารและพัฒนาเพื่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม จำกัด (มหาชน)	GENCO
● บริษัท จีเอ็มเอ็ม มีเดีย จำกัด (มหาชน)	GMMM
● บริษัท จีเอ็มเอ็ม แกรมมี่ จำกัด (มหาชน)	GRAMMY
● บริษัท ไอ.ซี.ซี. อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	ICC

<u>ชื่อบริษัท</u>	<u>ชื่อย่อ</u>
● บริษัท ไทยน็อค สเตนเลส จำกัด (มหาชน)	INOX
● บริษัท ล้ำสูง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	LST
● บริษัท มติชน จำกัด (มหาชน)	MATI
● บริษัท เอ็ม บี เค จำกัด (มหาชน)	MBK
● บริษัท โมเดิร์นฟอรั่มกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	MODERN
● บริษัท ประกิต ไฮลด์จิ่ง จำกัด (มหาชน)	P-FCB
● บริษัท พีรเซียส ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน)	PSL
● บริษัท ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน)	SCCC
● บริษัท ซีเอ็ดยูเคชั่น จำกัด (มหาชน)	SE-ED
● บริษัท ศรีไทยซูเปอร์แวร์ จำกัด (มหาชน)	SITHAI
● บริษัท สยามสหบริการ จำกัด (มหาชน)	SUSCO
● บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)	THANI
● บริษัท ไทยพลาสติกและเคมีภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)	TPC
● บริษัท ไทยคุณ เวิลด์ไวด์ กรุ๊ป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	TYCN
● บริษัท หลักทรัพย์ ซีมิโก้ จำกัด (มหาชน)	ZMICO

3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยนี้แบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน คือ การศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) และการศึกษาปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่อาจมีผลกระทบต่อการศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียน ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยจึงแบ่งออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ ๆ ดังนี้

3.3.1 การศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน

โดยการศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติต่อราคาหลักทรัพย์นี้ แบ่งออกเป็น

1. เพื่อศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติต่อการประกาศนโยบายประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
2. เพื่อศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติต่อการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน

โดยขั้นตอนการศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติจากเหตุการณ์ทั้งสองจะมีวิธีการทดสอบเหมือนกัน แตกต่างกันตรงการเก็บข้อมูลเพื่อทำการทดสอบ จะขึ้นอยู่กับว่าเป็นการศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติจากเหตุการณ์ใด ซึ่งมีวิธีการดังนี้

คำนวณค่าอัลฟา (α) และค่าเบต้า (β) ของหุ้นบริษัทที่จะนำมาศึกษา โดยใช้ข้อมูลการซื้อขายหุ้นรายวัน จำนวน 60 วัน ก่อนช่วงระยะเวลาที่จะนำมาทดสอบ

หลังจากคำนวณค่าอัลฟา (α) และค่าเบต้า (β) ของหุ้นบริษัทที่จะนำมาศึกษา จะทำการคำนวณค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทนของบริษัท (ϵ) ของหุ้นแต่ละตัว เพื่อหาผลตอบแทนของหุ้นแต่ละตัวที่แตกต่างจากผลตอบแทนที่คาดการณ์ (Expected Return) ของหุ้นนั้น ๆ ซึ่งการคำนวณค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทนของบริษัทสามารถคำนวณได้จากสมการ Market model

หลังจากที่ได้ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทนของบริษัท (ϵ) ของหุ้นแต่ละตัว และแต่ละวันที่นำมาพิจารณาแล้ว จะคำนวณค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทนของบริษัท (Abnormal Return (AR)) ของหุ้นทุกตัวของแต่ละวันที่นำมาทดสอบ และหาค่าสะสมของ Abnormal Return (Cumulative Abnormal Return (CAR))

ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติ (Cumulative Abnormal Return) เป็นค่าสะสมของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) ในช่วงระยะเวลาที่กำหนด ซึ่งเป็นผลกระทบจาก (1) การประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) (2) การประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรกภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมการ ดังนี้

$$CAR_{(p,q)j} = \sum_{t=p}^q AR_j$$

โดยที่

$CAR_{(p,q)j}$ = อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของบริษัท j จากวันที่ p ถึงวันที่ q

AR_j = อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท j

การวัดค่าของผลตอบแทนที่ไม่ปกติ (Abnormal Return) ของบริษัท จะใช้ Market Model เป็นเครื่องมือในการทดสอบ เนื่องจากเป็นรูปแบบที่เข้าใจง่าย และนิยมใช้ในการศึกษาเชิงประจักษ์ โดยมีรูปแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง (Linear Relationship) ซึ่งเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

โดยที่

R_{jt} = อัตราผลตอบแทนของบริษัท j เวลา t
(กำหนดให้ j = จำนวนบริษัทที่ประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน)

α_j = ส่วนประกอบของผลตอบแทนของบริษัท j ที่ไม่ขึ้นอยู่กับผลตอบแทนโดยรวมของตลาด

β_j = ค่าสัมประสิทธิ์แสดงการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัท j เมื่อเปรียบเทียบกับ การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนโดยรวมของตลาด

R_{mt} = อัตราผลตอบแทนตลาดของบริษัท j เวลา t

ε_{jt} = ค่าความคลาดเคลื่อนของผลตอบแทนของบริษัท j ณ ช่วงเวลา t

จากทฤษฎี Market Model จะสันนิษฐานว่า ค่าความชัน (Slope) ซึ่งได้แก่ ค่าเบต้าของหุ้น (β_j) และค่าจุดตัด (intercept) ซึ่งได้แก่ อัลฟาของหุ้น (α_j) เป็นค่าคงที่ตลอดช่วงเวลาที่กำหนดและจากสมการดังกล่าว จะสามารถนำไปใช้หาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return, ε_{jt}) ตามสมการ Market Model ได้ โดย Abnormal Return ของหุ้นใด ๆ ณ

เวลาหนึ่งเวลาใด จะเท่ากับผลแตกต่างระหว่างผลตอบแทนที่แท้จริง (Actual Return, R_{jt}) ของหุ้นบริษัทนั้น กับผลตอบแทนที่คาดการณ์ (Expected Return, \hat{R}_{jt}) ณ เวลาเดียวกัน ซึ่งสามารถหาได้จากสมการต่อไปนี้

$$\hat{R}_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt}$$

โดยที่

$$\hat{R}_{jt} = \text{อัตราผลตอบแทนคาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ } j \text{ เวลา } t$$

$$\varepsilon_{jt} = R_{jt} - \hat{R}_{jt}$$

$$R_{jt} = \text{อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ } j \text{ เวลา } t$$

ดังนั้น ผลตอบแทนผิดปกติของหลักทรัพย์ใด ๆ ณ เวลา t เท่ากับ ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงกับผลตอบแทนที่คาดหวัง ซึ่งสามารถหาได้จากสมการต่อไปนี้

$$AR_{jt} = R_{jt} - (\alpha_{jt} + \beta_j R_{mt})$$

โดยที่

$$AR_{jt} = \text{อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท } j \text{ เวลา } t$$

$$R_{jt} = \text{อัตราผลตอบแทนของบริษัท } j \text{ เวลา } t$$

$$\alpha_{jt} = \text{อัตราผลตอบแทนของบริษัท } j \text{ เวลา } t \text{ ที่ไม่สามารถอธิบายได้ว่าเกิดขึ้นจากปัจจัยใด}$$

$$\beta_j R_{mt} = \text{อัตราผลตอบแทนของบริษัท } j \text{ เวลา } t \text{ ที่ผันแปรตามอัตราผลตอบแทนของตลาด}$$

ข้อสังเกต

- 1) ผลตอบแทนของหุ้นบริษัท j ณ เวลา t (R_{jt}) จะคำนวณได้จากสมการต่อไปนี้

$$R_{jt} = \frac{P_{jt} + P_{jt-1} + D_{jt}}{P_{jt-1}}$$

โดยที่

$$R_{jt} = \text{อัตราผลตอบแทนของบริษัท } j \text{ เวลา } t$$

$$P_{jt} = \text{ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท } j \text{ เวลา } t$$

$$P_{jt-1} = \text{ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท } j \text{ เวลา } t-1$$

$$D_{jt} = \text{เงินปันผลของหลักทรัพย์ } j \text{ ที่ได้รับเวลา } t$$

- 2) ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ณ เวลา t (R_{mt}) จะคำนวณหาได้จากสมการต่อไปนี้

$$R_{mt} = \frac{Index_t - Index_{t-1}}{Index_{t-1}}$$

โดยที่

$$R_{mt} = \text{อัตราผลตอบแทนโดยรวมของตลาดเวลา } t$$

$$Index_t = \text{ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาด เวลา } t$$

$$Index_{t-1} = \text{ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาด เวลา } t-1$$

- 3) การคำนวณอัลฟา (α) และค่าเบต้า (β) ใน Market Model ใช้วิธี Ordinary Least-Squares Regression (OLS) ด้วยข้อมูลอัตราผลตอบแทนของบริษัท (R_j) และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของตลาด (R_{mt}) ที่เกิดขึ้นจริงในช่วงระยะเวลาก่อนประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืนของบริษัทเป็นเวลา 60 วัน ซึ่งสามารถคำนวณได้จากสมการต่อไปนี้

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_j$$

โดยที่

$$R_{jt} = \text{อัตราผลตอบแทนของบริษัท } j \text{ เวลา } t$$

$$\alpha_j = \text{ส่วนประกอบของผลตอบแทนของบริษัท } j \text{ ที่ไม่}$$

$$\beta_j = \begin{array}{l} \text{ขึ้นอยู่กับผลตอบแทนโดยรวมของตลาด} \\ \text{ค่าสัมประสิทธิ์แสดงการเปลี่ยนแปลงของ} \\ \text{ผลตอบแทนที่คาดหวังของ บริษัท } j \text{ เมื่อ} \\ \text{เปรียบเทียบกับ การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทน} \\ \text{โดยรวมของตลาด} \end{array}$$

$$R_{mt} = \text{อัตราผลตอบแทนของตลาด เวลา } t$$

- 4) การคำนวณผลตอบแทนของหุ้นแต่ละตัว จะให้ราคาปิดของหุ้นนั้นในแต่ละวัน แต่ในกรณีที่หุ้นบริษัทใดไม่มีการซื้อขายในวันนั้น จะใช้ราคาปิดครั้งล่าสุดของหุ้นตัวนั้นแทน
- 5) การนับจำนวนวันจะไม่นับรวมวันหยุดทำการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทั้งนี้ ในการวิจัยจะมีการทดสอบความเหมาะสมในการนำ Market Model มาใช้ โดยการทดสอบค่า Coefficient หรือ ค่าเบต้า (β) ว่ามีค่าเท่ากับ 0 หรือไม่ หากค่าเบต้า เท่ากับ 0 แสดงว่าการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนไม่มีผลกระทบต่อ ตลาด ดังนั้นการใช้ Market Model จึงไม่เหมาะสม โดยจะเป็นการทดสอบข้อมูลผลตอบแทนของหลักทรัพย์และผลตอบแทนโดยรวมของหลักทรัพย์ที่นำมาใช้ในการคำนวณหาค่าอัลฟา (α) และค่าเบต้า (β) จากสมการ Market Model เป็นเวลา 60 วันก่อนวันประกาศเหตุการณ์สำคัญ

โดยคำนวณค่าสถิติ T-test ที่ระดับความเชื่อมั่นต่าง ๆ เช่น 95% และ 90% ตามลำดับ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน ดังนี้

$$H_0 = \beta = 0 \text{ (ผลตอบแทนของตลาดไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์)}$$

$$H_1 = \beta \neq 0 \text{ (ผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์)}$$

โดยการศึกษากการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีการซื้อหุ้นคืนนั้น จะมีช่วงเวลาในการทดสอบ ดังนี้

1. ศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติต่อการประกาศนโยบายประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

เนื่องจากแต่ละบริษัทจะมีการประกาศซื้อหุ้นคืนในวันที่แตกต่างกันออกไป ดังนั้นจึงต้องมีการปรับฐานข้อมูลของบริษัทให้อยู่ในระบบเดียวกัน นั่นคือ กำหนดให้วันที่บริษัทมีการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน เป็นวันที่ "0" แล้วจัดแบ่งช่วงเวลาในการทดสอบออกเป็นช่วงดังนี้



นอกจากนี้ การเก็บข้อมูลในส่วนต่างๆ ของบริษัทและผลตอบแทนตลาดจะต้องมีช่วงตรงกับแต่ละหลักทรัพย์ด้วย

2. ศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติต่อการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน

เนื่องจากวันที่บริษัทประกาศผลการดำเนินงาน (งบการเงิน) คือ วันที่บริษัทนำส่งงบการเงินกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น แต่ละบริษัทจะมีการนำส่งงบในวันที่แตกต่างกันออกไป ดังนั้นจึงต้องมีการปรับฐานข้อมูลของแต่ละบริษัทให้อยู่ในระบบเดียวกัน นั่นคือ กำหนดให้วันที่บริษัทนำส่งงบการเงินกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นครั้งแรกภายหลังจากการซื้อหุ้นคืน เป็นวันที่ "0" แล้วจัดแบ่งช่วงเวลาในการทดสอบออกเป็นช่วงดังนี้



นอกจากนี้ การเก็บข้อมูลในส่วนต่างๆ ของบริษัทและผลตอบแทนตลาดจะต้องมีช่วงตรงกับแต่ละหลักทรัพย์ด้วย

สำหรับการแบ่งช่วงในการทดสอบนี้ได้อ้างอิงตามงานวิจัยต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับการศึกษาผลกระทบจากเหตุการณ์ต่าง ๆ ที่มีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในประเทศไทย ซึ่งมักจะทำการทดสอบในช่วงระยะเวลา ก่อนและหลังประกาศ 5 วัน และ 15 วัน สำหรับงานวิจัย

เกี่ยวกับผลกระทบจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนนั้น พบว่า ศิริวรรณ นิตยดำรง (2545) ได้ทำการทดสอบในช่วงเวลาก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนเป็นระยะเวลา 15 วัน และมีช่วงพารามิเตอร์ก่อนการทดสอบ 60 วัน โดยในขณะนั้นมีบริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืนเพียง 7 บริษัทเท่านั้น ต่อมาในปี 2548 ดร.วรศักดิ์ ทูมมานนท์ ได้ทำการศึกษาอีกครั้ง โดยทำการทดสอบในช่วงเวลาก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนเป็นระยะเวลา 10 วัน และมีช่วงพารามิเตอร์ก่อนการทดสอบ 10 วัน ดังนั้นการศึกษาของผู้วิจัยในครั้งนี้จึงต้องการขยายผลการตรวจสอบให้มีความชัดเจนมากขึ้นจึงได้มีการกำหนดช่วงเวลาในการทดสอบเป็น 5 และ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน และมีช่วงพารามิเตอร์ก่อนการทดสอบ 60 วัน

ทั้งนี้ จากการศึกษาเอกสารและงานวิจัยเกี่ยวกับการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนในประเทศไทย มีข้อสังเกตว่าทั้งที่บริษัทจดทะเบียนต่างก็มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน แต่ค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (CAR) ของแต่ละบริษัทกลับมีความแตกต่างกัน และเมื่ออ้างอิงงานวิจัยของ Li-Chin Jennifer Ho, Chao-Shin Liu and Ramachandran Ramanan (1997) พบว่าการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศการซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์โดยตรงกับความสามารถในการทำกำไรของการเติบโตของยอดขายงวดก่อน ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการที่นักลงทุนมองว่าการซื้อหุ้นคืนของบริษัทเป็นได้ทั้งข่าวดี และข่าวร้ายนั้น นักลงทุนได้นำปัจจัยพื้นฐานทางการเงินของบริษัทที่สามารถหาได้จากข้อมูลทางบัญชีมาพิจารณาร่วมด้วย จึงส่งผลให้ค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติของแต่ละบริษัทมีความแตกต่างกัน

ด้วยเหตุนี้ ผู้วิจัยทำการตรวจสอบปัจจัยต่าง ๆ ที่อาจก่อให้เกิดความแตกต่างต่อค่าสะสมของผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติจากการลงทุนในหลักทรัพย์ (Cumulative Abnormal Returns หรือ CAR) ของหลักทรัพย์ในแต่ละบริษัท เพื่อพิสูจน์ว่าปัจจัยพื้นฐานทางการเงินใดบ้างที่นักลงทุนให้ความสำคัญในการนำพิจารณาเพื่อประกอบการตัดสินใจเมื่อบริษัทมีนโยบายการซื้อหุ้นคืน

3.3.2 การศึกษาปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่อาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน

โดยการศึกษาปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่อาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม แบ่งออกเป็น

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติต่อราคาหลักทรัพย์ ณ วันที่ประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในงวดก่อน (งบการเงินที่ประกาศต่อสาธารณะล่าสุดก่อนประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน)

เนื่องจากมีความเชื่อว่าปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในงบการเงินก่อนการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้นักลงทุนใช้พิจารณาเพื่อให้เกิดความเชื่อมั่นในบริษัทที่มีนโยบายการซื้อหุ้นคืน จนส่งผลให้เกิดความแตกต่างของผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติต่อราคาหลักทรัพย์ในแต่ละบริษัท

2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติต่อราคาหลักทรัพย์ ณ วันที่มีการประกาศผลการดำเนินงานภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในงวดนั้น (งบการเงินที่ประกาศต่อสาธารณะครั้งแรกภายหลังการซื้อหุ้นคืน)

เนื่องจากมีความเชื่อว่าผลการดำเนินงานที่ประกาศภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนไปแล้ว จะเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้นักลงทุนใช้พิจารณาศักยภาพและสถานะของบริษัท เพื่อก่อให้เกิดความเชื่อมั่นว่าการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนจะเป็นข่าวดี ที่นักลงทุนจะสามารถคาดหวังถึงผลตอบแทนที่อาจได้รับในอนาคตต่อไป จนส่งผลให้เกิดความแตกต่างของผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติต่อราคาหลักทรัพย์ในแต่ละบริษัท

โดยมีเงื่อนไขการทดสอบและการเก็บข้อมูลปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในการวิจัย ดังนี้

1) วิธีการทดสอบและขั้นตอนการศึกษาของทั้งสองเหตุการณ์มีรูปแบบเหมือนกัน แตกต่างกันที่ ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติที่คำนวณได้ และข้อมูลปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน ที่นำมาทดสอบจะได้มาจากคนละช่วงเวลาขึ้นอยู่กับเหตุการณ์นั้น ๆ

2) การเก็บข้อมูลปัจจัยพื้นฐานทางการเงินจากงบการเงินที่ประกาศต่อสาธารณะล่าสุดก่อนมีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน เนื่องจากไม่มีงบการเงิน ณ ช่วงเวลาที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน ดังนั้นงบการเงินที่ใกล้เคียงการเกิดเหตุการณ์สำคัญที่สุดจะแสดงให้เห็นศักยภาพของบริษัท ณ เวลานั้นมากที่สุด

3) การเก็บข้อมูลปัจจัยพื้นฐานทางการเงินจากงบการเงินที่ประกาศต่อสาธารณะครั้งแรกภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน เนื่องจากเป็นข้อมูลในระยะเวลาที่ไม่ไกลจากวันที่ประกาศการซื้อหุ้นคืนมากนัก และยังอยู่ในช่วงระหว่างที่บริษัทมีการซื้อหุ้นคืน อีกทั้งเพื่อควบคุมผลกระทบที่อาจเกิดจากเหตุการณ์สำคัญอื่น ๆ

โดยการทดสอบดังกล่าวข้างต้น จะใช้วิธีการทดสอบแบบ Multiple Regression Analysis ซึ่งลักษณะทั่วไปของสมการถดถอยเชิงพหุจะมีรูปแบบสมการดังนี้

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots \beta_n X_n + \varepsilon$$

สมมติฐานในการทดสอบ คือ มีปัจจัยพื้นฐานทางการเงินอย่างน้อย 1 ค่า ที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติ (CAR)

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \dots \beta_n = 0$$

$$H_1: \text{มี } \beta_i \text{ อย่างน้อยหนึ่งค่า ที่ } \neq 0$$

การทดสอบใช้ค่าสถิติ F-test ที่ระดับความเชื่อมั่นต่าง ๆ เช่น 95% และ 90% ตามลำดับ

การทดสอบแบบ F-test เป็นการทดสอบสมมติฐานเพื่อดูว่าค่าประสิทธิภาพความชันทุกตัวในสมการตัวแบบที่ประมาณการได้นั้นมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่

จากสมมติฐานข้างต้น หากสามารถปฏิเสธ H_0 ได้ จะสามารถสรุปได้ว่ามีตัวแปรอย่างน้อย 1 ตัว สามารถอธิบายความสัมพันธ์ตัวแปรอิสระอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หรือสามารถอธิบายได้ว่าสมการตัวแบบสามารถอธิบายตัวแปรอิสระด้านขวามือได้อย่างน้อย 1 ตัว อย่างมีนัยสำคัญ

อย่างไรก็ตาม ถึงแม้จะพบว่าการทดสอบสามารถปฏิเสธ H_0 ได้ แต่ก็ยังเป็น แต่ก็เป็น การทดสอบโดยรวมเท่านั้น การจะหาว่าตัวแปรใดมีนัยสำคัญทางสถิติจำเป็นต้องทำการทดสอบแต่ละตัวโดยใช้ค่าสถิติ t-test อีกครั้งหนึ่ง

สมมติฐานในการทดสอบ คือ

$$H_0: \beta_i = 0$$

$$H_1: \beta_i \neq 0$$

แล้วทำการทดสอบจนครบทุกตัวแปรที่ระดับความเชื่อมั่น 95 %และ90% ตามลำดับ

ถ้าตัวแปรใดปฏิเสธสมมติฐาน H_0 จะสรุปได้ว่าตัวแปรตามมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับตัวแปรอิสระด้านขวามือ

การทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติ(CAR) กับ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน จะคำนวณจากข้อมูลผลการดำเนินงานที่เปิดเผยต่อสาธารณะ โดยแบ่งเป็น

1. งบการเงินที่ประกาศต่อสาธารณะครั้งล่าสุดก่อนมีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
2. งบการเงินที่ประกาศเป็นครั้งแรกหลังจากมีการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

หมายถึง ตัวแปรอิสระที่มีผลกระทบต่อตัวแปรตาม ได้แก่ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินจากอัตราส่วนทางการเงินต่าง ๆ ดังนี้

1. การทำกำไรของบริษัท (Profitability)

1.1 Change in ROA (*CHIROA*) คือ การเปลี่ยนแปลงของกำไรของบริษัทเมื่อเทียบกับมูลค่าสินทรัพย์ โดยมีที่มาจาก $ROA_t - ROA_{t-1}$

Change in ROA คือ การทำกำไรเพิ่มขึ้นหรือลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับมูลค่าสินทรัพย์ที่มีอยู่ เป็นการบอกถึงความสามารถในการใช้สินทรัพย์นั้นมาทำกำไรได้มากน้อยเพียงใด โดยการศึกษา โดย Piotroski (2000) แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนต่ำหรือสูงของค่า Change in ROA สามารถบอกถึงข่าวดีหรือข่าวร้ายของบริษัทในการคาดหวังผลตอบแทนในอนาคตได้ และเนื่องจากบริษัทที่จะทำการซื้อหุ้นคืนได้นั้น บริษัทจำเป็นต้องที่มีอัตราการเจริญเติบโตที่ดีรวมทั้งความสามารถในการทำกำไรด้วย

1.2 Selling and Administrative Expenses (SA) คือ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนยอดขายกับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารโดยมีที่มาจาก

$$\Delta \text{Sale}_t - \Delta \text{Selling and administrative Expenses}_t$$

โดย $\Delta \text{Selling and administrative Expenses}_t$ คำนวณจาก

$$(\Delta \text{Selling and administrative Expenses}_t - \Delta \text{Selling and administrative Expenses}_{t-1}) / \Delta \text{Selling and administrative Expenses}_{t-1}$$

Selling and Administrative Expenses คือ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนทางด้านยอดขายต่อค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ซึ่งจะบอกถึงการเปลี่ยนแปลงของยอดขายเมื่อเทียบกับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร สามารถบอกถึงประสิทธิภาพการทำงานและศักยภาพของบริษัทที่จะสามารถทำการซื้อหุ้นคืนได้ โดยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงเมื่อเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของยอดขายทำให้ทราบถึงความคุ้มค่าของเม็ดเงินที่บริษัทจ่ายออกไปเมื่อเทียบกับรายได้ที่บริษัทจะได้รับ อีกทั้งยังสามารถคาดการณ์ผลตอบแทนในอนาคตได้อีกด้วย

2. สภาพคล่องของบริษัท (Liquidity)

2.1 Accounts Receivable (ACR) คือ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนยอดขายต่อลูกหนี้ โดยมีที่มาจาก

$$\Delta \text{Sale}_t - \Delta \text{Accounts Receivable}_t$$

โดย $\Delta \text{Accounts Receivable}_t$ คำนวณจาก

$$\frac{(\text{Accounts Receivable}_t - \text{Accounts Receivable}_{t-1})}{\Delta \text{Accounts Receivable}_{t-1}}$$

Accounts Receivable คือ ส่วนต่างของลูกหนี้กับยอดขายที่จะแสดงถึงการเติบโตของลูกหนี้กับยอดขาย ซึ่งจะสามารถคาดการณ์ถึงควมมีประสิทธิภาพในการทำกำไรในอนาคตและผลตอบแทนที่ได้รับ หากลูกหนี้มีการเติบโตมากกว่ายอดขายอาจชี้ให้เห็นถึงควมมีประสิทธิภาพต่ำ บ่งบอกว่ากำไรที่ทำได้นั้นอาจไม่ได้เป็นกำไรที่เกิดขึ้นจริง เป็นสัญญาณเตือนว่าบริษัทอาจขาดสภาพคล่อง การเปลี่ยนลูกหนี้เป็นเงินสดอาจทำได้ยาก ซึ่งบริษัทที่สามารถทำการซื้อหุ้นคืนได้นั้นจะต้องมีสภาพคล่องและเงินสดในมือสูง

เพราะฉะนั้นค่า Accounts Receivable จึงถูกคาดหวังว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อกำไรและผลตอบแทนในอนาคต

2.2 Change in Liquidity คือ การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียนโดยมีที่มาจาก $\text{Current Ratio}_t - \text{Current Ratio}_{t-1}$

เป็นการดูความแตกต่างของสภาพคล่องระหว่างงวดบัญชี โดยการศึกษาของ Piotroski (2000) ได้กล่าวว่ สภาพคล่องเพิ่มขึ้นเป็นสัญญาณที่ดีในอนาคต

3. ประสิทธิภาพของการดำเนินงานของบริษัท (Operation Efficiency)

3.1 Sale Growth (SG) คือ ยอดขายที่เพิ่มขึ้น โดยมีที่มาจาก $(\text{Sale}_t - \text{Sale}_{t-1}) / \text{Sale}_{t-1}$

โดย Beneish (1999) ได้ให้ความเห็นว่า ยอดขายที่สูงขึ้น จะเป็นส่วนที่ทำให้มีกำไร และผลตอบแทนที่สูงขึ้น อีกทั้งยังสามารถบอกถึงประสิทธิภาพของการบริหารงานภายใน ซึ่งสามารถที่จะทำกำไรให้แก่บริษัทในอนาคตได้ แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีแนวโน้มในการทำกำไรมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจึงเกิดจากการที่บริษัทมีศักยภาพเพียงพอในการดำเนินงานอย่างแท้จริง

ดังนั้น ตัวแบบที่ใช้วัดควมสัมพันธ์ได้แก่

$$CAR_j = \alpha + \beta_1 CHIROA_j + \beta_2 SA_j + \beta_3 ACR_j + \beta_4 CHIQ_j + \beta_5 SG_j + \varepsilon_j$$

ตารางที่ 3.1 รายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิดอธิบาย ได้ดังนี้

บทบาทของตัวแปร	ตัวย่อ	คำจำกัดความ	ประเภท	สัญลักษณ์ที่คาดหวัง
ตัวแปรตาม	CAR_j	ผลตอบแทนสะสมที่เกินปกติจากการลงทุนในหลักทรัพย์ j	Continuous	n/a
ตัวแปรอิสระ	$CHIROA_j$	การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของหลักทรัพย์ j	Continuous	+
ตัวแปรอิสระ	SA_j	การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนยอดขายต่อค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารของหลักทรัพย์ j	Continuous	+
ตัวแปรอิสระ	ACR_j	การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนยอดขายต่อลูกหนี้ของหลักทรัพย์ j	Continuous	+
ตัวแปรอิสระ	$CHIQ_j$	การเปลี่ยนแปลงอัตรากาหมุนเวียนของสินทรัพย์ของหลักทรัพย์ j	Continuous	+
ตัวแปรอิสระ	SG_j	การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนการเติบโตของยอดขายของหลักทรัพย์ j	Continuous	+

3.4 การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้เป็นไปตามวิจัยเชิงประจักษ์ มีการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสถิติสำเร็จรูปเพื่อการวิจัยทางสังคมศาสตร์ (Statistic package for social sciences หรือ SPSS) เพื่อศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน และพิจารณาถึงปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่ส่งผลกระทบต่อการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ดังนั้น จึงแบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลการวิจัยออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

3.4.1 การศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน

การศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Returns หรือ CARs) ต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนนี้ จะเป็นการวัดคุณค่าของข้อมูล (Information Contain) โดยจะพิจารณาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมจาก 2 เหตุการณ์ดังนี้

- บริษัทมีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
- มีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นในช่วงเวลาการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

โดยมีช่วงเวลาในการทดสอบก่อนและหลัง (1) การประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) (2) ประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) เป็นระยะเวลา 5 และ 15 วัน [-5, +5] [-15, +15]

3.4.1.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

จากค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่คำนวณได้นำมาคำนวณการวิเคราะห์ขั้นพื้นฐานโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) แสดงออกมาในรูปค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

3.4.1.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic)

เมื่อคำนวณค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ทำกรทดสอบแล้ว ต้องทำการทดสอบว่าค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยที่เกิดขึ้น (Mean Cumulative Abnormal Returns หรือ MCARs) ของทั้ง 25 บริษัท มีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ณ ระดับนัยสำคัญต่าง ๆ ได้แก่ 0.1 และ 0.05 ตามลำดับ หากอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ทำกรทดสอบ มีค่าไม่แตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญที่กำหนด หมายความว่า นโยบายการซื้อหุ้นคืนไม่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ แต่หากผลการทดสอบ พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ทำกรทดสอบ มีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญที่กำหนด หมายความว่า นโยบายการซื้อหุ้นคืนส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ

3.4.2 การศึกษาปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่อาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน

การศึกษาปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่อาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนที่มีนโยบายการซื้อหุ้นคืนนั้น เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นจาก 2 เหตุการณ์ ดังนี้

- บริษัทที่มีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
- มีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นในช่วงเวลาการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

3.4.2.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

ทำการวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) เพื่อทำการวิเคราะห์ข้อมูลปัจจัยพื้นฐานทางการเงินต่าง ๆ ที่ทำการศึกษา ได้แก่ Change in ROA Selling and Administrative Expenses Accounts Receivable Change in Liquidity และ Sale Growth โดยจะวิเคราะห์ข้อมูลออกมาในรูปสถิติพื้นฐานแสดงผลในรูปค่าเฉลี่ย (Mean) อัตราส่วน (Proportion) ค่ามัธยฐาน (Median) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

3.4.2.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic)

การทดสอบเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ตามตัวแบบในหัวข้อ 3.3 “ตัวแปรที่ใช้การวิจัย” โดยเลือกใช้ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่ผู้วิจัยได้ทำการทบทวนวรรณกรรม และปัจจัยพื้นฐานทางการเงินดังกล่าว ทั้ง 25 บริษัทที่มีนโยบายซื้อหุ้นคืนจะต้องมีข้อมูลที่สามารถนำมาคำนวณเพื่อทำการทดสอบได้

นอกจากนี้ การนำข้อมูลที่คำนวณแล้วมาทำการวิเคราะห์เพื่อสรุปสมมติฐานที่ตั้งไว้โดยทำการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) จำเป็นต้อง

ตรวจสอบข้อมูลที่นำมาวิเคราะห์ก่อน เพื่อให้เป็นไปตามเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) โดยที่สมการความถดถอยเชิงพหุ คือ

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots \beta_n X_n + \varepsilon$$

เงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุจะเหมือนกับเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเส้นอย่างง่าย ดังนี้

1. ความคลาดเคลื่อน e เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ
2. ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ นั่นคือ $E(e) = 0$
3. ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า $V(e) = \sigma_e^2$
4. e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกัน ; $i \neq j$ นั่นคือ covariance $(e_i, e_j) = 0$

โดยมีเงื่อนไขที่เพิ่มการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเส้นอย่างง่าย คือ

5. ตัวแปรอิสระ X_i และ X_j ต้องเป็นอิสระต่อกัน

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลจะแบ่งออกเป็น 4 ส่วน ตามวัตถุประสงค์การวิจัย ดังนี้

1. การศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
2. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่หาได้จากข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินที่ประกาศต่อสาธารณะ(ครั้งล่าสุด) ก่อนมีการประกาศซื้อหุ้นคืน
3. การศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
4. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่หาได้จากข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินที่ประกาศต่อสาธารณะ (ครั้งแรก) ภายหลังการซื้อหุ้นคืน

4.1 การศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

4.1.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลขั้นต้นโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis)

ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน ที่เป็นไปตามเงื่อนไขการวิจัย สามารถจำแนกได้ตามปีที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน(โครงการแรก) ตามตารางที่ 4.1 ดังนี้

ตารางที่ 4.1 บริษัทจดทะเบียนที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม 2544 จนถึง วันที่ 30 มิถุนายน 2549

ปี พ.ศ.	บริษัท	จำนวน บริษัท	สัดส่วน (%)
2544	EGCOMP, GENCO	2	8%
2545	ADVANC, GRAMMY, ICC, LST	4	16%
2546	DTC, GMMM, MBK, SCCC, ZMICO	5	20%
2547	CVD, MODERN, P-FCB, PSL, SE-ED	5	20%
2548	FNS, INOX, MATI, SITHAI, SUSCO, THANI, TPC, TYCN	8	32%
2549	AH	1	4%
TOTAL		25	100%

จากตารางที่ 4.1 จะเห็นได้ว่าบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนในแต่ละปีมีจำนวนเพิ่มขึ้นแต่เป็นการเพิ่มขึ้นในอัตราที่ต่ำ ทั้ง ๆ ที่ตลาดหุ้นปี 2547 และ ปี 2548 มีความผันผวนค่อนข้างแรง ทั้งจากภาวะเศรษฐกิจ เช่น ราคาน้ำมัน ในตลาดโลก แนวโน้มการปรับตัวสูงขึ้นของอัตราดอกเบี้ย รวมทั้ง จากสภาวะทางการเมือง เช่น ความมั่นคงของรัฐบาล และ ปัญหาการก่อการร้ายในภาคใต้ จึงทำให้วิธีการซื้อหุ้นคืนเป็นหนึ่งในเครื่องมือที่บริษัทนำมาใช้เพื่อพยุงราคาหุ้นไม่ให้ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม และในปี 2549 มีแนวโน้มว่าบริษัทที่มีการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนจะมีจำนวนลดลง อย่างไรก็ตาม ในภาพรวมพบว่าบริษัทที่มีการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีจำนวนไม่มากนัก

**4.1.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) เพื่อ
คำนวณหาค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วง
ทดสอบ (Event Window)**

ผลการคำนวณค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบคือ ก่อนและหลังวันประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน 5 วัน และ 15 วัน ตามลำดับ

ตารางที่ 4.2 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วง 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)											อัตรา ผลตอบแทนที่ ผิดปกติสะสม
	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	
ADVANC	-0.77	0.73	2.45	2.51	-0.72	-0.03	-1.19	3.10	-1.03	-1.09	-0.32	3.65 %
AH	0.84	-0.05	1.89	-0.02	-2.76	-11.47	-0.04	-6.52	-6.12	-5.88	1.55	-28.58 %
CVD	8.69	9.19	7.06	6.12	-2.74	2.96	3.36	-4.31	2.61	-1.39	1.34	32.88 %
DTC	-2.93	-5.00	-0.41	-0.52	4.31	-5.74	4.96	0.71	-2.51	1.45	-1.68	-7.36 %
EGCOMP	0.76	-3.11	0.26	0.32	0.71	0.70	1.43	-0.42	-0.43	-0.63	-0.08	-0.51 %
FNS	1.96	0.29	-0.92	2.29	25.12	-7.74	-0.76	-1.67	0.31	1.33	0.17	20.36 %
GENCO	-0.06	0.51	1.23	2.94	3.89	15.18	-1.46	1.97	0.47	3.01	-1.03	26.66 %
GMMM	-1.73	0.22	0.20	1.00	-0.91	-0.59	0.45	-2.68	-0.15	3.41	0.48	-0.30 %
GRAMMY	-2.86	3.41	0.27	1.69	-3.46	-7.06	7.01	7.14	2.64	1.46	-0.52	9.72 %
ICC	-0.14	-0.21	0.42	-0.18	-0.75	5.07	10.87	7.06	-4.45	-2.85	-1.98	12.86 %
INOX	-1.48	-1.91	2.04	2.62	1.18	2.63	-1.27	-1.55	0.54	-1.97	-0.01	0.81 %
LST	0.67	0.98	1.94	-0.78	-2.76	1.36	0.42	1.84	0.81	-0.08	-1.24	3.15 %

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)											อัตรา ผลตอบแทนที่ ผิดปกติสะสม
	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	
MATI	-3.95	-2.43	-0.18	-11.20	-7.82	28.65	-0.89	-2.45	0.49	-1.37	-0.43	-1.58 %
MBK	0.61	-0.80	-0.18	0.56	-0.08	0.63	1.18	4.64	-1.35	-0.73	-1.41	3.065 %
MODERN	0.36	0.53	-0.31	0.64	0.74	6.62	-3.03	9.37	4.37	-0.22	-1.79	17.28 %
P-FCB	0.02	0.01	-0.05	-0.94	0.90	-0.02	0.87	0.05	4.40	-0.81	-0.83	3.61 %
PSL	-1.88	-5.16	3.95	1.73	-0.10	3.64	-0.92	-2.03	-1.05	-5.33	-0.81	-7.94 %
SCCC	-1.68	-0.83	0.34	-0.02	3.23	2.07	4.94	-2.72	-2.37	2.20	0.59	5.75 %
SE-ED	-0.37	-1.08	0.35	0.33	0.36	11.44	-2.51	-1.28	-0.16	-1.22	-0.38	5.48 %
SITHAI	2.23	-1.15	-1.49	3.37	0.64	5.77	-2.35	0.24	3.45	2.93	-1.32	12.31 %
SUSCO	-1.22	-0.03	1.93	-0.77	0.65	1.13	0.15	0.08	1.74	-2.60	2.46	3.50 %
THANI	-0.25	-1.38	3.97	-1.98	-0.36	-3.31	-0.21	-2.03	-4.59	0.74	4.44	-4.97 %
TPC	-2.75	-1.96	-4.41	1.09	3.50	10.54	-2.02	0.70	-3.35	0.26	-0.56	1.02 %
TYCN	-3.40	-8.09	1.85	2.84	9.71	3.28	-4.53	2.78	-4.62	2.26	2.92	4.99 %
ZMICO	-0.84	-0.34	-2.24	-0.55	-0.22	1.92	1.37	0.60	2.28	-0.12	-1.88	-0.01 %

จากตารางที่ 4.2 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของในช่วง 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) สามารถอธิบายผลการวิเคราะห์ที่ได้ ดังนี้

ในช่วงการทดสอบ [-5, +5] พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นในแต่ละวันมีทั้งค่าที่เป็นบวก และเป็นลบ แต่ส่วนใหญ่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมจะมีค่าเป็นบวก มีบางบริษัทเท่านั้นที่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าเป็นลบ โดยบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนที่มีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวกมีจำนวน 17 บริษัท และมีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นลบจำนวน 8 บริษัท สำหรับบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกสูงที่สุด 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท ซีวีดี เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) (CVD) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 32.88% บริษัท บริหารและพัฒนาเพื่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม จำกัด (มหาชน) (GENCO) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 26.66% และบริษัท ฟินันซ่า จำกัด (มหาชน) (FNS) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 20.36% ซึ่งจากหลักเกณฑ์และกระบวนการในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนรวมทั้งผลกระทบจากการซื้อหุ้นคืน ทำให้สามารถอนุมานได้ว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่เป็นบวกอาจสะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนมองว่าการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบริษัทเป็นข่าวดี กล่าวคือ อาจเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารเพื่อให้ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนทราบว่า บริษัทมีศักยภาพทางการเงินที่ดี มีประสิทธิภาพในการทำงาน และแนวโน้มในการทำกำไรในอนาคตจะสูงขึ้น ดังนั้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกจึงสะท้อนให้เห็นถึงการตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อสัญญาณดังกล่าว สำหรับบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นลบสูงที่สุด 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (AH) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -28.58% บริษัท พีรเซียส ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน) (PSL) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -7.94% และบริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน) (DTC) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -7.36% จึงอาจสะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนมองว่าการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบริษัทเป็นข่าวร้าย กล่าวคือ เป็นสัญญาณที่นักลงทุนมองว่าการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบริษัททำขึ้นเพื่อลดจำนวนหุ้นจดทะเบียนลง (พุงกำไรต่อหุ้น (EPS) ไม่ให้ต่ำลง) และอาจเป็นเครื่องมือหนึ่งในการพยุงราคาหุ้นในตลาดไว้ไม่ให้ต่ำลงอีกด้วย ดังนั้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นลบจึงสะท้อนให้เห็นถึงการตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อสัญญาณดังกล่าว

ตารางที่ 4.3 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันในช่วง 15 วัน ก่อนการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)															
	-15	-14	-13	-12	-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0
ADVANC	1.03	0.92	-0.92	-0.22	0.15	0.71	1.22	2.52	-0.65	-1.76	-0.52	0.90	2.59	2.79	-0.20	0.56
AH	-3.00	0.05	1.99	-2.70	0.88	1.00	1.97	2.85	-2.84	-2.69	0.72	-0.02	1.96	0.06	-2.51	-11.36
CVD	1.70	0.17	-1.40	-5.38	-1.11	1.21	-4.48	0.16	-3.58	1.36	7.30	8.67	5.56	4.93	-4.07	2.03
DTC	2.25	0.55	-0.37	3.86	1.61	-1.60	-1.23	-0.47	-0.19	-0.24	-2.41	-5.08	-0.21	-1.19	3.97	-4.69
EGCOMP	2.09	2.57	1.30	-0.43	-0.94	0.90	0.91	1.52	-0.13	-1.50	0.90	-3.03	0.44	0.44	0.86	0.84
FNS	-0.37	-3.21	-1.43	-5.13	1.48	0.69	0.86	1.15	-0.11	0.80	2.05	0.21	-1.06	2.25	25.02	-7.84
GENCO	-0.07	1.17	4.14	1.92	0.61	0.80	0.87	6.34	-1.45	0.13	0.01	0.44	1.38	2.98	3.98	15.27
GMMM	4.81	0.77	3.83	0.63	-0.44	-0.81	0.15	3.49	0.05	2.45	-1.45	0.49	0.57	1.28	-0.57	-0.32
GRAMMY	2.12	1.74	0.76	3.03	0.83	-3.95	-1.19	0.58	3.03	3.10	-2.55	3.10	0.13	1.60	-3.69	-7.50
ICC	0.39	-1.19	-1.25	4.26	0.00	-0.74	-1.37	-0.12	0.00	-0.57	0.90	-0.65	-1.49	0.36	-6.53	-12.64
INOX	1.44	-0.47	-0.89	-0.72	-2.87	2.02	-0.56	-0.36	-0.84	-2.40	-1.27	-1.83	2.23	2.73	1.12	2.77
LST	2.29	0.19	0.25	1.20	2.69	0.22	-0.39	-1.11	-0.44	0.06	0.76	0.98	2.04	-0.64	-2.61	1.44
MATI	-2.27	4.91	-7.69	-0.82	-0.77	-0.46	-1.06	-0.56	-0.11	-0.66	-3.61	-2.22	-0.55	-11.33	-8.24	28.40

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)															
	-15	-14	-13	-12	-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0
MBK	0.74	-0.05	0.73	0.74	-0.04	-0.06	-0.72	1.42	-0.63	1.45	0.69	-0.72	-0.10	0.64	-0.01	0.71
MODERN	1.98	-1.71	0.97	-1.36	0.51	1.97	-2.40	-0.46	0.00	-0.64	0.38	0.56	-0.34	0.68	0.72	6.53
P-FCB	0.95	-0.80	1.73	0.10	-0.96	0.08	0.04	0.14	0.02	0.01	0.10	0.06	-0.08	-0.99	0.96	-0.02
PSL	-1.38	0.35	-0.19	-1.60	1.61	-2.56	-1.27	-0.35	-1.22	-1.97	-1.69	-5.02	4.10	1.67	0.09	3.44
SCCC	-1.13	1.54	-1.77	0.24	1.76	-0.57	1.41	1.46	-0.46	-1.15	-1.63	-0.80	0.38	0.02	3.27	2.10
SE-ED	2.25	16.39	-0.18	1.14	-0.40	1.19	-0.31	0.42	1.40	2.03	-0.29	-1.08	0.50	0.49	0.50	11.24
SITHAI	-1.26	-0.66	0.39	-0.07	-2.88	-0.52	-0.56	-2.00	-6.13	-0.70	1.68	-1.43	-1.69	3.02	0.37	5.51
SUSCO	-1.85	-2.23	-0.14	-1.33	-0.27	0.84	0.15	-1.63	1.43	0.22	-1.36	-0.03	1.82	-0.80	0.54	0.99
THANI	-2.87	0.74	-0.69	2.07	-2.78	-0.55	-0.36	-0.56	3.64	3.20	-0.93	-1.44	4.67	-2.08	1.09	-3.61
TPC	0.48	0.55	0.80	-0.33	-0.51	-0.68	-0.32	-1.17	-0.20	0.50	-2.69	-1.93	-4.26	1.18	3.85	10.60
TYCN	0.16	-0.56	0.68	-0.28	-0.77	0.53	-0.30	-0.32	-2.33	-9.28	-3.70	-8.43	1.59	2.50	9.44	3.12
ZMICO	2.09	-0.84	-0.18	0.41	0.22	4.62	1.31	1.74	2.67	-3.51	-0.51	0.06	-1.99	-0.31	-0.21	2.04

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.4 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันในช่วง 15 วัน หลังการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก)

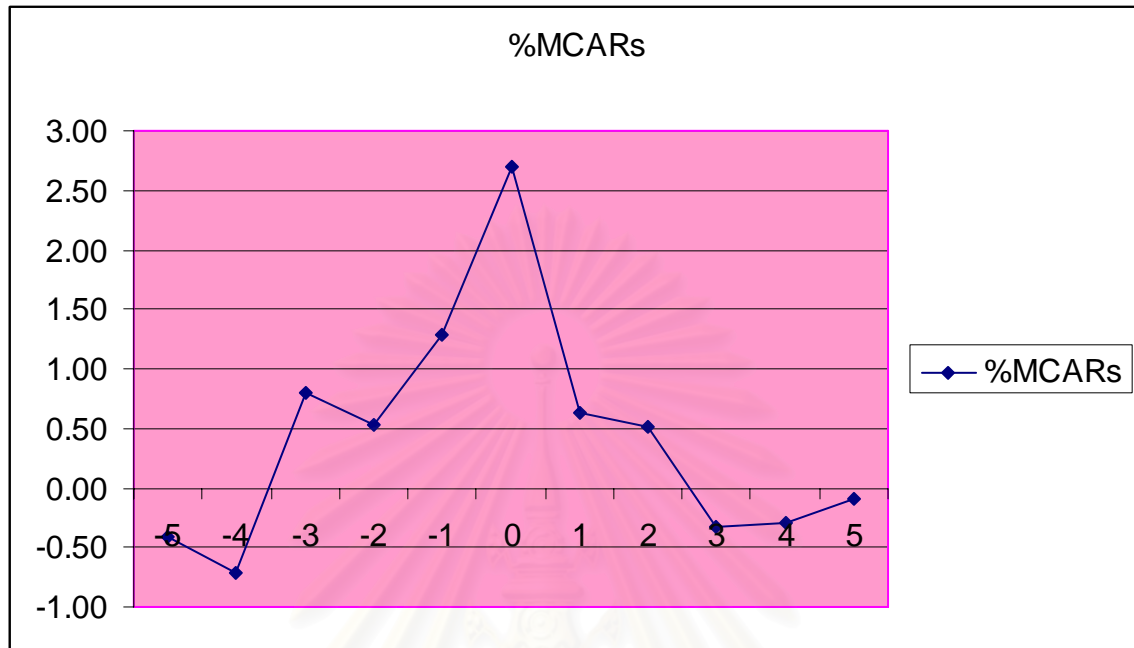
บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)															
	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	+11	+12	+13	+14	+15
ADVANC	0.56	-0.83	3.31	-0.75	-0.54	0.15	0.84	-3.44	-0.61	-1.49	0.63	-0.43	0.91	-4.28	0.80	-0.67
AH	-11.36	0.01	-6.30	-6.04	-5.56	1.57	-0.24	-0.77	-1.37	1.55	-1.42	-1.50	-1.08	-7.40	-3.36	2.10
CVD	2.03	2.18	-5.00	1.37	-2.28	0.51	-2.54	-1.32	0.08	-1.59	-1.08	-3.50	0.69	0.00	0.19	-0.75
DTC	-4.69	4.65	1.04	-1.80	1.58	-1.35	0.93	0.27	-1.71	-0.35	0.08	-1.86	0.33	0.21	0.10	0.57
EGCOMP	0.84	1.57	-0.25	-0.26	-0.49	0.12	0.79	-0.96	-0.25	0.44	-0.10	1.35	2.39	-1.51	1.31	-0.68
FNS	-7.84	-0.92	-1.80	0.33	1.32	0.03	-2.25	2.12	0.68	-0.10	-0.21	0.66	1.07	2.79	4.91	-1.28
GENCO	15.27	-1.37	2.11	0.61	3.09	-0.83	0.65	0.61	1.45	0.60	0.96	-1.22	-2.57	1.57	-0.43	1.16
GMMM	-0.32	0.71	-2.45	0.20	3.76	0.79	-1.39	-0.98	2.85	0.54	-2.41	0.11	2.57	-0.40	-1.79	-0.44
GRAMMY	-7.50	6.73	7.07	2.73	1.06	-0.47	1.25	0.00	-0.86	2.53	0.57	-0.19	1.77	1.55	4.57	-2.05
ICC	-12.64	3.51	6.24	3.56	-3.82	-0.13	1.43	-0.15	0.87	-1.20	1.04	-0.64	-1.52	-1.17	-0.10	-0.21
INOX	2.77	-1.29	-1.39	0.56	-1.93	0.10	-2.28	5.25	-1.19	-0.97	-0.55	-0.99	2.50	-2.38	-0.64	-2.03
LST	1.44	0.39	1.77	0.86	0.04	-1.16	0.42	0.33	0.25	0.05	0.18	2.24	0.20	0.24	0.08	0.20
MATI	28.40	-1.31	-2.72	0.20	-1.44	-0.73	-1.54	-0.99	-1.95	-1.22	2.29	-1.20	-0.12	-1.82	-3.23	-0.59

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)															
	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	+11	+12	+13	+14	+15
MBK	0.71	1.26	4.72	-1.28	-0.66	-1.33	-0.58	-0.63	-0.60	0.02	-2.75	0.64	-0.73	-1.42	-0.07	-0.70
MODERN	6.53	-3.09	9.40	4.36	-0.24	-1.83	-0.12	-3.45	2.22	-0.40	-0.10	0.72	1.52	-0.59	1.67	-0.95
P-FCB	-0.02	0.91	0.17	4.47	-0.71	-0.75	-0.88	1.76	-0.04	2.60	4.07	-2.37	0.05	-0.74	1.05	-0.80
PSL	3.44	-0.67	-1.88	-0.37	-4.73	-0.31	1.16	0.19	-0.34	-0.59	-5.44	-1.60	-4.01	-1.16	0.89	1.91
SCCC	2.10	4.99	-2.68	-2.35	2.25	0.63	-1.27	2.03	-1.01	-0.63	0.35	1.34	1.01	0.63	0.92	-1.28
SE-ED	11.24	-2.44	-0.43	-0.22	-1.06	-0.28	0.44	-0.35	3.62	0.51	-0.33	1.34	0.59	-1.02	0.43	1.16
SITHAI	5.51	-2.51	0.04	3.02	2.55	-1.53	-1.48	-0.13	0.54	6.96	-1.18	0.73	-0.36	1.35	-0.61	-0.72
SUSCO	0.99	0.07	0.01	1.57	-2.74	2.32	-0.61	-3.09	-0.63	-2.23	-1.10	1.54	-0.32	-1.72	-2.27	2.18
THANI	-3.61	-0.70	-2.17	-4.55	1.24	6.57	-1.04	-1.58	1.47	10.17	-3.32	-1.23	-1.07	-3.19	0.63	0.62
TPC	10.60	-1.72	0.91	-3.12	0.37	-0.28	0.88	0.75	-3.17	0.22	-0.37	0.50	0.65	-0.14	2.17	0.22
TYCN	3.12	-4.83	2.59	-4.93	2.05	2.70	-3.09	1.22	-0.54	-1.66	2.12	-0.23	-0.71	0.13	-12.88	3.27
ZMICO	2.04	1.62	0.91	2.79	0.26	-1.64	1.00	1.78	0.59	-0.41	-0.43	-1.00	-0.89	0.31	2.34	-0.94

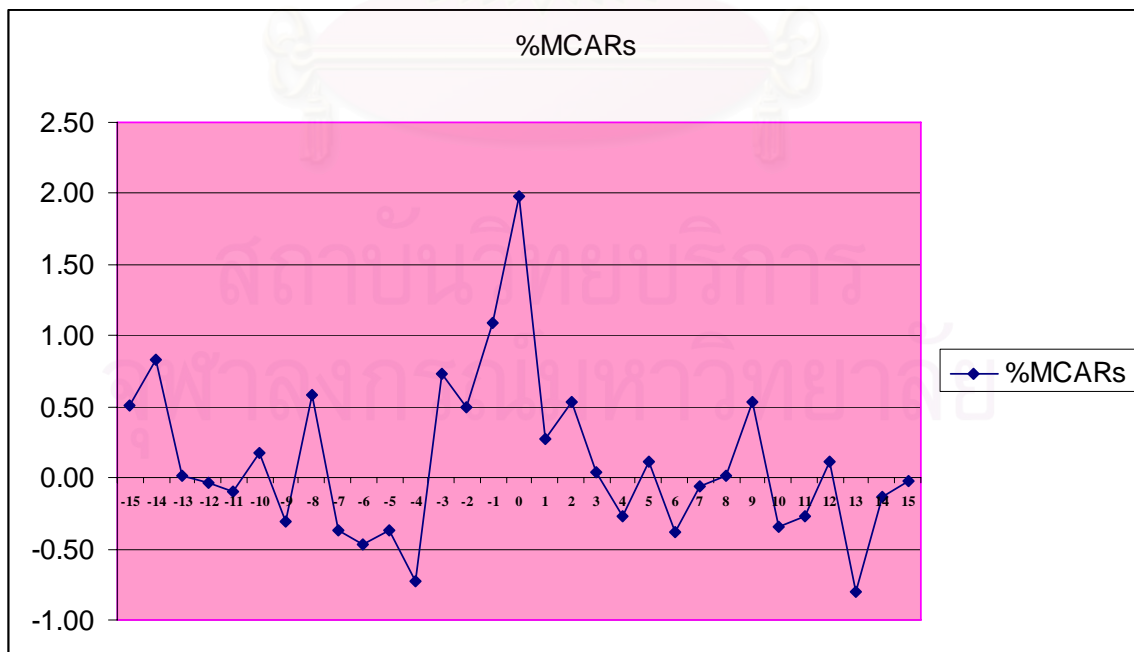
ตารางที่ 4.5 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม
ADVANC	2.68 %
AH	-43.44 %
CVD	0.02 %
DTC	-2.75 %
EGCOMP	10.21 %
FNS	22.72 %
GENCO	44.89 %
GMMM	16.62 %
GRAMMY	27.40 %
ICC	-12.93 %
INOX	-7.13 %
LST	13.03 %
MATI	-23.42 %
MBK	0.68 %
MODERN	16.52 %
P-FCB	10.15 %
PSL	-22.95 %
SCCC	9.60 %
SE-ED	37.27 %
SITHAI	-0.25 %
SUSCO	-10.65 %
THANI	1.37 %
TPC	3.75 %
TYCN	-22.73 %
ZMICO	13.92 %

ภาพที่ 4.1 แสดงค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (Mean Cumulative Abnormal Returns หรือ MCARs) ในแต่ละวันของช่วงเวลาในการทดสอบ [-5, +5]



ภาพที่ 4.2 แสดงค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (Mean Cumulative Abnormal Returns หรือ MCARs) ในแต่ละวันของช่วงเวลาในการทดสอบ [-15, +15]



จากตารางที่ 4.3-4.4 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันในช่วง 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) และตารางที่ 4.5 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) สามารถอธิบายผลการวิเคราะห์ได้ ดังนี้

ในช่วงการทดสอบ [-15, +15] พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นในแต่ละวันมีทั้งค่าที่เป็นบวก และเป็นลบ แต่ส่วนใหญ่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมจะมีค่าเป็นบวก มีบางบริษัทเท่านั้นที่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าเป็นลบ โดยบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนที่มีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวกมีจำนวน 16 บริษัท และมีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นลบจำนวน 9 บริษัท สำหรับบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกสูงที่สุด 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท บริหารและพัฒนาเพื่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม จำกัด (มหาชน) (GENCO) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 44.89% บริษัท ซีเอ็ดยูเคชั่น จำกัด (มหาชน) (SE-ED) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 37.27 % และบริษัท จีเอ็มเอ็ม แกรมมี่ จำกัด (มหาชน) (GRAMMY) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 27.40 % สำหรับบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นลบสูงที่สุด 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (AH) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -43.44 % บริษัท มติชน จำกัด (มหาชน) (MATI) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -23.42 % และบริษัท พีรียีส ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน) (PSL) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -22.95 % จากการทดสอบ พบว่า บริหารและพัฒนาเพื่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม จำกัด (มหาชน) (GENCO) มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกสูงที่สุด 3 อันดับแรก ทั้งในช่วงทดสอบ [-5, +5] และ [-15, +15] สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนมีความมั่นใจในการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบริษัทว่าเป็นสัญญาณที่ดี (ข่าวดี) เชื่อมโยงในศักยภาพและแนวโน้มการทำกำไรในอนาคตของบริษัท ในขณะที่เดียวกัน บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (AH) มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นลบสูงที่สุด 3 อันดับแรก ทั้งในช่วงทดสอบ [-5, +5] และ [-15, +15] สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนมองว่าการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบริษัทเป็นสัญญาณที่ไม่ดี (ข่าวร้าย) และการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนอาจเป็นเพียงเครื่องมือที่ผู้บริหารใช้เพื่อพุงกำไรต่อหุ้น (EPS) และราคาหลักทรัพย์ไม่ให้ต่ำลง เท่านั้น นอกจากนี้ บางบริษัทมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ [-5, +5] และ [-15, +15] แตกต่างกันมาก กล่าวคือ บางช่วงทดสอบเป็นบวก แต่อีกช่วงทดสอบกลับเป็นลบ จึงอาจสันนิษฐานได้ว่า นักลงทุนอาจทราบถึงข้อมูลก่อนการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน จึงส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่

ผิดปกติสะสมแล้วก่อนช่วงเวลาทำการทดสอบ หรือ นักลงทุนอาจให้ความสนใจต่อผลการดำเนินงาน และการทำกำไรในอดีตของบริษัทมากกว่าการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน

อย่างไรก็ดี พบว่า บริษัทโดยส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (วันที่ "0") สูงกว่าวันอื่น ๆ ในการทดสอบ (ทั้งค่าที่เป็นบวกและเป็นลบ) แสดงว่า การตอบสนองของนักลงทุนจะมีมากในวันที่เกิดเหตุการณ์นั้น ทั้งนี้ อาจเนื่องมาจากช่วงเวลาก่อนหน้าที่จะเกิดเหตุการณ์ นักลงทุนยังลังเล ขาดความมั่นใจ การตอบสนองจึงยังมีไม่มากนัก แต่เมื่อมีความชัดเจนเกิดขึ้น และนักลงทุนมั่นใจในสัญญาณที่ได้รับจากผู้บริหาร การตัดสินใจของนักลงทุนจึงมากขึ้น ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ณ วันที่เกิดเหตุการณ์นั้น และการตอบสนองของนักลงทุนจะค่อย ๆ ชะลอลดตัวลงภายหลังจากการเกิดเหตุการณ์นั้นแล้ว

4.1.3 ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงทดสอบโดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic)

จากค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงทดสอบ 5 วัน และ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) [-5, +5] [-15, +15] ได้นำมาทดสอบสมมติฐานว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยใช้สถิติทดสอบ T-test และ p-value ณ ระดับนัยสำคัญ เท่ากับ 0.05 และ 0.1 ตามลำดับ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน ดังนี้

$$H_0 = \text{ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ มีค่าไม่แตกต่างจาก 0}$$

$$H_1 = \text{ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ มีค่าแตกต่างจาก 0}$$

ตารางที่ 4.6 ค่าสถิติทดสอบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัท
ในช่วงการทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน
(โครงการแรก)

	Mean	Std. Deviation	t-value	sig
อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ (%)	4.63	12.06	1.92	0.67**

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

ตารางที่ 4.7 ค่าสถิติทดสอบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัท
ในช่วงการทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการ
แรก)

	Mean	Std. Deviation	t-value	sig
อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ (%)	3.38	19.83	0.85	4.02

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

จากตารางที่ 4.6 และ 4.7 สามารถอธิบายได้ดังนี้ ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบ [-5, +5] เท่ากับ 4.63 % และจากการทดสอบค่า p-value เท่ากับ 0.67 ซึ่งมากกว่า 0.05 แต่น้อยกว่า 0.1 จึงปฏิเสธ H_0 และยอมรับ H_1 ที่ว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบมีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1 สำหรับค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบ [-15, +15] เท่ากับ 3.38 % และจากการทดสอบค่า p-value เท่ากับ 4.02 ซึ่งมากกว่า 0.05 และ 0.1 จึงยอมรับ H_0 ที่ว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบมีค่าไม่แตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น จึงสรุปได้ว่าบริษัทมีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นในช่วงประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน ในช่วงการทดสอบ 5 วันก่อนและหลังการประกาศ

นโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ซึ่งผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมดังกล่าวได้ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของบริษัท แต่ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมไม่เกิดขึ้นในช่วงการทดสอบ 15 วันก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) แสดงให้เห็นว่าการตอบสนองของนักลงทุนจะเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ใกล้เคียงเหตุการณ์สำคัญนั้นๆ

4.2 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน

จากการศึกษาข้างต้น พบว่า ในช่วง 5 วันก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) บริษัทเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัท อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่เกิดขึ้นในแต่ละบริษัทกลับมีความแตกต่างกัน ดังนั้น การวิจัยครั้งนี้จึงทำการศึกษาถึงปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่อาจมีผลต่อการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ตามช่วงการทดสอบ คือ $[-5, +5]$ และ $[-15, +15]$ โดยมีสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

- H_0 = การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ไม่ขึ้นอยู่กับ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน
- H_1 = การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ขึ้นอยู่กับ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) โดยมีตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ดังนี้

$$CAR_j = \alpha + \beta_1 CHIROA_j + \beta_2 SA_j + \beta_3 ACR_j + \beta_4 CHIQ_j + \beta_5 SG_j + \varepsilon_j$$

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน โดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) เป็นดังนี้

ตารางที่ 4.8 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในช่วงการทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

ตารางข้างล่างนี้ แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation) และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พื้นฐาน (Beta) จากสมการถดถอย พร้อมทั้งแสดงค่า t-value และค่า p-value ของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม

ตัวแปรตาม		$CHIROA_j$	SA_j	ACR_j	$CHIQ_j$	SG_j	Adjusted R ²
CAR_j	Coefficients (B)	263.81	0.717*	-0.813*	6.124	-16.756	0.184
	Beta	0.522	3.854	-4.635	0.238	-0.412	
	t-value	1.653	2.364	-2.660	1.203	-1.264	
	p-value	0.115	0.029	0.015	0.244	0.222	

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

ตารางที่ 4.9 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในช่วงการทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

ตารางข้างล่างนี้ แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation) และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พื้นฐาน (Beta) จากสมการถดถอย พร้อมทั้งแสดงค่า t-value และค่า p-value ของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม

ตัวแปรตาม		$CHIROA_j$	SA_j	ACR_j	$CHIQ_j$	SG_j	Adjusted R ²
CAR_j	Coefficients	377.780	-0.281	0.142	-1.570	-8.522	-0.158
	Beta	0.455	-0.919	0.500	-0.037	-0.127	
	t-value	1.208	-0.473	-0.241	-0.157	-0.328	
	p-value	0.242	0.642	0.812	0.877	0.747	

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

จากตารางที่ 4.8 ภายใต้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R square) ที่ 0.184 พบว่า ค่า p-value ของ Selling and Administrative Expenses และ Accounts Receivable มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 นั่นคือ 0.029 และ 0.015 ตามลำดับ โดยสามารถสรุปความสัมพันธ์ได้ดังนี้

Selling and Administrative Expenses (SA) คือ อัตราส่วนทางด้านยอดขายต่อค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ซึ่งจะบอกถึงการเปลี่ยนแปลงของยอดขายเมื่อเทียบกับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ 0.717 นั่นคือ หากมีอัตราส่วนทางด้านยอดขายต่อค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น 1 หน่วย บริษัทจะมีผลตอบแทนที่ไม่ปกติเพิ่มขึ้น 0.717

ทั้งนี้ Selling and Administrative Expenses (SA) จะแสดงถึงการทำการกำไรของบริษัท ดังนั้น เมื่อยอดขายเทียบกับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร เพิ่มขึ้น สะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการทำงานของบริษัท แสดงถึงความคุ้มค่าของเม็ดเงินที่บริษัทจ่ายออกไปเมื่อเทียบกับรายได้ที่บริษัทจะได้รับ ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งที่นักลงทุนให้ความสำคัญในการตัดสินใจลงทุนและมองว่าเป็นสัญญาณที่ดี นั่นคือ บริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน มีความสามารถในการทำการกำไรจริง จึงส่งผลให้ Selling and Administrative Expenses (SA) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน

Accounts Receivable (ACR) คือ ผลต่างของยอดขายกับลูกหนี้ที่จะแสดงถึงการเติบโตของยอดขายกับลูกหนี้จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ -0.813 นั่นคือ หาก มีผลต่างของยอดขายกับลูกหนี้ เพิ่มขึ้น 1 หน่วยบริษัทจะมีผลตอบแทนที่ไม่ปกติลดลง 0.813

เป็นที่น่าสังเกตว่าความสัมพันธ์ระหว่าง Accounts Receivable (ACR) กับ ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม เป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ทั้งที่ Accounts Receivable (ACR) สะท้อนสภาพคล่องของบริษัท การเพิ่มขึ้นของผลต่างของยอดขายกับลูกหนี้ แสดงถึงการที่บริษัทมียอดขายมากกว่าลูกหนี้ ซึ่งอันที่จริงน่าจะเป็นผลดี เพราะหมายถึง บริษัทสามารถเพิ่มยอดขายได้โดยไม่ต้องเพิ่มจำนวนลูกหนี้ ซึ่งอาจต้องเผชิญกับความเสี่ยงในการเก็บหนี้ไม่ได้ในอนาคต ด้วยเหตุนี้ ผู้วิจัยจึงสันนิษฐานว่าค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่าง Accounts Receivable (ACR) กับ ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม เป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม

(เนื่องจากในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยใช้ลูกหนี้สุทธิในการคำนวณ) จึงทำการเก็บข้อมูลค่าเผื่อหนี้สงสัยสูญเพิ่มเติมและพบว่าเปอร์เซ็นต์ของค่าเผื่อหนี้สงสัยสูญจะสูญไม่อยู่ในระดับที่มีนัยสำคัญ

จึงอาจมีความเป็นไปได้ว่า นักลงทุนไม่ได้มองว่าการมีลูกหนี้ในจำนวนเงินที่มากจะเป็นความเสี่ยง แต่อาจพิจารณาถึงรายละเอียดของลูกหนี้มากกว่า เช่น การแบ่งช่วงอายุลูกหนี้ ยอดลูกหนี้ในแต่ละช่วงอายุลูกหนี้ เป็นต้น ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่าง Accounts Receivable (ACR) กับ ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนจึงเป็นไปได้ทางตรงกันข้าม

จากตารางที่ 4.9 ภายใต้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R square) ที่ -0.158 พบว่าค่า p-value มีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญ ทั้งที่ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ 0.1 แสดงให้เห็นว่าไม่มีปัจจัยพื้นฐานทางการเงินตัวใดเลยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ซึ่งอาจเกิดจาก ไม่มีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) เกิดขึ้น ในช่วงทดสอบนี้

4.3 การศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงาน ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

4.3.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) เพื่อคำนวณหาค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบ (Event Window)

เนื่องจากการวิจัยครั้งนี้ ต้องการขยายผลการวิจัยว่าภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนไปแล้วนั้น เหตุการณ์ดังกล่าวยังคงส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและผู้ถือหุ้นจนอาจก่อให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมภายหลังจากการเกิดเหตุการณ์ในระยะสั้น ๆ หรือไม่ จึงได้ทำการวิจัยเพิ่มเติม ซึ่งผลการคำนวณค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบ คือ ก่อนและหลังวันประกาศผลการดำเนินงานครั้ง ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน 5 วัน และ 15 วัน ตามลำดับ เป็นดังนี้

ตารางที่ 4.10 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วง 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)											อัตรา ผลตอบแทนที่ ผิดปกติสะสม
	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	
ADVANC	1.04	0.83	0.06	-1.08	0.22	1.73	0.15	3.05	3.19	-1.15	0.70	8.75 %
AH	0.62	1.53	4.24	0.19	-0.52	0.25	-1.18	3.57	0.22	1.98	2.32	13.22 %
CVD	2.74	-0.78	-0.37	-0.47	2.00	-1.47	1.21	2.66	0.53	1.06	-2.52	4.57 %
DTC	0.73	-0.52	-1.79	0.90	-0.98	0.45	-1.78	-0.37	-1.89	-0.43	-0.76	-6.44 %
EGCOMP	-0.47	0.73	-1.01	1.52	-2.82	-0.93	-0.59	0.61	-0.79	5.27	0.27	1.79 %
FNS	2.28	0.26	2.29	0.70	1.16	0.14	-1.00	-1.45	1.89	0.12	-0.76	5.63 %
GENCO	0.44	-1.06	-2.18	-1.00	-2.24	1.85	1.58	-2.36	0.68	-1.03	-1.04	-6.38 %
GMMM	0.59	-0.74	1.57	0.34	1.37	-1.22	6.96	2.24	0.62	-1.94	-0.89	8.91 %
GRAMMY	1.42	0.32	2.18	1.26	0.71	0.75	0.42	0.46	0.77	2.80	-0.13	10.96 %
ICC	-1.13	0.14	1.48	-0.13	-0.07	-2.38	-1.03	-0.55	0.35	-0.95	-3.45	-7.72 %
INOX	-0.55	-0.79	4.20	-0.12	1.64	0.42	-2.65	2.78	-1.66	-2.50	-0.41	0.34 %
LST	-0.14	-0.12	-0.58	-1.23	-0.16	0.00	3.61	0.44	-0.15	0.36	-0.04	2.00 %

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)											อัตรา ผลตอบแทนที่ ผิดปกติสะสม
	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	
MATI	-0.54	-0.56	-0.48	-0.45	-0.39	-1.97	-0.58	0.37	-0.44	-0.48	4.33	-1.19 %
MBK	-0.57	3.27	0.84	-1.59	0.17	0.93	0.33	-0.21	-0.23	-0.74	1.05	3.24 %
MODERN	1.28	-0.58	0.58	-1.06	1.21	-0.21	1.23	0.60	0.71	-2.16	2.69	4.29 %
P-FCB	-0.10	-0.22	0.01	0.54	-1.06	-0.22	-0.99	-0.13	0.11	-0.17	2.08	-0.15 %
PSL	-2.84	8.95	1.18	4.07	-2.77	-1.67	2.25	-0.71	6.36	0.19	-0.94	14.05 %
SCCC	0.92	1.88	-0.88	-0.77	-0.73	-1.62	-1.75	-1.40	1.24	2.00	-0.82	-1.92 %
SE-ED	-1.42	-0.62	-0.06	-0.84	3.10	0.17	-0.79	1.12	0.44	-1.30	-0.07	-0.28 %
SITHAI	0.28	-0.27	-0.14	-0.70	-1.04	0.21	-5.21	1.49	-0.14	-0.02	-1.14	-6.68 %
SUSCO	-0.60	0.04	0.22	-0.39	1.24	0.71	-0.12	3.13	-1.23	-0.49	0.27	2.78 %
THANI	0.24	0.38	-0.53	0.52	-0.06	-0.26	0.55	-0.13	0.67	-0.06	-1.74	-0.42 %
TPC	0.58	0.68	-3.38	0.04	-0.41	0.24	0.56	-0.13	2.23	0.04	-0.71	-0.26 %
TYCN	-1.41	0.50	-1.54	0.06	0.67	-1.64	-1.58	-4.98	-0.89	3.61	3.49	-3.73 %
ZMICO	0.02	-1.85	-0.20	-0.74	-0.22	0.11	-1.45	-1.48	-1.71	1.64	1.99	-3.89 %

จากตารางที่ 4.10 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของในช่วง 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) สามารถอธิบายผลการวิเคราะห์ได้ ดังนี้

ในช่วงการทดสอบ [-5, +5] พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นในแต่ละวันมีทั้งค่าที่เป็นบวก และเป็นลบ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่เกิดขึ้นก็เช่นเดียวกัน โดยบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนที่มีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวกมีจำนวน 13 บริษัท และมีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นลบจำนวน 12 บริษัท สำหรับบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกสูงที่สุด 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท พีริเชียส ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน) (PSL) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 14.05% บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (AH) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 13.22% และบริษัท จีเอ็มเอ็ม แกรมมี่ จำกัด (มหาชน) (GRAMMY) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 10.96% โดยมีข้อสังเกตว่า บริษัท พีริเชียส ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน) (PSL) และ บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (AH) ที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมติดลบสูงที่สุดในช่วงการทดสอบการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน กลับมีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสูงขึ้นค่อนข้างมาก ในช่วงการทดสอบการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน จึงอาจสันนิษฐานว่านักลงทุนขาดความเชื่อมั่นต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของทั้ง 2 บริษัท ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนเป็นค่าติดลบ แต่นักลงทุนกลับให้ความมั่นใจในผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นของมากกว่า หรือ อาจเป็นไปได้ว่าผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีแนวโน้มดีขึ้นทำให้นักลงทุนเกิดความมั่นใจว่าการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบริษัทเป็นสัญญาณที่ดี (ข่าวดี) จึงส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศการซื้อหุ้นคืนมีค่าเป็นบวก

บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นลบสูงที่สุด 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท ไอ.ซี.ซี. อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) (ICC) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -7.72% บริษัท ศรีไทยซูเปอร์แวร์ จำกัด (มหาชน) (SITHAI) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -6.68% และบริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน) (DTC) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -6.68% ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนแล้ว ผลการดำเนินงานของบริษัทไม่มีแนวโน้มที่ดีขึ้น ทำให้นักลงทุนขาดความมั่นใจและมองว่าการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนเป็นเพียงเครื่องมือที่บริษัทใช้เพื่อพยุगरาคาหลักทรัพย์เท่านั้น

ตารางที่ 4.11 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันในช่วง 15 วัน ก่อนการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก)

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)															
	-15	-14	-13	-12	-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0
ADVANC	0.47	0.09	0.28	5.02	1.87	0.86	1.65	-2.42	0.58	0.84	1.15	0.34	-0.29	-0.81	-0.17	1.73
AH	4.50	5.12	5.93	-2.50	2.31	0.99	-2.79	-0.70	1.37	1.73	0.74	1.68	4.32	0.22	-0.34	0.35
CVD	0.95	2.69	-2.47	0.09	-1.51	1.34	-5.95	1.58	-2.52	-2.71	2.56	-1.04	-0.55	-0.60	1.80	-1.52
DTC	0.07	0.23	-0.30	-0.21	0.35	0.87	1.24	-0.51	0.94	-1.31	0.57	-0.74	-2.07	0.76	-1.13	0.27
EGCOMP	-0.68	1.10	0.70	-1.86	-0.18	-0.44	-0.37	-0.99	2.22	4.26	-0.34	0.50	-0.72	0.87	-3.29	-0.67
FNS	1.26	-1.34	0.52	-1.27	0.31	-2.00	1.61	-1.75	-0.80	-1.78	2.14	0.46	2.29	0.74	1.41	0.07
GENCO	0.22	0.11	2.08	0.32	0.97	-0.23	2.14	2.34	4.36	-4.36	0.63	-0.74	-2.05	-0.54	-1.85	1.99
GMMM	-0.15	0.87	-1.48	0.15	-0.36	0.22	-0.48	-1.06	-0.01	0.45	0.50	-0.82	1.52	0.27	1.32	-1.26
GRAMMY	-3.77	0.31	0.76	-1.81	0.29	-4.33	3.05	-0.72	-0.48	1.33	1.95	2.72	4.11	0.61	2.87	3.92
ICC	-0.48	-0.73	-1.02	0.14	-0.59	-0.78	-1.36	-0.60	0.95	-0.97	-1.01	-0.02	1.22	-0.42	-0.18	-2.19
INOX	1.03	-0.78	0.29	-0.76	-0.04	-0.56	-0.77	-0.15	0.89	-0.70	-0.66	-0.86	4.15	-0.14	1.63	0.30
LST	-0.87	-0.18	0.48	-1.05	0.49	0.05	-0.32	-0.19	0.39	-0.05	-0.22	-0.17	-0.38	-1.09	-0.27	0.16
MATI	0.60	10.41	-10.64	11.48	-0.23	-0.32	-0.11	-9.02	-0.39	9.34	-0.19	-0.15	-0.26	-0.31	-0.38	-2.01

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)															
	-15	-14	-13	-12	-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0
MBK	-0.48	-0.63	-0.52	-0.07	-2.90	0.35	-0.93	-1.58	-0.39	-0.82	-0.79	3.16	0.63	-1.74	-0.06	0.70
MODERN	-0.38	0.83	-0.40	-0.56	-0.52	-0.47	-0.34	0.03	-0.41	-0.60	0.97	-0.84	0.26	-1.27	0.89	-0.54
P-FCB	-1.01	-0.19	0.57	-0.21	0.59	-0.18	-0.12	-0.97	0.57	-0.97	-0.15	-0.19	-0.12	0.58	-0.99	-0.20
PSL	-3.71	-0.69	1.45	2.40	0.46	-0.87	0.27	-3.29	-1.47	-5.12	-2.95	8.91	0.95	4.09	-2.80	-1.78
SCCC	0.28	0.85	-0.43	-0.13	2.28	-3.27	-2.47	-1.77	-0.64	0.70	0.97	1.82	-0.84	-1.24	-0.80	-1.55
SE-ED	1.53	-0.32	-1.03	0.40	0.39	0.42	11.48	-2.46	-1.20	-0.11	-1.17	-0.33	0.09	-0.69	3.22	0.45
SITHAI	1.76	3.14	0.25	-2.55	1.62	-0.33	-0.43	-0.45	-0.65	0.23	0.35	-0.06	0.03	-0.67	-0.78	0.29
SUSCO	-1.39	0.61	-2.10	0.97	-0.19	-0.63	-0.88	-0.92	-1.45	0.76	-0.34	0.04	0.28	-0.05	1.16	0.94
THANI	-0.72	1.10	1.69	-5.20	-0.17	1.87	-1.57	-0.21	-2.27	1.97	0.44	0.47	-0.28	0.50	-0.16	-0.21
TPC	-1.92	-4.38	1.13	3.49	10.58	-2.02	0.72	-3.34	0.30	-0.56	0.68	0.75	-3.29	0.12	-0.34	0.34
TYCN	-1.19	0.06	-0.88	-1.44	-0.16	-0.26	-0.47	0.27	1.44	-0.39	-0.81	0.90	-1.44	0.30	1.13	-1.12
ZMICO	-0.79	0.29	2.41	-1.08	0.02	-2.50	-1.16	-1.34	-0.44	2.18	0.10	-1.98	-0.13	-0.79	-0.13	0.22

ตารางที่ 4.12 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันในช่วง 15 วัน หลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

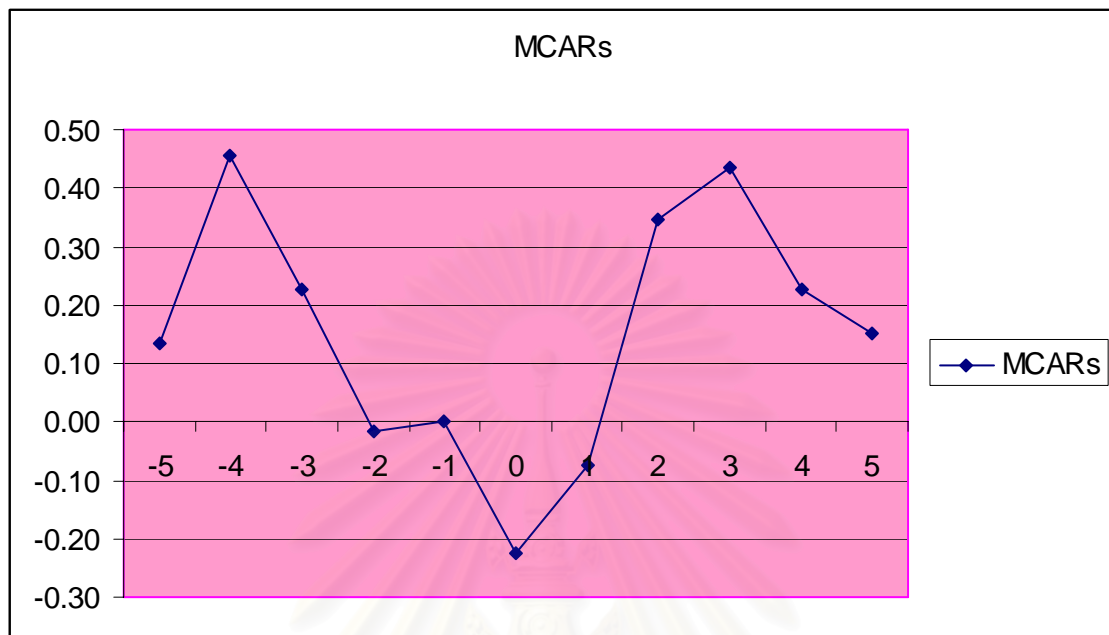
บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)															
	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	+11	+12	+13	+14	+15
ADVANC	1.73	0.45	3.31	3.78	-1.36	0.37	2.31	0.86	3.73	-0.36	0.79	0.31	-2.21	0.70	2.15	0.06
AH	0.35	-1.04	3.65	0.32	2.07	2.43	0.61	0.29	2.15	1.92	1.93	0.50	-1.31	1.03	0.08	1.32
CVD	-1.52	0.77	2.73	0.49	0.85	-2.62	1.52	0.35	-1.31	0.85	-0.56	3.09	2.63	8.28	-4.00	0.46
DTC	0.27	-2.07	-0.58	-2.19	-0.64	-0.95	-0.29	0.32	2.34	-1.14	-0.08	-1.25	0.74	1.88	-1.49	0.09
EGCOMP	-0.67	0.16	0.60	-0.37	5.74	0.00	0.38	-0.06	-1.13	-2.13	-0.36	2.38	0.16	-0.17	-0.39	1.01
FNS	0.07	-0.84	-1.13	2.29	0.16	-0.90	-1.95	-0.38	3.32	4.17	-1.11	2.15	-0.85	1.55	2.89	2.56
GENCO	1.99	1.55	-2.13	0.76	-0.97	-0.72	2.56	0.93	0.27	-0.30	0.48	0.82	-0.23	-0.09	0.45	0.03
GMMM	-1.26	6.87	2.17	0.55	-2.01	-0.98	-0.22	-1.95	-3.20	-0.18	0.50	-1.05	-0.97	-0.77	0.30	2.50
GRAMMY	3.92	3.91	2.16	-0.70	0.43	0.51	2.11	4.65	-3.40	-5.23	0.25	2.93	1.02	-1.95	0.69	-0.13
ICC	-2.19	-0.75	-0.56	0.14	-1.06	-3.22	-1.09	0.17	0.11	-1.33	-0.89	-1.42	-0.70	-0.94	-0.54	0.48
INOX	0.30	-2.70	2.73	-1.73	-2.59	-0.55	0.43	-0.05	0.10	0.90	-0.06	-0.91	0.11	-0.89	0.25	0.13
LST	0.16	3.61	0.31	-0.26	0.12	0.04	0.12	-0.08	-0.10	-2.79	-3.64	-0.21	-0.82	-0.39	-1.20	-0.58
MATI	-2.01	-0.13	0.50	-0.31	-0.26	4.62	-3.93	-0.05	-0.33	-0.24	-0.32	-0.33	-0.29	-0.23	-0.27	0.64

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)															
	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	+11	+12	+13	+14	+15
MBK	0.70	0.07	-0.34	-0.36	-0.92	0.96	-0.91	2.55	-0.95	-0.16	-0.16	0.52	-0.78	0.12	0.42	1.13
MODERN	-0.54	0.92	0.30	0.44	-2.33	2.40	-0.60	2.65	1.46	-1.58	-2.12	-0.02	0.07	-0.85	-0.68	0.34
P-FCB	-0.20	-0.98	-0.16	-0.08	-0.18	2.16	-0.23	-0.88	-1.74	-0.95	0.67	-2.50	1.47	-0.24	-0.18	-1.81
PSL	-1.78	2.19	-0.92	6.32	0.34	-1.08	-0.53	1.94	-1.85	-1.62	-1.34	5.69	1.54	-1.24	-0.13	-0.47
SCCC	-1.55	-1.82	-1.55	1.21	1.72	-0.44	1.82	-0.84	1.36	-0.98	0.17	0.62	-3.46	3.02	-0.73	-0.22
SE-ED	0.45	-0.62	1.50	0.88	-0.97	0.07	0.54	0.48	0.25	-0.45	-0.48	0.75	1.02	1.02	-0.68	1.92
SITHAI	0.29	-5.23	1.41	0.03	0.28	-0.71	-1.41	0.10	0.84	-0.25	-0.87	-0.78	0.56	-0.98	-0.99	0.09
SUSCO	0.94	0.31	3.66	-1.17	-0.66	-0.13	1.08	0.45	3.45	-0.23	-1.82	2.73	0.03	-0.72	-2.30	0.42
THANI	-0.21	0.51	-0.18	0.54	-0.16	-1.60	-0.22	-3.61	3.42	0.52	-0.89	-1.58	2.58	-2.23	-0.19	1.16
TPC	0.34	0.63	-0.07	2.28	0.12	-0.61	-2.01	-0.15	0.25	-0.70	4.13	1.59	2.26	-0.72	-0.65	-1.22
TYCN	-1.12	-1.26	-4.74	-0.78	3.67	4.06	-2.77	-1.58	-0.01	-2.87	-0.11	-1.25	1.63	0.82	-0.37	0.87
ZMICO	0.22	-1.29	-1.54	-1.79	1.65	1.84	1.46	-3.73	5.87	-0.92	1.85	-1.20	-1.05	2.07	-1.28	-0.21

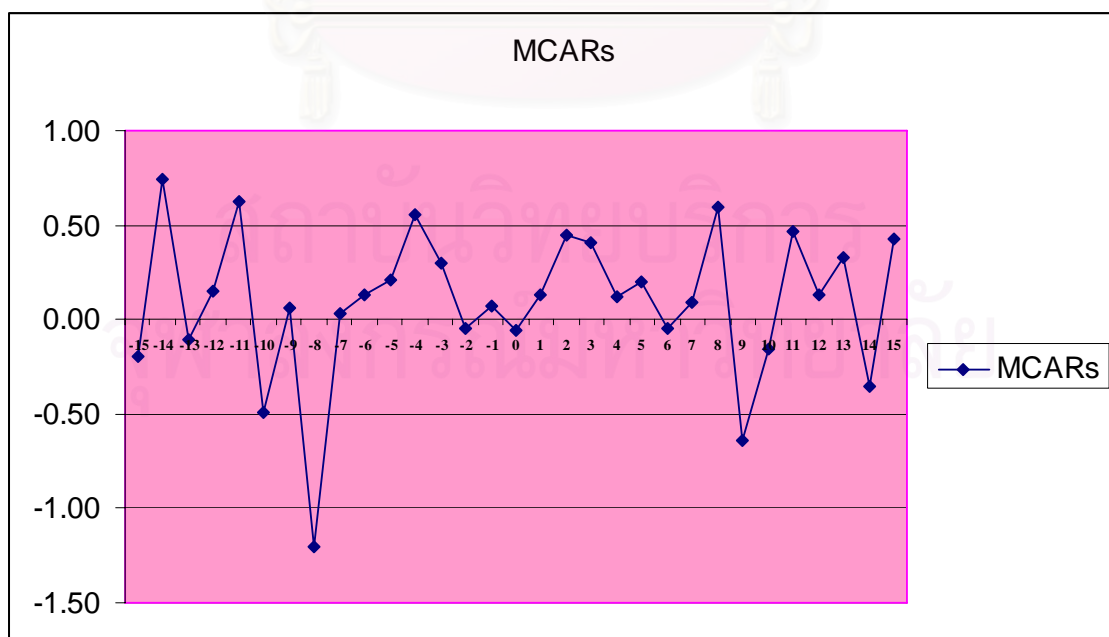
ตารางที่ 4.13 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม
ADVANC	26.07 %
AH	38.87 %
CVD	5.69 %
DTC	-6.29 %
EGCOMP	5.93 %
FNS	13.78 %
GENCO	8.80 %
GMMM	1.24 %
GRAMMY	18.03 %
ICC	-19.63 %
INOX	-1.96 %
LST	-9.10 %
MATI	6.90 %
MBK	-4.88 %
MODERN	-2.95 %
P-FCB	-8.62 %
PSL	4.72 %
SCCC	-6.37 %
SE-ED	15.88 %
SITHAI	-6.15 %
SUSCO	1.94 %
THANI	-4.66 %
TPC	7.39 %
TYCN	-8.73 %
ZMICO	-3.38 %

ภาพที่ 4.3 แสดงค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (Mean Cumulative Abnormal Returns หรือ MCARs) ในแต่ละวันของช่วงเวลาในการทดสอบ [-5, +5]



ภาพที่ 4.4 แสดงค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (Mean Cumulative Abnormal Returns หรือ MCARs) ในแต่ละวันของช่วงเวลาในการทดสอบ [-15, +15]



จากตารางที่ 4.11-4.13 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันในช่วง 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อขายซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) และตารางที่ 4.13 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อขายซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) สามารถอธิบายผลการวิเคราะห์ได้ ดังนี้

ในช่วงการทดสอบ [-15, +15] พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นในแต่ละวันมีทั้งค่าที่เป็นบวก และเป็นลบ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่เกิดขึ้นก็เช่นเดียวกัน โดยบริษัทที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อขายซื้อหุ้นคืน ที่มีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวกมีจำนวน 13 บริษัท และมีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นลบจำนวน 12 บริษัท สำหรับบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกสูงที่สุด 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (AH) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 38.87% บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (AVANC) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 26.07 % และบริษัท จีเอ็มเอ็ม แกรมมี่ จำกัด (มหาชน) (GRAMMY) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 18.03 % สำหรับบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นลบสูงที่สุด 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท ไอ.ซี.ซี. อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) (ICC) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -19.63% บริษัท ล้ำสูง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (LST) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -9.10 % และบริษัท ไทยคุณ เวิลด์ไวด์ กรุ๊ป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (TYCN) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -8.73 % จากการทดสอบ พบว่า บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (AH) ที่มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมติดลบสูงสุด 1 ใน 3 อันดับแรก ในช่วงทดสอบ 5 และ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อขายซื้อหุ้นคืน กลับมีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกสูงที่สุด 1 ใน 3 อันดับแรก ในช่วงทดสอบ 5 และ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อขายซื้อหุ้นคืน ซึ่งอาจสันนิษฐานได้ว่า ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อขายซื้อหุ้นคืน บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (AH) มีผลการดำเนินงานและแนวโน้มการทำกำไรที่ดีขึ้น จึงเป็นการเรียกความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท กลับคืนมา

อย่างไรก็ดี จากตาราง 4.11-4.12 และ ภาพที่ 4.3-4.4 พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง และในวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงาน (วันที่ "0") การเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติไม่ได้สูงกว่าวันอื่น ๆ ในการทดสอบ สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนมองการ

ประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน ไม่ได้สำคัญว่า การประกาศผลการดำเนินงานโดยทั่วไป รวมทั้งการประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทที่ ประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน ไม่ได้ดึงดูดความสนใจของนักลงทุนมากกว่าการประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทอื่น ๆ ที่ไม่ได้ประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน

4.3.2 ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงทดสอบโดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic)

จากค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงทดสอบ 5 วัน และ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) $[-5, +5]$ $[-15, +15]$ ได้นำมาทดสอบสมมติฐานว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยใช้สถิติทดสอบ T-test และ p-value ณ ระดับนัยสำคัญ เท่ากับ 0.05 และ 0.1 ตามลำดับ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน ดังนี้

H_0 = ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ มีค่าไม่แตกต่างจาก 0

H_1 = ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ มีค่าแตกต่างจาก 0

ตารางที่ 4.14 ค่าสถิติทดสอบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทในช่วงการทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

	Mean	Std. Deviation	t-value	sig
อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ (%)	2.32	7.03	1.65	0.11

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

ตารางที่ 4.15 ค่าสถิติทดสอบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทในช่วงการทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

	Mean	Std. Deviation	t-value	sig
อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ (%)	2.90	12.63	1.14	0.26

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

จากตารางที่ 4.14-4.15 สามารถอธิบายได้ดังนี้ ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบ [-5, +5] เท่ากับ 2.32% และจากการทดสอบค่า p-value เท่ากับ 0.11 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบ [-15, +15] เท่ากับ 2.90% และจากการทดสอบค่า p-value เท่ากับ 0.26 ซึ่งมากกว่า 0.05 และ 0.1 จึงยอมรับ H_0 ที่ว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบมีค่าไม่แตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น จึงสรุปได้ว่าการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน(โครงการแรก) ไม่ก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของบริษัท

4.4 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน

การศึกษาคือความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินมีสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

H_0 = การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ไม่ขึ้นอยู่กับ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน

H_1 = การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ขึ้นอยู่กับ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) โดยมีตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ดังนี้

$$CAR_j = \alpha + \beta_1 CHIROA_j + \beta_2 SA_j + \beta_3 ACR_j + \beta_4 CHIQ_j + \beta_5 SG_j + \varepsilon_j$$

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน โดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) เป็นดังนี้

จากตารางที่ 4.16 ภายใต้อัตราสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R square) ที่ -0.097 พบว่าค่า p-value มีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญ ทั้งที่ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ 0.1 แสดงให้เห็นว่าไม่มีปัจจัยพื้นฐานทางการเงินตัวใดเลยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ซึ่งอาจเกิดจาก ไม่มีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) เกิดขึ้น ในช่วงทดสอบนี้

จากตารางที่ 4.17 ภายใต้อัตราสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R square) ที่ -0.013 พบว่าค่า p-value ของ Accounts Receivable มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.1 นั่นคือ 0.096 จึงอธิบายความสัมพันธ์จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ได้ว่าผลต่างของยอดขายกับลูกหนี้เพิ่มขึ้น 1 หน่วยบริษัทจะมีผลตอบแทนที่ไม่ปกติเพิ่มขึ้น 1.191 ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

ตารางที่ 4.16 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในช่วงการทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

ตารางข้างล่างนี้ แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation) และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พื้นฐาน (Beta) จากสมการถดถอย พร้อมทั้งแสดงค่า t-value และค่า p-value ของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม

ตัวแปรตาม		$CHIROA_j$	SA_j	ACR_j	$CHIQ_j$	SG_j	Adjusted R ²
CAR_j	Coefficients (B)	56.315	0.281	0.572	0.750	-0.464	-0.097
	Beta	0.188	0.445	0.477	0.054	-0.072	
	t-value	0.465	1.355	1.454	0.245	-0.181	
	p-value	0.647	0.191	0.162	0.809	0.858	

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

ตารางที่ 4.17 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในช่วงการทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

ตารางข้างล่างนี้ แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation) และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พื้นฐาน (Beta) จากสมการถดถอย พร้อมทั้งแสดงค่า t-value และค่า p-value ของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม

ตัวแปรตาม		$CHIROA_j$	SA_j	ACR_j	$CHIQ_j$	SG_j	Adjusted R ²
CAR_j	Coefficients	167.158	0.454	1.191**	0.219	-1.241	-0.013
	Beta	0.310	0.401	0.553	0.009	-0.105	
	t-value	0.799	1.270	1.753	0.041	-0.274	
	p-value	0.434	0.220	0.096	0.967	0.787	

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

บทที่ 5

บทสรุป อภิปรายผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

การศึกษาปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีนโยบายการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นผลมาจากการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ออกพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ.2544 ซึ่งมีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 โดยอนุญาตให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถทำการซื้อหุ้นของตนคืนได้ จึงทำให้มีบางบริษัทมีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน ทั้งนี้การซื้อหุ้นคืนต้องเป็นไปตามหลักการและเงื่อนไขที่กำหนด ซึ่งบริษัทที่จะทำการซื้อหุ้นคืนได้ต้องมีพื้นฐานทางการเงิน สภาพคล่อง และการทำกำไรที่ดี อย่างไรก็ตาม ความเป็นไปได้ว่าการซื้อหุ้นคืนอาจเป็นเพียงเครื่องมือของบริษัทที่ใช้พยุงราคาหลักทรัพย์ในตลาด ไม่เกิดจากความต้องการบริหารสภาพคล่องของบริษัท ดังนั้น การวิจัยครั้งนี้จึงต้องการทดสอบการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) รวมถึง การทดสอบปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่อาจส่งผลต่อการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเป็นสิ่งหนึ่งที่สะท้อนให้เห็นถึงศักยภาพ และ แนวโน้มการทำกำไรในอนาคตของบริษัท การวิจัยครั้งนี้จึงมีวัตถุประสงค์การวิจัย ดังนี้

1. เพื่อศึกษาว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) หรือไม่
2. เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่หาได้จากข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินที่ประกาศต่อสาธารณะ(ครั้งล่าสุด) ก่อนมีการประกาศซื้อหุ้นคืน
3. เพื่อศึกษาว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นในช่วงเวลาการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) หรือไม่
4. เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่หาได้จากข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินที่ประกาศต่อสาธารณะ (ครั้งแรก) ภายหลังจากการซื้อหุ้นคืน

รูปแบบการวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม 2544 จนถึง วันที่ 30 มิถุนายน 2549 ซึ่งไม่นับรวม

1. การซื้อหุ้นคืนของบริษัทย่อยที่ซื้อหุ้นบริษัทใหญ่
2. บริษัทในกลุ่มธนาคาร จำนวน 2 บริษัท เนื่องจากหมวดอุตสาหกรรมนี้มีลักษณะเฉพาะ มีนโยบายการจัดทำบัญชีที่พิเศษ และแตกต่างจากหมวดอุตสาหกรรมอื่น
3. บริษัท ประกันคุ้มภัย จำกัด (มหาชน) (SAFE) เนื่องจากวันประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน และวันประกาศผลการดำเนินงานภายหลังการซื้อหุ้นคืน มีช่วงเวลาที่ใกล้เคียงกันมากจึงทำให้ช่วง Event Window ที่นำมาใช้เพื่อคำนวณหาผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม มีช่วงเวลาคาบเกี่ยวกัน

โดยมีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเป็นไปตามเงื่อนไข จำนวน 25 บริษัท

การวิเคราะห์ข้อมูลจะใช้โปรแกรม Statistical Package for Social Science (SPSS for window) เนื่องจากเป็นโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติที่สามารถใช้วิเคราะห์ข้อมูลได้อย่างมีประสิทธิภาพ และเป็นที่ยอมรับโดยแพร่หลาย โดยแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 4 ส่วน ดังนี้

1. การวิเคราะห์การเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
2. การวิเคราะห์การเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
3. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
4. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

เทคนิคที่ใช้ในการวิเคราะห์ ทั้ง 4 ส่วน คือ สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และสถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics)

5.1 บทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย

สำหรับบทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย จะแบ่งประเด็นการนำเสนอบทสรุปและอภิปรายผลการวิจัยออกเป็น 4 ส่วนหลัก ๆ ตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย โดยผลการวิจัยในแต่ละส่วนมีสาระสังเขป ดังนี้

1. การศึกษาการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

การเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ วัดจากค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบ (Event window) คือ $[-5, +5]$ และ $[-15, +15]$

ผลการวิเคราะห์จากค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ ในช่วงทดสอบ $[-5, +5]$ พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.1 เท่ากับ 4.63% สำหรับค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ ในช่วงทดสอบ $[-15, +15]$ พบว่าไม่มีการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ 0.1 จึงสรุปได้ว่า มีการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ที่ส่งผลต่อราคาตลาดของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ในช่วง 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

2. การศึกษาการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

การเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ วัดจากค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบ (Event window) คือ $[-5, +5]$ และ $[-15, +15]$

ผลการวิเคราะห์จากค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ ในช่วงทดสอบ [-5, +5] และ [-15, +15] พบว่า ทั้ง 2 ช่วงการทดสอบไม่มีการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ 0.1 จึงสรุปได้ว่า ไม่มีการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของบริษัท ที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ทั้งในช่วง 5 วัน และ 15 วัน ก่อนและหลัง การผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ตามลำดับ

3. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) โดยมีปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่สนใจนำมาศึกษา ดังนี้

- การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Change in Return on Assets)
- การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนยอดขายต่อค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (Selling and Administrative Expenses)
- การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนยอดขายต่อลูกหนี้ (Accounts Receivable)
- การเปลี่ยนแปลงอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Change in Liquidity)
- การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนการเติบโตของยอดขาย (Sale Growth)

ผลการวิเคราะห์ ในช่วงทดสอบ [-5, +5] พบว่า Selling and Administrative Expenses และ Accounts Receivable มีผลต่อการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) อย่างมีนัยสำคัญ (ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05) โดย Selling and Administrative Expenses มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ส่วน Accounts Receivable มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม สำหรับ

ในช่วงทดสอบ [-15, +15] พบว่า ไม่มีปัจจัยพื้นฐานทางการเงินตัวใดเลยที่มีความสัมพันธ์กับการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) อย่างมีนัยสำคัญ

4. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) โดยมีปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่สนใจนำมาศึกษาเช่นเดียวกับ “ส่วนที่ 3”

ผลการวิเคราะห์ ในช่วงทดสอบ [-5, +5] และ [-15, +15] พบว่า ไม่มีปัจจัยพื้นฐานทางการเงินตัวใดเลยที่มีความสัมพันธ์กับการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศ ผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) อย่างมีนัยสำคัญ

5.2 ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

การวิจัยเรื่อง “การศึกษาปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีนโยบายการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” ได้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ.2544 ซึ่งมีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 โดยมีหลายบริษัทให้ความสนใจการซื้อหุ้นของตนกลับคืน และพบว่า บริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ให้เหตุผลของการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนว่าเพื่อบริหารสภาพคล่องของบริษัท เนื่องจากบริษัทมีสภาพคล่องทางการเงินและภาระหนี้คงค้างน้อย ซึ่งแสดงถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท และความเชื่อมั่นในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท แต่การประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบางบริษัทจดทะเบียน มีเหตุผลมาจากความต้องการรักษาเสถียรภาพราคาหุ้นของบริษัทไม่ให้ต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น หรือ ในกรณีที่การซื้อขายหุ้นของบริษัทในตลาดมีการซื้อขายที่บางเบา การซื้อ

หุ้นคืนยังอาจถูกใช้เป็นเครื่องมือในการเพิ่มสภาพคล่องให้กับหุ้นของบริษัท ผลของงานวิจัยนี้จะช่วยให้สามารถอธิบายแนวโน้มของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นั่นคือ ตลาดจะมีการตอบสนองต่อการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนในทิศทางบวก ช่วงเวลา 5 วันก่อนและหลังการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน แต่การตอบสนองดังกล่าวจะมีปฏิกริยารุนแรงมากในวันที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงแสดงให้เห็นว่านักลงทุนสามารถลงทุนเพื่อเก็งกำไรในบริษัทที่มีการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนได้ในระยะสั้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วง 5 วันก่อนมีการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน อย่างไรก็ตาม นักลงทุนต้องพิจารณาแล้วว่าบริษัทจดทะเบียนที่มีการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนนั้น มีสถานะทางการเงินและสภาพคล่องที่ดี โดยสามารถนำปัจจัยพื้นฐานทางการเงินของบริษัทมาพิจารณาเพื่อช่วยในการตัดสินใจ ซึ่งจากงานวิจัยครั้งนี้แสดงให้เห็นว่าความสามารถในการทำกำไรและสภาพคล่องของบริษัทมีความสำคัญในการนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของนักลงทุน อีกทั้งนักลงทุนควรพิจารณาถึงที่มาที่ไปของตัวเลขในงบการเงินด้วย และไม่ควรพิจารณาแค่ข้อมูลตัวเลขในช่วงที่เกิดเหตุการณ์นั้น แต่ควรพิจารณาถึงข้อมูลย้อนหลังในอดีต และแนวโน้มของธุรกิจในอนาคต ทั้งนี้ เพื่อลดความเสี่ยงในการตัดสินใจ รวมทั้งการได้รับผลตอบแทนสูงสุดจากการลงทุนด้วย

5.3 ข้อเสนอแนะของการศึกษาต่อในอนาคต

1. บริษัทจดทะเบียนที่สามารถประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนได้ มีเงื่อนไขการกันกำไรสะสมเป็นเงื่อนไขสำคัญ โดยในปี พ.ศ. 2546 ได้ระบุว่าบริษัทที่สามารถซื้อหุ้นคืนได้นั้น ต้องกันกำไรสะสมไว้เป็นเงินสำรองเท่ากับจำนวนเงินที่ได้จ่ายซื้อหุ้นคืนจนกว่าจะมีการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้หมด หรือลดทุนที่ชำระแล้วโดยวิธีตัดหุ้นซื้อคืนที่จำหน่ายไม่หมดแล้วแต่กรณี จึงส่งผลให้บริษัทที่ซื้อหุ้นคืนก่อนหน้านี้ ต้องทำการกันกำไรสะสมเพิ่มจนครบเต็มจำนวน ดังนั้น ในการวิจัยครั้งต่อไป อาจนำการกำไรสะสมมาเป็นตัวแปรเพื่อศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน

2. การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยในระยะสั้น ดังนั้นในการวิจัยครั้งต่อไป อาจทำการทดสอบในระยะยาว เพื่อศึกษาว่าภายหลังจากการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนแล้ว บริษัทได้ทำการซื้อหุ้นคืนและจำหน่ายหุ้นซื้อคืนได้หมดตามจำนวนที่ได้ระบุไว้หรือไม่ หรือบริษัทต้องทำการลดทุนเนื่องจากไม่สามารถจำหน่ายหุ้นซื้อคืนได้หมด ซึ่งจะแสดงถึงความสำเร็จของการซื้อหุ้นคืนของบริษัท

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

- กัลยา วานิชย์บัญชา. การวิเคราะห์สถิติ: สถิติสำหรับการบริหารและวิจัย. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, พิมพ์ครั้งที่ 7, 2546.
- กัลยา วานิชย์บัญชา. การวิเคราะห์สถิติขั้นสูงด้วย SPSS for Windows. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, พิมพ์ครั้งที่ 3, 2545.
- นิ่มนวล เขียวรัตน์. ผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิทางบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล. วิทยานิพนธ์ปริญญาดุษฎีบัณฑิต ภาควิชาการบัญชี บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2539.
- ตรงศักดิ์ อุดาราศ์ศักดิ์. ผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีต่อราคาหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต ภาควิชาการการเงิน บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2544.
- ทรงภพ จิวากานนท์. การศึกษาผลตอบแทนเกินคาดหวังเทียบกับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, ภาควิชาการบริหารธุรกิจ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2546
- พรพรรณิภา รอดวรรณะ. ผลกระทบต่อการตอบสนองในตลาดของมาตรการการเปลี่ยนแปลงการบัญชีเงินลงทุนในหุ้นจากวิธีราคาหุ้นเป็นส่วนได้เสีย : การศึกษาเชิงประจักษ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาดุษฎีบัณฑิต ภาควิชาการบัญชี บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2539.
- สำนักกำกับบัญชีตลาดทุน. การบัญชีเกี่ยวกับหุ้นซื้อคืนของกิจการ (Treasury Stock). วารสารนักบัญชี. ฉบับที่ 30 (เมษายน – กรกฎาคม 2544) : 44 – 50.
- สมพงษ์ พรอุปถัมภ์. หุ้นทุนซื้อคืน ตามพระราชบัญญัติใหม่. เอกสารภาษีอากร. ฉบับที่ 20 (พฤศจิกายน 2544): 67 – 68.
- ศิริวรรณ นิตยดำรง. ผลกระทบจากนโยบายการซื้อหุ้นคืนต่อราคาตลาดและความผันผวนของราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียน. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต ภาควิชาการบริหารธุรกิจ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2546
- อาภรณ์ ชินสะง้อ. การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต ภาควิชาการบัญชี บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548

ภาษาอังกฤษ

- Ball, Ray and Brown, Philip. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. Journal of Accounting Research (Autumn 1968): 159-178.
- Ball, John Kothari, S. P. Security Returns Around Earnings Announcements. The Accounting Review (October 1991): 718-738.
- Bandyopadhyay, S. and J. Kao. Market Reaction to Open Market Repurchase Announcements of Firms Listed on the Toronto Stock Exchange. University of Waterloo/University of Alberta Working Paper (April 1996).
- Bartov, E. Open-Market Stock Repurchases as Signals for Earnings and Risk Changes. Journal of Accounting & Economics (March 1991) : 275-294.
- Beaver William H. The information content of annual earnings announcement. Journal of accounting Research 6 (Supplement 1968) : 67-92
- Beaver, R. Clarke, and F. Wright. The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors. Journal of Accounting Research (Autumn 1979): 316-340.
- Dann, L. Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders. Journal of Financial Economics (June1981): 113-138.
- Edith Ginglinger and Jean-François L’her. Ownership structure and open market stock repurchases in France. European Journal of Finance (2006): 77 – 94
- Feltham, Gerald A, Ohlson, James A. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. Contemporary Accounting Research. Toronto (Spring 1995) : 689-731.
- [Howard Chan](#), [Robert Faff](#), [Alan Ramsay](#). Firm Size and the Information Content of Annual Earnings Announcements: Australian Evidence. [Journal of Business Finance & Accounting](#). Oxford ([Jan-Mar 2005](#)) : 211-253.
- Ikenberry, D. and T. Vermaelen. The Option to Repurchase Stock. Financial Management (Winter1996): 9-24.
- Kirch, D., R. BarNiv and L. Zucca. Investment Strategies Based on Completion of Open Market Repurchase Programs. The Journal of Financial Statement Analysis (Winter1998): 5-13.

- Kross, William and Douglas Schroeder. Firm prominence and the differential information content of quarterly earnings announcements. Journal of Business Finance and Accounting (Spring 1989): 55-75.
- Lev, B., and S. R. Thiagarajan. Fundamental information analysis. Journal of Accounting Research (Autumn 1993): 190-215
- Li-Chin Jennifer Ho, Chao-Shin Liu and Ramachandran Ramanan. Open-Market Stock Repurchase Announcements and Reevaluations of Prior Accounting Information. The Accounting Review, (July 1997): 475
- Nichols D. Craig , Wahlen M. James . How Do Earnings Numbers Relate to Stock Returns? A Review of Classic Accounting Research with Updated Evidence. Accounting Horizons. Sarasota (Dec 2004) : 263-286.
- Patricia H. Born Carmelo Giaccotto and Titos E. Ritsatos. The Wealth and Information Effects of Insurers' Open Market Stock Repurchase Announcements. 2004.
- Piotroski, J. The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers. Journal of Accounting Research (Supplement 2000): 1-41.
- Suchitra T. Vacharajittipan. The information content of quarterly earnings : the case of Thailand. Phd dissertation, George Washington University. (1990).
- Vermaelen, T. Common Stock Repurchases and Market Signalling. Journal of Financial Economics. (June 1981):139-183.
- White, Gerald I., Sondhi, Ashwinpaul C., Dov Fried. The Analysis and Use of Financial Statements. 3rd Edition, John Wiley & Sons Inc. (2003) Chapter 19: 683.



ภาคผนวก ก

การตรวจสอบความเหมาะสมของ Market Model ที่ใช้ใน
การวิจัย

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

การศึกษาในครั้งนี้เป็นการศึกษาถึงการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ
 สหสัมพันธ์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน โดยวัด
 จากอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่สร้างขึ้นในช่วงทดสอบ คือ ช่วงทดสอบ 5 และ 15 วัน ก่อน
 และหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) และช่วงทดสอบ 5 และ 15 วัน ก่อน
 และหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน
 (โครงการแรก) ซึ่งคำนวณจาก Market Model มีรูปแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง (Linear
 Relationship) ซึ่งเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

โดยที่

- R_{jt} = อัตราผลตอบแทนของบริษัท j เวลา t
 (กำหนดให้ j = จำนวนบริษัทที่ประกาศนโยบาย
 การซื้อหุ้นคืน)
- α_j = ส่วนประกอบของผลตอบแทนของบริษัท j ที่ไม่
 ขึ้นอยู่กับผลตอบแทนโดยรวมของตลาด
- β_j = ค่าสัมประสิทธิ์แสดงการเปลี่ยนแปลงของ
 ผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัท j เมื่อเปรียบเทียบกับ
 การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนโดยรวมของ
 ตลาด
- R_{mt} = อัตราผลตอบแทนตลาดของบริษัท j เวลา t
- ε_{jt} = ค่า Residual Term ของหุ้นบริษัท j ณ ช่วงเวลา t

งานวิจัยจะมีการทดสอบความเหมาะสมในการนำ Market Model มาใช้
 โดยการทดสอบค่า Coefficient หรือ ค่าเบต้า (β) ว่ามีค่าเท่ากับ 0 หรือไม่ หากค่าเบต้า (β)
 เท่ากับ 0 แสดงว่าการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนไม่มีผลกระทบใด ๆ ต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์
 ดังนั้นการใช้ Market Model จึงไม่เหมาะสม แต่หาก ค่าเบต้า (β) ไม่เท่ากับ 0 แสดงว่า Market
 Model นี้มีความเหมาะสมในการนำมาใช้ที่ระดับความเชื่อมั่นต่าง ๆ เช่น 95% และ 90%
 ตามลำดับ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน ดังนี้

$H_0 = \beta = 0$ (ผลตอบแทนของตลาดไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์)

$H_1 = \beta \neq 0$ (ผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์)

ผลการตรวจสอบความเหมาะสมของสมการ โดยใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของบริษัทและอัตราผลตอบแทนของตลาดในช่วง 60 วัน ช่วงเวลาทดสอบ เป็นดังนี้

ตารางที่ ก-1 ตารางสรุป ค่า (p-value) ของสมการ Market Model ที่ใช้ในช่วงทดสอบ 5 และ 15 วันก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

บริษัท	P-value [-5, +5]	P-value [-15, +15]
ADVANC	.000*	.000*
AH	.856	.590
CVD	.084**	.184
DTC	.243	.433
EGCOMP	.002*	.004*
FNS	.000*	.000*
GENCO	.295	.321*
GMMM	.000*	.000*
GRAMMY	.067**	.080**
ICC	.653	.540
INOX	.158	.095**
LST	.240	.375
MATI	.586	.663
MBK	.644	.656
MODERN	.002*	.002*

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

บริษัท	P-value [-5, +5]	P-value [-15, +15]
P-FCB	.766	.509
PSL	.000*	.000*
SCCC	.000*	.001*
SE-ED	.167	.698
SITHAI	.175	.068**
SUSCO	.000*	.000*
THANI	.557	.022*
TPC	.000*	.002*
TYCN	.096**	.126
ZMICO	.000*	.000*

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ก-2 ตารางสรุป ค่า (p-value) ของสมการ Market Model ที่ใช้ใน ช่วงทดสอบ 5 และ 15 วันก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก)

บริษัท	P-value [-5, +5]	P-value [-15, +15]
ADVANC	.000*	.000*
AH	.002*	.002*
CVD	.000*	.001*
DTC	.046*	.054**
EGCOMP	.000*	.004*
FNS	.009*	.002*
GENCO	.223	.128
GMMM	.004*	.008*
GRAMMY	.001*	.044*
ICC	.007*	.027*
INOX	.267	.423
LST	.540	.141
MATI	.918	.913
MBK	.071**	.198
MODERN	.157	.374
P-FCB	.515	.817
PSL	.000*	.000*
SCCC	.000*	.000*
SE-ED	.458	.166
SITHAI	.005*	.037*
SUSCO	.000*	.000*
THANI	.654	.913
TPC	.000*	.000*
TYCN	.191	.139
ZMICO	.000*	.000*

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

จากตารางพบว่า ค่า P-value ของบริษัทส่วนใหญ่มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และ 0.1 ตามลำดับ จึงปฏิเสธ H_0 และยอมรับ H_1 ที่ว่าผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และถึงแม้ว่ามีบางบริษัทมีค่า P-value มากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด แต่เพื่อให้การวิเคราะห์ของทุกบริษัทเป็นไปในแนวทางเดียวกัน และเพื่อให้เกิดความมั่นใจและความน่าเชื่อถือในงานวิจัย จึงใช้ Market Model เป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์ทุกบริษัท



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก ข

การตรวจสอบข้อกำหนดเกี่ยวกับข้อมูลตัวแปรตามในการ
วิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) จำเป็นต้องตรวจสอบข้อมูลที่นำมาวิเคราะห์ก่อน เพื่อให้เป็นไปตามเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) โดยที่สมการความถดถอยเชิงพหุ คือ

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots \beta_n X_n + \varepsilon$$

เงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ มีดังนี้

- 1) ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ นั่นคือ $E(e) = 0$
- 2) ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า $V(e) = \sigma_e^2$
- 3) e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกัน ; $i \neq j$ นั่นคือ covariance $(e_i, e_j) = 0$
- 4) ความคลาดเคลื่อน e เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ
- 5) ตัวแปรอิสระ X_i และ X_j ต้องเป็นอิสระต่อกัน

เงื่อนไขทั้ง 5 ข้อข้างต้นจะต้องเป็นจริง จึงจะสามารถใช้ทดสอบ F และ t ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามได้ โดยผลการตรวจสอบเป็น ดังนี้

1. การตรวจสอบค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อน

การหาค่า a และ b โดยทำให้ผลบวกกำลังสองของความคลาดเคลื่อนมีค่าต่ำสุด จะทำให้ $\sum e_i = 0$

$$\text{ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อน} = E(e) = \frac{\sum e_i}{n} = \frac{0}{n} = 0$$

ดังนั้นเงื่อนไขจึงเป็นจริงเสมอเมื่อใช้เทคนิคกำลังสองน้อยที่สุด (Least square) ในการหาค่า a และ b

2. การตรวจสอบค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อน

เป็นการตรวจสอบว่า $\text{Var}(e) = \sigma^2 =$ ค่าคงที่ทุกค่าของ X กรณีที่ $\text{Var}(e)$ ไม่เท่ากันทุกค่าของ X จะเรียกว่าเกิดปัญหา Heteroscedastic เนื่องจาก $\text{Var}(e) = \text{Var}(\hat{Y})$ ดังนั้น การตรวจสอบ

ความคงที่ของค่าแปรปรวนจึงอาจพิจารณาจากกราฟ X กับ e หรือกราฟของ Y กับ e หรือระหว่าง e กับ \hat{Y} ก็ได้

โดยการวิจัยนี้ได้แบ่งข้อมูลออกเป็น 2 กลุ่มใหญ่ ๆ ตามปีที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) สถิติที่ใช้ในการทดสอบคือ Levene's test หากค่า Sig.>0.05 แสดงว่าค่าความแปรปรวนของตัวแปรอิสระทั้ง 2 กลุ่ม มีค่าคงที่ทุกค่าของ X ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

สมมติฐานการทดสอบคือ

$$H_0 : \sigma_1^2 = \sigma_2^2 = \dots \sigma_k^2 ; k = \text{จำนวนประชากร}, k \geq 2$$

$$H_1 : \sigma_i^2 \neq \sigma_j^2 \text{ อย่างน้อย 1 คู่ ; } i \neq j$$

ตารางที่ ข-1 ผลการตรวจสอบความเท่ากันของค่าความแปรปรวน ช่วงทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

Levene Statistic	df1	df2	P-value
0.042	1	23	0.839*

ตารางที่ ข-2 ผลการตรวจสอบความเท่ากันของค่าความแปรปรวน ช่วงทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

Levene Statistic	df1	df2	P-value
1.090	1	23	0.307*

ตารางที่ ข-3 ผลการตรวจสอบความเท่ากันของค่าความแปรปรวน ช่วงทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

Levene Statistic	df1	df2	P-value
2.054	1	23	0.165*

ตารางที่ ข-4 ผลการตรวจสอบความเท่ากันของค่าความแปรปรวน ช่วงทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

Levene Statistic	df1	df2	P-value
2.844	1	23	0.105*

ผลการตรวจสอบข้อมูลจากค่าสถิติ Levene Statistic พบว่าค่า P-value ของทุกช่วงทดสอบมากกว่า 0.05 คือ มีค่าเท่ากับ 0.839, 0.307, 0.165 และ 0.105 ตามลำดับ จึงยอมรับ H_0 และสรุปได้ว่า ค่าแปรปรวนของตัวแปรอิสระทั้ง 2 กลุ่มเท่ากัน ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

3. การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน

การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของ e_i และ e_j โดยที่ $e_i = Y_i - \hat{Y}_i$ และ $e_j = Y_j - \hat{Y}_j$ ทำได้ 2 วิธี คือ

- 1) โดยการเขียนกราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง e_i กับ t
- 2) ใช้สถิติทดสอบ Durbin – Watson

การทดสอบว่าค่า e_i และ e_j เป็นอิสระกันหรือไม่ โดยใช้สถิติทดสอบ Durbin – Watson จะพิจารณาจากค่า Durbin – Watson สำหรับค่าวิกฤติของ Durbin – Watson จะขึ้นอยู่กับขนาดตัวอย่าง (n) และจำนวนตัวแปรอิสระในสมการความถดถอย (k)

- ถ้า Durbin – Watson มีค่าใกล้ 2 (นั่นคือ มีค่าในช่วง 1.5 ถึง 2.5) จะสรุปว่า e_i และ e_j อิสระกัน
- ถ้า Durbin – Watson < 1.5 แสดงว่าความสัมพันธ์ของ e_i และ e_j อยู่ในทิศทางบวก และถ้า Durbin – Watson มีค่าใกล้ศูนย์ แสดงว่า e_i และ e_j มีความสัมพันธ์กันมาก
- ถ้า Durbin – Watson > 2.5 แสดงว่าความสัมพันธ์ของ e_i และ e_j อยู่ในทิศทางลบ และถ้า Durbin – Watson มีค่าใกล้ 4 แสดงว่า e_i และ e_j มีความสัมพันธ์กันมาก
- หรืออาจจะพิจารณาจากค่า Significance ของสถิติทดสอบ Durbin – Watson ถ้าค่า Significance น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด จะปฏิเสธสมมติฐาน H_0 หรือสรุปได้ว่า e_i และ e_j มีความสัมพันธ์กัน

ตารางที่ ข-5 ผลการตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน ช่วงทดสอบ 5 วันก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

	Durbin - Watson
Unstandardized Residual	1.968

ตารางที่ ข-6 ผลการตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน ช่วงทดสอบ 15 วันก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

	Durbin - Watson
Unstandardized Residual	1.714

ตารางที่ ข-7 ผลการตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน ช่วงทดสอบ 5 วันก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

	Durbin - Watson
Unstandardized Residual	2.460

ตารางที่ ข-8 ผลการตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน ช่วงทดสอบ 15 วันก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

	Durbin - Watson
Unstandardized Residual	2.189

จากตารางพบว่า ค่า Durbin – Watson เท่ากับ 1.968, 1.714, 2.460 และ 2.189 ตามลำดับ ซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 1.5 – 2.5 จึงสรุปได้ว่าค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกัน ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

4. การตรวจสอบการแจกแจงของข้อมูล

สำหรับแต่ละค่าของตัวแปรอิสระที่กำหนดค่าตัวแปรตามต้องเป็นตัวแปรสุ่มซึ่งมีการแจกแจงปกติ ในการทดสอบการแจกแจงของข้อมูลว่าเป็นแบบปกติหรือไม่ จะใช้สถิติทดสอบคือ Kolmogorov – Smirnov Test (K-S Test) หลักการของการทดสอบนี้ คือ การเปรียบเทียบค่าฟังก์ชันการแจกแจงสะสมของข้อมูลตัวอย่างกับค่าฟังก์ชันการแจกแจงสะสมของข้อมูลภายใต้สมมติฐานว่าข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติ สมมติฐานของการทดสอบคือ

H_0 : ค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ

H_1 : ค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบไม่ปกติ

ตารางที่ ข-9 ผลการตรวจสอบการแจกแจงข้อมูล ช่วงทดสอบ 5 วันก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	P-value	Statistic	df	P-value
Unstandardized Residual	0.179	25	0.039	0.921	25	0.055

ตารางที่ ข-10 ผลการตรวจสอบการแจกแจงข้อมูล ช่วงทดสอบ 15 วันก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	P-value	Statistic	df	P-value
Unstandardized Residual	0.133	25	0.200*	0.898	25	0.017

ตารางที่ ข-11 ผลการตรวจสอบการแจกแจงข้อมูล ช่วงทดสอบ 5 วันก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	P-value	Statistic	df	P-value
Unstandardized Residual	0.121	25	0.200*	0.980	25	0.882

ตารางที่ ข-12 ผลการตรวจสอบการแจกแจงข้อมูล ช่วงทดสอบ 15 วันก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	P-value	Statistic	df	P-value
Unstandardized Residual	0.189	25	0.022	0.898	25	0.016

จากตาราง ผลการทดสอบจะพิจารณาจากค่า P-value มี 2 ช่วงทดสอบที่มีค่า P-value มากกว่าระดับ นั่นคือ มีการแจกแจงข้อมูลแบบปกติ แต่อีก 2 ช่วงทดสอบที่มีค่า P-value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานนี้ แสดงว่า ข้อมูลมีการแจกแจงแบบไม่ปกติ อย่างไรก็ตาม หากตัวแปรอิสระบวกตัวแปรตาม คุณด้วย 3 และผลลัพธ์ที่ได้มีค่าน้อยกว่าจำนวนบริษัทที่นำมาทำการทดสอบ สามารถสันนิษฐานได้ว่าตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบมีการแจกแจงแบบปกติ ดังนั้น จากงานวิจัยครั้งนี้มีตัวแปรอิสระทั้งหมด 5 ตัว บวก ตัวแปรตาม (CAR) 1 ตัว $(5 + 1) \times 3 = 18$ ซึ่งเมื่อนำมาเปรียบเทียบกับจำนวนบริษัทที่นำมาทำการสอบ จำนวน 25 บริษัท จึงสามารถสันนิษฐานได้ว่าตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบมีการแจกแจงแบบปกติแล้ว

5. การตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระ X_i และ X_j เป็นอิสระกันหรือไม่

การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของตัวแปรอิสระมีหลายวิธี เช่น การใช้สถิติ Variance Inflation Factors (VIF) และสถิติ Tolerance ส่วนในการวิจัยนี้จะพิจารณาจากค่า Pearson Correlation โดยหากตัวแปรอิสระคู่ใดมีค่าของ Pearson Correlation มากกว่า 0.80 จึงถือว่าตัวแปรอิสระคู่ดังกล่าวไม่เป็นอิสระกัน

ตารางที่ ข-13 ผลการตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระ X_i และ X_j เป็นอิสระกัน ช่วงทดสอบ 5 วันก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

Pearson Correlation	CARs	CHIROA	SA	ACR	CHIQ	SG
CARs	1.000	0.202	0.023	-0.023	0.214	-0.002
CHIROA	0.202	1.000	0.789	0.787	0.287	-0.524
SA	0.023	0.789	1.000	0.792	0.198	-0.750
ACR	-0.023	0.787	0.792	1.000	0.223	-0.783
CHIQ	0.214	0.287	0.198	0.223	1.000	-0.232
SG	-0.002	-0.524	-0.750	-0.783	-0.232	1.000

ตารางที่ ข-14 ผลการตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระ X_i และ X_j เป็นอิสระกัน ช่วงทดสอบ 15 วันก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

Pearson Correlation	CARs	CHIROA	SA	ACR	CHIQ	SG
CARs	1.000	0.179	0.024	0.037	0.053	-0.059
CHIROA	0.179	1.000	0.789	0.787	0.287	-0.524
SA	0.024	0.789	1.000	0.792	0.198	-0.750
ACR	0.037	0.787	0.792	1.000	0.223	-0.783
CHIQ	0.053	0.287	0.198	0.223	1.000	-0.232
SG	-0.059	-0.524	-0.750	-0.783	-0.232	1.000

ตารางที่ ข-15 ผลการตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระ X_i และ X_j เป็นอิสระกัน ช่วงทดสอบ 5 วันก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

Pearson Correlation	CARs	CHIROA	SA	ACR	CHIQ	SG
CARs	1.000	0.150	0.086	0.148	0.032	0.106
CHIROA	0.150	1.000	0.029	0.038	-0.135	0.740
SA	0.086	0.029	1.000	-0.756	-0.094	-0.020
ACR	0.148	0.038	-0.756	1.000	0.092	0.065
CHIQ	0.032	-0.135	-0.094	0.092	1.000	-0.031
SG	0.106	0.740	-0.020	0.065	-0.031	1.000

ตารางที่ ข-16 ผลการตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระ X_i และ X_j เป็นอิสระกัน ช่วงทดสอบ 5 วันก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

Pearson Correlation	CARs	CHIROA	SA	ACR	CHIQ	SG
CARs	1.000	0.253	-0.007	0.256	-0.017	0.183
CHIROA	0.253	1.000	0.029	0.038	-0.135	0.740
SA	-0.007	0.029	1.000	-0.756	-0.094	-0.020
ACR	0.256	0.038	-0.756	1.000	0.092	0.065
CHIQ	-0.017	-0.135	-0.094	0.092	1.000	-0.031
SG	0.183	0.740	-0.020	0.065	-0.031	1.000

จากตารางพบว่า ค่า Pearson Correlation ของทุกคู่ตัวแปร มีค่าน้อยกว่า 0.80 จึงสรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวเป็นอิสระกันซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาว รักชญา เอี่ยมวิจารณ์ เกิดวันที่ 4 มีนาคม พ.ศ. 2525 เป็นบุตรสาวคนเดียวของ พันจ่าอากาศเอก อนันต์ เอี่ยมวิจารณ์ และนาง นฤมล เอี่ยมวิจารณ์ สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีหลักสูตรบริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ สถาบันเทคโนโลยีราชมงคล วิทยาเขตภาคใต้ เมื่อปีการศึกษา 2546 และได้เข้าศึกษาต่อในหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย เมื่อปีการศึกษา 2547



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย