



การซื้อหุ้นคืนตามสมมติฐานการทดแทนเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวชุติกานุจน์ แยมยิ้ม

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2558  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การซื้อหุ้นคืนตามสมมติฐานการทดแทนเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวชุติกาญจน์ แยมยิ้ม



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2558  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



SHARE REPURCHASE AS A SUBSTITUTION FOR CASH DIVIDEND  
IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

BY

MISS CHUTIKAN YEAMYIM



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF  
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE

FINANCIAL MANAGEMENT

FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY

THAMMASAT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2015

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSIT

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวชุตติกาญจน์ แยมยิ้ม

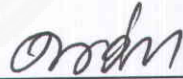
เรื่อง

การซื้อหุ้นคืนตามสมมติฐานการทดแทนเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

เมื่อ วันที่ 30 พ.ค. 2559 .....

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

  
(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

  
(รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี

  
(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การซื้อหุ้นคืนตามสมมติฐานการทดแทนเงินปันผลของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวชุตติกาญจน์ แยมยิ้ม
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2558

### บทคัดย่อ

ในปัจจุบันบริษัทมีทางเลือกที่หลากหลายในการระบายกระแสเงินสดส่วนเกินของบริษัทให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งการจ่ายเงินปันผลเป็นนโยบายทางการเงินรูปแบบหนึ่งที่เป็นที่นิยมมากที่สุดในอดีต ต่อมาภายหลังจากออกข้อบังคับ Rule 10b-18 ในปีค.ศ. 1982 ทำให้บริษัทสามารถใช้โครงการหุ้นคืนซื้อคืนเพื่อบริหารทางการเงินของบริษัทได้ แนวโน้มของการซื้อหุ้นคืนจึงมีเพิ่มขึ้น ในขณะที่การจ่ายเงินปันผลได้รับความนิยมลดลง จึงทำให้การซื้อหุ้นคืนถูกมองว่าเป็นการจ่ายเงินปันผลในอีกรูปแบบหนึ่ง และจากงานศึกษาในอดีตพบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยการซื้อหุ้นคืนของบริษัทนั้นเป็นไปเพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผล ทำให้เกิดเป็นสมมติฐานการทดแทนการจ่ายเงินปันผล (Dividend Substitution Hypothesis)

งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการซื้อหุ้นคืนกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการดำเนินการตามโครงการหุ้นคืนซื้อคืน ตั้งแต่ปีพ.ศ.2544-2557 ซึ่งจากการทดสอบพบว่าบริษัทในประเทศไทยมีแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนเพื่อใช้ทดแทนการจ่ายเงินปันผล โดยพิจารณาจากค่าความคลาดเคลื่อนของการจ่ายเงินปันผล (Dividend Forecast Error) เมื่อบริษัทมีผลตอบแทนของการซื้อหุ้นคืนในระดับสูงขึ้น แนวโน้มของค่าความคลาดเคลื่อนจะเพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนมากจะมีโอกาสจ่ายเงินปันผลลดลงมากกว่าบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนที่น้อยกว่า โดยให้ผลที่สอดคล้องกันเมื่อมีการควบคุมตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการบริหารกระแสเงินสดอิสระของบริษัทและไม่มีการควบคุมตัวแปรดังกล่าว

**คำสำคัญ:** การซื้อหุ้นคืน, ความคลาดเคลื่อนของการจ่ายเงินปันผล, สมมติฐานการทดแทนการ  
จ่ายเงินปันผล, สมมติฐานการส่งสัญญาณ, สมมติฐานกระแสเงินสดอิสระ



Independent Study Title	SHARE REPURCHASE AS A SUBSTITUTION FOR CASH DIVIDEND IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
Author	Miss Chutikan Yeamyim
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Somchai Supattarakul, Ph.D.
Academic Years	2015

### **ABSTRACT**

Corporations possess a variety of mechanisms to distribute excess cash to their shareholders. For decades, corporations employed cash dividends as the most popular form of cash distributions. The trend was reversed after applied Rule 10b-18 by SEC in 1982 with the increasing popularity of share repurchases. Share repurchases are the other dividend payout policy form for distributing excess cash. Previous studies find that share repurchases are related to cash dividends, the increasing use of share repurchases over cash dividends has led to a belief that firms substitute dividends by share repurchases as Dividend Substitution Hypothesis.

The main objective of this study is to find the relationship between share repurchases and cash dividends of firms with a share repurchases announcement program in the Stock Exchange of Thailand over the period 2001-2014, the result shows that the motivations of the share repurchases program in Thai firms are for substitution of dividend payment. The cash dividends of high repurchase activity firms are higher than the low repurchase activity firms by measuring dividend forecast error that consistent with the dividend substitution hypothesis even if this study controls for cash disbursement of Thai firms or not.

**Keywords:** Share Repurchases, Dividend Forecast Error, Dividend Substitution Hypothesis, Signaling Hypothesis, Free Cash Flow Hypothesis





## กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระเล่มนี้คงไม่สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดีหากไม่ได้รับการช่วยเหลือและการให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์ในการจัดทำจาก รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล อาจารย์ที่ปรึกษา การค้นคว้าอิสระ ที่กรุณาสละเวลาและให้คำปรึกษา ซึ่งได้นำมาปรับปรุงและช่วยให้การค้นคว้าอิสระนี้สมบูรณ์

ขอขอบคุณเพื่อนๆ ในโครงการหลักสูตรควบตรี-โททางการบัญชีและการบริหารธุรกิจ รุ่นที่ 6 ที่คอยช่วยเหลือในด้านการสืบค้นข้อมูลและขั้นตอนในการจัดทำ การค้นคว้าอิสระ ขอขอบคุณเจ้าหน้าที่หลักสูตรที่คอยให้ความช่วยเหลือในด้านการประสานงานต่างๆ และที่ขาดไม่ได้คือแรงสนับสนุนจากครอบครัว ที่คอยให้คำปรึกษาในเรื่องต่างๆ และเป็นกำลังใจที่ดีเสมอมา

นางสาวชุตติกาญจน์ แยมยิ้ม

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(3)
กิตติกรรมประกาศ	(5)
สารบัญตาราง	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	3
1.3 ขอบเขตของงานวิจัย	4
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 เงินสดปันผลและการซื้อหุ้นคืน	5
2.2 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	6
2.2.1 ทฤษฎีตัวการและตัวแทน (Agency theory)	6
2.2.2 ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information asymmetry)	7
2.2.3 สมมติฐานกระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow hypothesis)	8
2.2.4 ทฤษฎีความยืดหยุ่นทางการเงิน (Financial Flexibility Hypothesis)	9
2.2.5 ทฤษฎีการทดแทนการจ่ายเงินสดปันผล (Dividend Substitution Hypothesis)	10
2.3 การซื้อหุ้นคืนในประเทศไทย	12
2.4 สมมติฐานของงานวิจัย	13

บทที่ 3 วิธีการวิจัย	14
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	14
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	14
3.3 แบบจำลอง	14
3.3.1 ปัจจัยด้านการบริหารการเงินในการซื้อหุ้นคืนและการจ่ายเงินสดปันผล	14
3.3.2 การซื้อหุ้นคืนตามสมมติฐานการทดแทนเงินปันผล	15
3.4 ตัวแปรที่ใช้และการวัดค่าตัวแปร	15
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	19
4.1 การเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่มที่เป็นอิสระต่อกัน (Independent sample t-test Statistics)	19
4.2 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	20
4.2.1 การวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐาน	20
4.2.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation Matrix)	21
4.3 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)	22
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	26
5.1 สรุปผลงานวิจัย	26
5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย	27
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	27
รายการอ้างอิง	28
ประวัติผู้เขียน	32

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1.1 จำนวนหุ้นที่ซื้อคืน จำนวนเงินที่ใช้ในการซื้อหุ้นคืนและจำนวนเงินปันผลของบริษัทที่ซื้อหุ้นคืน	3
3.1 การคาดการณ์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระในแบบจำลอง	18
4.1 การเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลตามระดับของผลตอบแทนการซื้อหุ้นคืน	19
4.2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่างๆ	21
4.3 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลอง	22
4.4 ผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรควบคุมทั้งหมด	24

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญ

ในปัจจุบันบริษัทที่ดำเนินธุรกิจประสบความสำเร็จ และมีผลกำไรที่มากเพียงพอนั้นมีทางเลือกที่หลากหลายในการบริหารกระแสเงินสดที่ได้จากการดำเนินงานของบริษัท โดยบริษัทสามารถนำเงินกำไรไปลงทุนต่อในสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงานอื่นๆ เพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัทต่อไป ใช้ในการไถ่ถอนหนี้สินที่บริษัทมีภาระผูกพันอยู่ หรืออาจจะกระจายกระแสเงินสดส่วนเกินเป็นผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งวิธีที่ได้รับความนิยมมากที่สุดคือการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน ซึ่งการจ่ายเงินปันผลนั้นเป็นวิธีที่ถูกใช้ในการกระจายกำไรไปยังผู้ถือหุ้นและนักลงทุนมาเป็นเวลานาน จนกระทั่งในช่วงปีค.ศ. 1990 การซื้อหุ้นคืนเริ่มได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์ (OMRs) ของประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งถูกมองว่าเป็นการจ่ายเงินปันผลในอีกรูปแบบหนึ่ง โดยมูลค่าของการกระจายกระแสเงินสดอิสระผ่านการซื้อหุ้นคืนนั้นเพิ่มขึ้นมากกว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นครั้งแรกในปีค.ศ. 1998 ที่ประเทศสหรัฐอเมริกา (Grullon and Michaely, 2002) จากการอนุมัติ Rule 10b-18 ในเดือนพฤศจิกายน 1982 ซึ่งเป็นข้อบังคับที่ตั้งขึ้นเพื่อให้ความคุ้มครองแก่บริษัทในการซื้อหุ้นคืน ความนิยมที่เพิ่มมากขึ้นยังเกิดขึ้นในประเทศแคนาดา อังกฤษ และประเทศที่เพิ่งได้รับการอนุญาตให้ใช้การซื้อหุ้น เพื่อบริหารทางการเงินของบริษัทได้อย่าง ญี่ปุ่น และสวีเดน

การซื้อหุ้นคืนคือการโอนหุ้นที่อยู่ในมือของผู้ถือหุ้นให้กลับมาสู่บริษัทด้วยทรัพยากรของบริษัท ส่งผลทำให้จำนวนหุ้นในตลาดมีลดลง และยังเป็นเครื่องมือที่ถูกนำมาใช้เพื่อระบายกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินที่ไม่ได้มาจากการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งมีความยืดหยุ่นในการบริหารที่มากกว่าการจ่ายเงินปันผลที่เปรียบเสมือนภาระผูกพันของบริษัทที่จะต้องรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลให้มีความสม่ำเสมออยู่ตลอด เนื่องจากนักลงทุนค่อนข้างยึดติดกับการกระจายผลประโยชน์ของบริษัทผ่านการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้การซื้อหุ้นคืนยังให้ประโยชน์ทางด้านภาษีต่อผู้ถือหุ้นเมื่อเทียบกับการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากไม่มีภาระภาษีในส่วนต่างกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ (Capital Gain) และยังใช้เป็นเครื่องมือในการป้องกันการถูกครอบงำกิจการ (Take-over) ได้อีกด้วย

การเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของการซื้อหุ้นคืนโดยบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่การจ่ายเงินปันผลมีแนวโน้มที่ลดลงตลอดช่วง 20 ปีที่ผ่านมา (Fama and French, 2001)

ทำให้เกิดแนวคิดด้านการซื้อหุ้นคืนเพื่อเป็นการทดแทนการจ่ายเงินสดปันผลขึ้น โดยในต่างประเทศมีการศึกษาเกี่ยวกับแนวคิดนี้เป็นจำนวนมาก อย่างสหรัฐอเมริกา มีงานศึกษาของ Grullon and Michaely (2002) และ Skinner (2008) พบว่าการซื้อหุ้นคืนถูกใช้เป็นนโยบายในการระบายกระแสเงินสดในหลายบริษัทมากกว่าการจ่ายเงินสดปันผล แสดงให้เห็นว่าการซื้อหุ้นคืนนั้นเป็นไปเพื่อการทดแทนการจ่ายเงินปันผล ตรงกันข้ามกับงานศึกษาของ Jagannathan, Stephens and Weisbach (2000) ที่กล่าวว่าบริษัทใช้การซื้อหุ้นคืนในการบริหารกระแสเงินสดแบบชั่วคราวที่ไม่ได้มาจากการดำเนินงานโดยปกติของบริษัท แต่เงินสดปันผลถูกบริหารจากกระแสเงินสดที่ได้มาอย่างแน่นอนจากการดำเนินงานโดยปกติของบริษัท แสดงให้เห็นว่าการกระจายกระแสเงินสดทั้งสองทางนั้นไม่ได้มาจากแหล่งเดียวกันหรือไม่ได้เป็นการทดแทนกัน นอกจากนี้ยังมีงานศึกษาอื่นๆ ที่ยังไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนว่าการซื้อหุ้นคืนนั้นเป็นไปเพื่อทดแทนเงินปันผล อย่างงานศึกษาของ Hyderabad (2013) ที่ศึกษาในประเทศอินเดียพบว่าการจ่ายเงินปันผลในปีที่มีการซื้อหุ้นและปีที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืนนั้นอยู่ในระดับที่ไม่แตกต่างกัน อีกทั้งงานศึกษาของ John and Williams (1985) ยังพบอีกว่าผู้บริหารเลือกใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทไปยังผู้ถือหุ้น และนักลงทุนมากกว่าการซื้อหุ้นคืน และการจ่ายเงินสดปันผลกับการซื้อหุ้นคืนนั้นไม่ได้เป็นนโยบายที่ทดแทนกันได้ ในทางกลับกันทางเลือกทั้งสองทางนั้นใช้ในการส่งสัญญาณถึงมูลค่าหุ้นของบริษัทว่ามีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง หรือใช้ลด agency conflicts ซึ่งการทดแทนเงินสดปันผลอาจสอดคล้องกับแนวคิดเหล่านี้ตามการศึกษาของ Easterbrook (1984) Miller and Rock (1985) และ Jensen (1986)

การศึกษาทั้งในประเทศและต่างประเทศนั้นสนใจถึงแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนตามแนวคิดและทฤษฎีต่างๆ มากมายบนพื้นฐานของการระบายกระแสเงินสดส่วนเกิน (Excess cash) ของบริษัท เช่น สมมติฐานการส่งสัญญาณแก่ตลาด (Signaling Hypothesis) สมมติฐานเรื่องกระแสเงินสดอิสระ (Free cash-flow Hypothesis) และแนวคิดเรื่องการใช้ทดแทนเงินสดปันผล (Dividend substitution) ซึ่งอาจมีความเป็นไปได้ที่กระแสเงินสดในบางปีมีจำนวนที่มากเกินไปจนจำเป็น ส่งผลให้บริษัทต้องตัดสินใจเลือกระหว่างการซื้อหุ้นคืนกับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งมีข้อจำกัดและประโยชน์ที่แตกต่างกันตามที่กล่าวไปข้างต้น

ทั้งนี้การซื้อหุ้นคืนในประเทศไทย เกิดขึ้นครั้งแรกเมื่อวันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ.2544 ภายหลังจากการอนุญาตของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้บริษัทจดทะเบียนสามารถซื้อหุ้นคืนเพื่อการบริหารทางการเงินของบริษัทจนกระทั่งถึงปีพ.ศ. 2557 เป็นเวลารวมทั้งสิ้น 14 ปี พบว่ามีการประกาศโครงการซื้อหุ้นทั้งหมด 98 ครั้ง โดยมีจำนวนหุ้นที่ซื้อคืนทั้งหมด 5,285,308,150 หุ้น คิดเป็นมูลค่าถึง 30,750,617,296.63 บาท ซึ่งเท่ากับว่ามีมูลค่าเป็นครึ่งหนึ่งของการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

ที่มีการซื้อหุ้นคืน ดังนั้นการซื้อหุ้นคืนจึงเริ่มเข้ามามีบทบาทในการบริหารทางการเงินของบริษัทมากขึ้น และในอนาคตอาจเป็นไปได้เพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผล

ตารางที่ 1.1 แสดงจำนวนหุ้นที่ซื้อคืน จำนวนเงินที่ใช้ในการซื้อหุ้นคืนและจำนวนเงินปันผลของบริษัทที่ซื้อหุ้นคืน

ปี	จำนวนหุ้นที่ซื้อคืน**	จำนวนเงินที่ซื้อหุ้นคืน*	จำนวนเงินปันผลของบริษัทที่ซื้อหุ้นคืน*
2545	92,052	543,258	3,581,059
2546	216,311	1,236,603	11,219,683
2547	50,698	3,567,725	3,913,526
2548	395,023	459,919	1,774,646
2549	97,638	2,285,424	3,656,569
2550	686,100	522,084	336,860
2551	845,647	2,561,531	8,530,781
2552	354,844	1,868,384	10,339,244
2553	462,548	1,462,582	1,319,029
2554	80,321	277,007	1,127,150
2555	146,642	529,053	605,365
2556	454,653	11,044,503	7,617,996
2557	1,402,832	4,392,544	9,765,544
รวม	5,285,308	30,750,617	63,787,452

หมายเหตุ \*,\*\* แสดงถึงหน่วยล้านบาทและล้านหุ้นตามลำดับ

## 1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1.2.1 เพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการบริหารทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทยที่ส่งผลให้บริษัทเลือกทำการซื้อหุ้นคืนและเลือกจ่ายเงินสดปันผล

1.2.2 เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของการซื้อหุ้นคืนกับการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทยและเป็นบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนว่า เป็นไปตามสมมติฐานการทดแทนเงินสดปันผล (Substitute Hypothesis) หรือไม่

### 1.3 ขอบเขตของงานวิจัย

ใช้ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทยที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนและมีการดำเนินการตามโครงการซื้อหุ้นคืนจำนวน 76 บริษัท โดยใช้ข้อมูลตลาดภาคขวางทางยาว (Panel data) ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2544-2557 และเลือกเฉพาะปีในแต่ละบริษัทที่มีการดำเนินการตามโครงการซื้อหุ้นคืน จึงมีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 122 ตัวอย่าง โดยรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนได้ใน SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) และข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากฐานข้อมูล Datastream

### 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

#### 1.4.1 ประโยชน์ต่อนักลงทุน

นักลงทุนสามารถพยากรณ์ได้ว่าบริษัทจะเลือกใช้เครื่องมือใดในการกระจายผลประโยชน์ของบริษัทไปสู่ผู้ถือหุ้นและนักลงทุน จากการศึกษาความสัมพันธ์ของคุณลักษณะของบริษัทกับนโยบายในการกระจายผลตอบแทน (Payout Policy) ส่งผลให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจลงทุนในบริษัทที่มีการกระจายผลประโยชน์ได้สอดคล้องกับความต้องการของตนได้

#### 1.4.2 ประโยชน์ต่อบริษัท

บริษัทสามารถบริหารจัดการกระแสเงินสดภายในบริษัทผ่านการซื้อหุ้นคืนหรือการจ่ายเงินปันผลได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น และมีวิธีในการหลีกเลี่ยงการใช้เครื่องมือที่ไม่เหมาะสมในการกระจายผลประโยชน์ไปสู่ผู้ถือหุ้น



## บทที่ 2

### วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การเลือกนโยบายในการกระจายผลประโยชน์ (Payout Policy) ให้กับผู้ถือหุ้นของบริษัทถือเป็นการตัดสินใจที่ค่อนข้างยาก เนื่องจากบริษัทต้องพิจารณาถึงปัจจัยภายในและปัจจัยภายนอกที่จะส่งผลกระทบต่อตัดสินใจของบริษัท โดยปัจจัยภายในบริษัทอาจประกอบไปด้วยระดับของกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินจากการดำเนินงานและกระแสเงินสดอิสระที่ได้จากกิจกรรมที่ไม่ได้มาจากการดำเนินงานของบริษัท ความสามารถในการทำกำไร ระดับของการควบคุมการบริหารผ่านตัวแทนของบริษัท เป็นต้น ในขณะที่ปัจจัยภายนอกที่บริษัทต้องนำมาพิจารณา เช่น โอกาสในการลงทุนในอนาคตของบริษัท อัตราภาษี มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด ความคาดหวังของนักลงทุนและผู้ถือหุ้น ผลกระทบจากการประกาศนโยบายทางการเงินต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนหรือการประกาศจ่ายเงินสดปันผล ปัจจัยเหล่านี้ล้วนเป็นปัจจัยหลักในการพิจารณาเพื่อระบายกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินของบริษัท โดยปัจจัยที่สำคัญที่สุดของการตัดสินใจกระจายผลประโยชน์ดังกล่าว คือการที่บริษัทมีกระแสเงินสดอิสระส่วนเกิน (Free Cash Flow) เป็นจำนวนมาก บริษัทจึงจำเป็นต้องมีการบริหารจัดการที่ดีกับกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินเหล่านี้ เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทและสร้างความพึงพอใจให้กับผู้ถือหุ้นและนักลงทุนภายนอก

#### 2.1 เงินสดปันผลและการซื้อหุ้นคืน

นักวิชาการทางการเงินเชื่อว่าผู้ถือหุ้นจะเลือกลงทุนในบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสอดคล้องกับความต้องการของตน (Clientele Effect) ทำให้บริษัทเลือกที่จะรักษาเสถียรภาพของการจ่ายเงินปันผลให้คงที่ตลอดทุกปี (Thanatawee, 2009) เนื่องจากนักลงทุนโดยส่วนใหญ่ยึดติดกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัท การประกาศเพิ่มการจ่ายเงินปันผลแสดงว่าบริษัทมีการบริหารกำไรได้ดีขึ้นและในอนาคตบริษัทยังสามารถรักษาระดับของความสามารถในการทำกำไรให้อยู่ในระดับคงที่ได้ แต่หากบริษัทประกาศลดการจ่ายเงินปันผลภายหลังจากการเพิ่มการจ่ายเงินปันผลจะส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นย้ายไปลงทุนในบริษัทอื่นแทนเพราะขาดความเชื่อถือในตัวของบริษัท และกระทบทำให้ราคาหุ้นลดต่ำลง อีกทั้งการจ่ายเงินปันผลเปรียบเสมือนการสร้างพันธะสัญญากับนักลงทุนว่ามีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่องทุกปีจากผลการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นของบริษัท นอกจากนี้ นักลงทุนและผู้ถือหุ้นยังสามารถคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลว่าเป็นสัญญาณ (Signaling Hypothesis) ที่แสดงถึงกำไรในอนาคตของบริษัทได้อีกด้วย

เมื่อเปรียบเทียบกับ การซื้อหุ้นคืนที่บริษัทไม่จำเป็นต้องคำนึงถึงความต้องการของผู้ถือหุ้นมากนัก เนื่องจากผู้ถือหุ้นไม่ได้คาดหวังกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทที่เกิดขึ้นเป็นครั้งคราว ไม่สามารถคาดการณ์ได้อย่างแน่นอนขึ้นอยู่กับ การตัดสินใจของผู้บริหารบริษัท ทำให้การซื้อหุ้นคืนเป็นการบริหารกระแสเงินสดอิสระที่มีความยืดหยุ่นมากกว่าการจ่ายเงินปันผล และบริษัทสามารถยกเลิกโครงการซื้อหุ้นคืนได้โดยไม่จำเป็นต้องดำเนินการตามที่ได้ประกาศไว้ ซึ่งการยกเลิกนั้นไม่ทำให้ทั้งบริษัทและผู้ถือหุ้นเสียประโยชน์ ในทางตรงกันข้ามหากบริษัทยกเลิกการจ่ายเงินปันผล จะเป็นการส่งสัญญาณเชิงลบไปยังผู้ถือหุ้น และทำให้ราคาหุ้นของบริษัทลดต่ำลงจากการขาดความเชื่อมั่นของนักลงทุน แสดงให้เห็นว่าการจ่ายเงินปันผลมีข้อจำกัดที่มากกว่าการซื้อหุ้นคืน

นอกจากนี้บริษัทใช้การซื้อหุ้นคืนในการส่งสัญญาณไปยังผู้ถือหุ้นของบริษัทว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็นตามสมมติฐานการส่งสัญญาณ ในขณะที่ใช้การซื้อหุ้นคืนเพื่อระบายกระแสเงินสดส่วนเกินและป้องกันไม่ให้นำเงินส่วนนั้นไปลงทุนโดยไม่ก่อให้เกิดประโยชน์และทำให้ทรัพยากรของบริษัทลดลงตามสมมติฐานกระแสเงินสดอิสระ (Grullon and Michaely, 2004) ซึ่งจะกล่าวต่อไป

## 2.2 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

จากกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินของบริษัทนั้นมีความสำคัญกับการตัดสินใจเลือกนโยบายในการกระจายผลประโยชน์ของบริษัทไปยังผู้ถือหุ้น ดังนั้นจึงมีหลากหลายทฤษฎีที่กล่าวถึงการเลือกใช้นโยบายที่แตกต่างกันของแต่ละบริษัท โดยทฤษฎีดังกล่าวล้วนมีความเกี่ยวข้องกับระดับของกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินซึ่งมีดังนี้

### 2.2.1 ทฤษฎีตัวการและตัวแทน (Agency theory)

ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) เกิดขึ้นจากความคิดเห็นที่ไม่สอดคล้องกันระหว่างผู้ถือหุ้น (ตัวการ) ซึ่งเป็นเจ้าของบริษัทกับผู้บริหารของบริษัท (ตัวแทน) เนื่องจากบุคคลทั้ง 2 ฝ่ายล้วนมีความต้องการที่แตกต่างกัน โดยผู้ถือหุ้นคาดหวังที่จะได้รับผลประโยชน์จากการบริหารงานของผู้บริหาร ผ่านการจ่ายเงินปันผล (Cash Dividends) หรือการซื้อหุ้นคืน (Share Repurchase) อีกทั้งยังต้องการให้การดำเนินงานของบริษัทเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ มีการเจริญเติบโตของกำไรอย่างต่อเนื่องและมีผลตอบแทนที่สูง เพื่อให้คุ้มค่ากับการนำเงินมาลงทุนในบริษัท ซึ่งการซื้อหุ้นคืนเปรียบเสมือนการระบายกระแสเงินสดอิสระที่มากเกินไปของบริษัทจึงส่งผลทำให้ต้นทุนตัวแทนลดลง (Wang, Strong, Tung and Lin., 2009)

ส่วนผู้บริหารซึ่งมีอำนาจในการควบคุมการดำเนินงานทั้งหมดของบริษัท รวมถึงกระแสเงินสดอิสระของบริษัทจากการควบคุมโดยผู้ถือหุ้นอีกทอดหนึ่ง โดยจะได้รับเงินเดือนและโบนัสเป็นค่าตอบแทนในการบริหารงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ผู้บริหารจึงต้องการนำกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินไปลงทุนในโครงการที่ช่วยเพิ่มมูลค่าของบริษัท ทำให้บริษัทมีการเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่องและมีกำไรเพิ่มมากขึ้นในทุกๆ ปี เสมือนว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ดังนั้นผู้บริหารจะได้รับค่าตอบแทนที่เพิ่มขึ้น ซึ่งค่าตอบแทนของผู้บริหารจะเพิ่มขึ้นไปในทางเดียวกับการเติบโตของยอดขายของบริษัท (Kevin and Murphy, 1985) ทั้งนี้ในมุมมองของผู้บริหาร การกระจายผลประโยชน์ของบริษัท ไม่ว่าจะจากการจ่ายเงินสดปันผลหรือการซื้อหุ้นคืน ทำให้ทรัพยากรทางการเงินอย่างกระแสเงินสดอิสระของบริษัทลดต่ำลง โอกาสที่ผู้บริหารของบริษัทจะนำเงินส่วนนั้นไปลงทุนเพื่อให้บริษัทมีรายได้จากการลงทุนที่เพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นว่าการบริหารงานของตนมีประสิทธิภาพจะลดลง (Chen, Sun and Xu, 2016)

ดังนั้นการตัดสินใจระบายกระแสเงินสดส่วนเกินของบริษัทด้วยวิธีการจ่ายเงินปันผลหรือการซื้อหุ้นคืนย่อมช่วยลดต้นทุนตัวแทนลง และเพิ่มความมั่นใจให้กับผู้ถือหุ้นว่าบริษัทจะไม่นำกระแสเงินสดเหล่านั้นไปลงทุนในโครงการที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่บริษัทและผู้ถือหุ้น

### 2.2.2 ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information asymmetry)

ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้นจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นพื้นฐานที่สำคัญของสมมติฐานการส่งสัญญาณ (Signaling Hypothesis) โดยปกติแล้วผู้บริหารจะทราบข้อมูลภายในของบริษัท เกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไร ระดับของกระแสเงินสดส่วนเกิน และข้อมูลทางด้านการเงินอื่นๆ มากกว่าผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนภายนอก ความไม่สมมาตรของข้อมูลนี้จะเกิดขึ้นกับบริษัทที่มีขนาดเล็กและยังไม่เป็นที่รู้จักในตลาดหลักทรัพย์มากนัก เนื่องจากการเข้าถึงข้อมูลของบริษัทยังมีค่อนข้างน้อย ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่างความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลจึงเป็นไปได้ในทิศทางตรงกันข้ามกับขนาดของบริษัท (Wang and Johnson, 2005) อีกทั้งในตลาดทุนที่ไม่สมบูรณ์ (Imperfect Capital Market) ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลยังทำให้ต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital) ของบริษัทเพิ่มขึ้นด้วย (Fazzari et al., 1988) หากบริษัทมีการควบคุมการบริหารที่ดี ทำให้ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นมีลดลง บริษัทจึงไม่จำเป็นต้องส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนภายนอกด้วยการซื้อหุ้นคืนหรือการจ่ายเงินปัน และช่วยลดปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นอีกด้วย (Wu, 2012)

การซื้อหุ้นคืนถูกใช้เป็นสัญญาณในการบอกผู้ถือหุ้นว่าราคาหุ้นของบริษัทในตอนนี้อาจต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของบริษัท (Stock Undervaluation) (Brav, Graham, Harvey and Michaely, 2005; Chen et al., 2004; Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen, 1995) ในขณะที่

ที่การจ่ายเงินปันผลจะช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นกับบริษัท เนื่องจากสามารถทำให้ผู้ลงทุนมั่นใจได้ว่าบริษัทจะไม่นำกระแสเงินสดอิสระไปใช้ในการลงทุนที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่บริษัท นอกจากนี้หากมูลค่าหุ้นของบริษัทต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็นมาก บริษัทจะใช้การซื้อหุ้นคืน ในทางกลับกันหากต่ำกว่าไม่มากจะใช้การจ่ายเงินปันผล ดังนั้นการซื้อหุ้นคืนจึงเป็นเครื่องมือที่ดีกว่าในการส่งสารเกี่ยวกับมูลค่าหุ้นของบริษัท (Ofer and Thakor, 1987; Rim and Adel, 2014) ซึ่งไม่สอดคล้องกับ Brennan and Thakor (1990) ที่กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นนโยบายในการกระจายผลประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นที่ดีกว่าการซื้อหุ้นคืน เนื่องจากการซื้อหุ้นคืนเกิดขึ้นจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลของบริษัท โดยนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นที่มีข้อมูลมากกว่า จะสามารถฉวยประโยชน์จากข้อมูลนี้เพื่อซื้อหุ้นได้ในราคาที่ถูกกว่าที่ควรจะเป็น ซึ่งเกิดความไม่เสมอภาคขึ้นกับนักลงทุนที่ไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลของบริษัทได้ แต่หากบริษัทเลือกที่จะจ่ายเงินปันผล นักลงทุนและผู้ถือหุ้นทุกคนจะได้รับข้อมูลอย่างความเท่าเทียมกัน ส่งผลให้นักลงทุนโดยทั่วไป (Uninformed Investor) ให้ความสนใจในบริษัทที่จ่ายเงินปันผลมากกว่าบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืน

ดังนั้นตามทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล บริษัทต้องคงระดับของกระแสเงินสดอิสระไว้เพื่อใช้การลงทุนในโครงการที่จะก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มแก่บริษัท แทนการระบายออกด้วยการซื้อหุ้นคืนหรือการจ่ายเงินปันผล ในทางตรงกันข้ามบริษัทจำเป็นต้องระบายนกระแสเงินสดอิสระให้กับผู้ถือหุ้น เพื่อลดปัญหาการนำกระแสเงินสดดังกล่าวไปลงทุนในโครงการที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่บริษัทและนักลงทุน ตามสมมติฐานตัวการและตัวแทน

### 2.2.3 สมมติฐานกระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow hypothesis)

ในการกระจายผลประโยชน์ที่ได้จากการดำเนินงานของบริษัทไปยังผู้ถือหุ้น ผู้บริหารจำเป็นต้องคำนึงกระแสเงินสดอิสระส่วนเกิน (Excess Free Cash Flow) ของบริษัทเป็นหลัก เนื่องจากเป็นส่วนประกอบที่สำคัญที่สุด ดังนั้นสมมติฐานกระแสเงินสดอิสระจึงเป็นสมมติฐานที่ได้รับความนิยมในการใช้อธิบายเกี่ยวกับการตัดสินใจเลือกระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนมากที่สุด โดยทฤษฎีตัวการและตัวแทนและทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลเป็นพื้นฐานสำคัญของการอธิบายผ่านสมมติฐานกระแสเงินสดอิสระ

สมมติฐานกระแสเงินสดส่วนอิสระเกิดขึ้นจากการมีผลประโยชน์ที่ขัดกัน (Conflict of interest) ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารของบริษัท โดยผู้ถือหุ้นคาดหวังว่าผู้บริหารจะบริหารทรัพยากรทางการเงินของบริษัทให้มีประสิทธิภาพและเพิ่มผลประโยชน์ด้วยการเพิ่มกำไรจากการดำเนินงานให้กับผู้ถือหุ้น แต่ในทางกลับกันผู้บริหารอาจบริหารจัดการทรัพยากรภายในบริษัทเพื่อเพิ่มผลประโยชน์แก่ตนเอง (Jensen and Meckling, 1976) โดยนำกระแสเงินสดไปใช้ในเรื่องที่ไม่จำเป็น เช่น การตกแต่งสำนักงานให้มีความหรูหรา อีกทั้งผู้บริหารยังสามารถนำเงินไปลงทุนได้เพิ่ม

มากขึ้นในหลายโครงการ ซึ่งบางโครงการอาจมีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นลบ จึงไม่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่นักลงทุนและยังลดมูลค่าของบริษัท ทำให้เกิดปัญหาการลงทุนที่มากเกินไป (Overinvestment) เพื่อแก้ปัญหาดังกล่าว Easterbrook (1984) และ Jensen (1986) ได้แนะนำให้บริษัทระบายกระแสเงินสดส่วนเกินโดยการจ่ายเงินสดปันผลหรือการซื้อหุ้นคืนเพื่อเพิ่มประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นของบริษัทแทน ซึ่งการจ่ายเงินสดปันผลให้กับนักลงทุนยังช่วยลดต้นทุนตัวแทนระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น ในขณะที่การซื้อหุ้นคืนเป็นการส่งสัญญาณในทางบวกไปยังผู้ถือหุ้นของบริษัท

จากสมมติฐานที่ได้กล่าวไปในข้างต้นแสดงให้เห็นว่าเมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดอิสระจำนวนมาก จะยิ่งระบายผ่านการจ่ายเงินปันผลหรือการซื้อหุ้นคืนเป็นจำนวนมากเช่นกัน ส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระกับนโยบายการเงินที่เกี่ยวข้องกับการกระจายผลประโยชน์ของบริษัทเป็นไปในทิศทางเดียวกันตามผลการศึกษาของ Jensen (1986) และ Grullon and Michaely (2002)

#### 2.2.4 ทฤษฎีความยืดหยุ่นทางการเงิน (Financial Flexibility Hypothesis)

แนวทางในการระบายกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินของบริษัทที่ใช้กันมากที่สุดคือการจ่ายเงินสดปันผลและการซื้อหุ้นคืน ซึ่งบริษัทที่เลือกใช้แต่ละวิธีมีมุมมองที่แตกต่างกัน หากเลือกจากความยืดหยุ่นในการใช้จะพบว่า การซื้อหุ้นคืนมีความยืดหยุ่นมากกว่าการจ่ายเงินสดปันผล (Brav et al., 2005) เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลเปรียบเสมือนการให้คำมั่นสัญญา (Commitment) ต่อผู้ถือหุ้นว่าจะมีการจ่ายให้อย่างสม่ำเสมอทุกปี และบริษัทจำเป็นต้องรักษาเสถียรภาพของการจ่ายเงินปันผลให้อยู่ในระดับคงที่ เพราะหากบริษัทลดระดับของการจ่ายเงินปันผลจะเกิดผลกระทบในเชิงลบต่อมูลค่าหุ้นของบริษัท ในขณะที่การซื้อหุ้นคืนนั้นเกิดขึ้นเป็นครั้งคราว ขึ้นอยู่กับการตัดสินใจของผู้บริหารและระดับของกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินของบริษัท ซึ่งผู้ถือหุ้นและนักลงทุนให้ความสำคัญกับการจ่ายเงินสดปันผลมากกว่าการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ทั้งนี้การซื้อหุ้นคืนยังสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณถึงโอกาสในการลงทุนที่อาจเพิ่มขึ้นในอนาคตของบริษัทด้วย นอกจากนี้กระแสเงินสดส่วนเกินนั้นอาจมาจาก 2 ส่วนคือกระแสเงินสดอิสระจากการดำเนินงาน และกระแสเงินสดอิสระที่ไม่ได้มาจากการดำเนินงาน โดยกระแสเงินสดอิสระที่ได้จากการดำเนินงานโดยปกติจะกระจายไปยังผู้ถือหุ้นด้วยการจ่ายเงินสดปันผล ในขณะที่การซื้อหุ้นคืนเกิดจากกระแสเงินสดอิสระที่ได้มาจากการดำเนินงานอื่น (Jagannathan et al., 2000) ซึ่งขัดแย้งกับ Kooli and L'Her (2010) ที่ไม่พบว่าประเภทของกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับนโยบายการกระจายผลประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นตามสมมติฐานความยืดหยุ่นทางการเงินในประเทศแคนาดา

นอกจากประเภทของกระแสเงินสดอิสระแล้วความผันผวนในรายได้ของบริษัท (Lie, 2005) ยังส่งผลกระทบต่อนโยบายการกระจายผลประโยชน์ โดยบริษัทที่มีความผันผวนของ

รายได้มาก แสดงว่ากำไรของบริษัทไม่ได้อยู่ในระดับที่คงที่เมื่อเทียบกับปีก่อน ทำให้ผู้บริหารมักจะให้ความสนใจกับการซื้อหุ้นคืนมากกว่าการจ่ายเป็นเงินสดปันผล เนื่องจากหากบริษัทไม่สามารถรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลให้คงที่ภายหลังจากการประกาศเพิ่มการจ่ายเงินปันผลแล้ว บริษัทจะหลีกเลี่ยงด้วยการจ่ายเงินปันผลในจำนวนเท่าเดิม และนำกำไรส่วนเกินนั้นไปใช้ในการซื้อหุ้นคืนแทน เพราะการลดการจ่ายเงินปันผลในภายหลังจะทำให้ตลาดตอบสนองในทางลบที่รุนแรงกว่าหากเทียบกับการงดการซื้อหุ้นคืน

### 2.2.5 ทฤษฎีการทดแทนการจ่ายเงินสดปันผล (Dividend Substitution Hypothesis)

ถึงแม้ว่าการจ่ายเงินผลจะเป็นนโยบายในการกระจายกระแสเงินสดของบริษัทที่เป็นที่นิยมมากในอดีต แต่แนวโน้มของการซื้อหุ้นคืนเริ่มมีเพิ่มมากขึ้นในช่วง 1980 จากการเกิดขึ้นของ Rule 10b-18 ในปี 1982 ส่งผลให้บริษัทในประเทศอเมริกาและประเทศที่เพิ่งได้รับการอนุญาตให้ใช้การซื้อหุ้นคืนในการบริหารทางการเงินของบริษัทเริ่มหันมาใช้การซื้อหุ้นคืนมากขึ้น จึงเกิดเป็นแนวคิดของการซื้อหุ้นคืนเพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผล โดยจำนวนเงินที่ใช้ในการซื้อหุ้นคืนมีมากกว่าการจ่ายเงินสดปันผลเป็นครั้งแรกในปี 1998

Miller and Modigliani (1961) กล่าวว่าภายใต้สภาวะตลาดทุนที่สมบูรณ์ (Perfect Capital Market) นักลงทุนทุกคนสามารถเข้าถึงข้อมูลทางการเงินของบริษัทได้อย่างเท่าเทียมกัน การซื้อหุ้นคืนกับการจ่ายเงินสดปันผลนั้นจึงเป็นนโยบายทางการเงินที่สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัท ซึ่งตรงกันข้ามกับตลาดในปัจจุบันที่มีความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้น เห็นได้จากนักลงทุนส่วนมากต้องการได้รับผลประโยชน์จากการนำเงินมาลงทุนในบริษัทด้วยการได้รับเงินปันผลหรือการกระจายผลประโยชน์ในรูปแบบอื่นๆ ซึ่งผู้บริหารมักจะคำนึงถึงผลประโยชน์ที่ได้รับจากภาษีในการตัดสินใจระหว่างการจ่ายเงินสดปันผลหรือการซื้อหุ้นคืน เพราะในการซื้อหุ้นคืนจัดเป็นกำไรจากส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ (Capital Gain) ซึ่งมีอัตราภาษีที่ต่ำกว่าการจ่ายเงินสดปันผลที่ถือเป็นรายได้โดยปกติของบริษัท ดังนั้นบริษัทจึงเลือกใช้การซื้อหุ้นคืนในการกระจายกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินแทนการจ่ายเงินสดปันผล แต่หากระดับของอัตราภาษีสำหรับการจ่ายเงินปันผลลดลง ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลมากขึ้น (Brav, Graham, Harvey and Michaely, 2008) ในทางกลับกันนักลงทุนบางกลุ่มต้องการได้รับเงินสดปันผลซึ่งมีความแน่นอนที่จะได้รับมากกว่าการกระจายผลประโยชน์ในรูปแบบอื่น (Gordon and Shapiro, 1956)

จากที่กล่าวไปในข้างต้นทำให้สังเกตเห็นความสัมพันธ์ระหว่างการตัดสินใจเลือกจ่ายเงินสดปันผลกับการซื้อหุ้นคืน ว่ามีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นทดแทนกันได้ โดยเริ่มจากงานศึกษาของ

Grullon and Michaely (2002) ที่สำรวจกลุ่มตัวอย่างในประเทศสหรัฐอเมริกาพบความสัมพันธ์ระหว่างการซื้อหุ้นคืนกับการจ่ายเงินปันผลว่าเป็นไปในทางตรงข้ามกัน แสดงว่าการซื้อหุ้นคืนถูกนำมาใช้ในการระบายกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินของบริษัทแทนการจ่ายเงินปันผล โดยทดสอบผ่าน Dividend Forecast Error ที่มีกรนำ Lintner's Model มาใช้ในการคำนวณ พบว่าในปีที่บริษัทมีการซื้อหุ้นคืน จำนวนเงินที่บริษัทใช้ในการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นจริงน้อยกว่าเงินปันผลที่คาดการณ์จากอัตราการจ่ายเงินปันผลในงวดก่อน แสดงว่าบริษัทจ่ายเงินปันผลลดลง เมื่อมีการซื้อหุ้นคืนเป็นไปตามสมมติฐานการทดแทนเงินสดปันผล เช่นเดียวกับ Kooli and L'Her (2010) ที่พบว่าการซื้อหุ้นคืนในประเทศแคนาดาเป็นไปเพื่อทดแทนการจ่ายเงินสดปันผล เนื่องจากอัตราการซื้อหุ้นคืนมีมากกว่าอัตราการจ่ายเงินปันผล และการซื้อหุ้นคืนมีมูลค่ามากกว่าครึ่งหนึ่งของมูลค่าของการจ่ายเงินปันผลในประเทศสมาชิกของสหภาพยุโรป แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีแนวโน้มในการซื้อหุ้นเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ในขณะที่มีการจ่ายเงินปันผลลดลงอย่างต่อเนื่อง

ในทางตรงกันข้าม Hyderabad (2013) สํารวจบริษัทในประเทศอินเดียพบว่าในปีที่บริษัทมีการซื้อหุ้นคืน จำนวนเงินที่ใช้ในการจ่ายเงินปันผลไม่ได้ลดลงตามสมมติฐานการทดแทนเงินสดปันผลที่กล่าวไว้ว่า กระแสเงินสดอิสระที่บริษัทใช้ในการจ่ายเงินสดปันผลถูกนำไปใช้ในการซื้อหุ้นคืนเป็นการทดแทน และยังพบอีกว่าบริษัทขนาดเล็กที่มีกระแสเงินสดอิสระจำนวนมากและมีมูลค่าในตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น มีโอกาสที่จะซื้อหุ้นคืนมากขึ้น แต่การซื้อหุ้นคืนนั้นไม่ได้เป็นไปเพื่อทดแทนการจ่ายเงินสดปันผล ซึ่งสอดคล้องกับ Brown and O'Day (2006) ที่กล่าวว่า การซื้อหุ้นคืนไม่ได้เป็นไปเพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผลสำหรับบริษัทในประเทศออสเตรเลีย แต่เมื่อศึกษาเพิ่มเติมโดยแยกแยะระหว่างการซื้อขายในตลาดในประเทศ (On-market) และตลาดนอกประเทศ (Off-market) พบว่าการซื้อหุ้นคืนของตลาดในประเทศ (On-market) สอดคล้องกับสมมติฐานการทดแทนการจ่ายเงินสดปันผล (Brown et al., 2015)

นอกจากนี้ยังมีงานศึกษาอื่นที่ต้องการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินสดปันผลกับการซื้อหุ้นคืน โดย John and Williams (1985) ไม่สามารถสรุปได้ว่าการจ่ายเงินสดปันผลกับการซื้อหุ้นคืนเป็นนโยบายที่ใช้ทดแทนกันได้ เนื่องจากผู้บริหารมีความเห็นว่าทั้ง 2 นโยบายนั้นเกิดขึ้นเพื่อส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทไปยังผู้ถือหุ้นและนักลงทุนภายนอก โดยการซื้อหุ้นคืนใช้ในการส่งสัญญาณว่าราคาหุ้นของบริษัทมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น ในขณะที่การจ่ายเงินสดปันผลช่วยลดโอกาสในการนำกระแสเงินสดอิสระของบริษัทไปลงทุนโดยไม่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งทำให้ต้นทุนตัวแทนที่เกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นลดลง (Easterbrook, 1984) อีกทั้ง Lee and Rui (2007) พบว่ากระแสเงินสดอิสระที่ใช้ในการกระจายผลประโยชน์ไปสู่ผู้ถือหุ้นมีแหล่งที่มาที่แตกต่างกัน โดยการซื้อหุ้นคืนสอดคล้องกับรายได้ที่ได้จากการ

ดำเนินงานอื่น ส่วนการจ่ายเงินปันผลเกิดจากรายได้ที่ได้จากการดำเนินงานโดยปกติของบริษัท ดังนั้น การซื้อหุ้นคืนจึงมีความยืดหยุ่นในการบริหารที่มากกว่าการจ่ายเงินสดปันผล (Brav et al., 2005) ซึ่งเปรียบเสมือนการให้คำมั่นสัญญา (Commitment) แก่นักลงทุนว่าจะมีการรักษาเสถียรภาพของการจ่ายอย่างคงที่ทุกปี และยังช่วยให้นักลงทุนไม่ยึดติดกับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งไม่สอดคล้องกับการซื้อหุ้นคืนเพื่อทดแทนการจ่ายเงินสดปันผล มากไปกว่านั้นบริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระจากการดำเนินงานโดยปกติในระดับสูงและมีเสถียรภาพจะเลือกจ่ายเงินปันผลมากกว่าการซื้อหุ้นคืน แสดงให้เห็นว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดที่ได้จากการดำเนินงานของบริษัทส่งผลต่อการตัดสินใจเลือกระหว่างการซื้อหุ้นคืนและการจ่ายเงินสดปันผล (Jagannathan et al., 2000)

### 2.3 การซื้อหุ้นคืนในประเทศไทย

จากการที่ประเทศไทยเพิ่งได้รับการอนุญาตจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้มีการใช้การซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงินของบริษัทได้ไม่ถึง 20 ปี ทำให้งานศึกษาส่วนใหญ่เน้นไปที่ปัจจัยที่ส่งผลต่อการซื้อหุ้นคืนของบริษัทในประเทศไทย โดยนราทิพย์ ทับเที่ยง (2556) ศึกษาด้วยการสำรวจความคิดเห็นของผู้บริหารบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทย พบว่าผู้บริหารใช้การซื้อหุ้นคืนเพื่อส่งสัญญาณไปยังผู้ถือหุ้นและนักลงทุนภายนอกว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น (Undervaluation) ราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าราคาตามปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจเกิดจากภาวะเศรษฐกิจที่มีความผันผวน รวมทั้งใช้การซื้อหุ้นคืนในการเพิ่มกำไรต่อหุ้น (Earning Per Share) แก่ผู้ที่ยังถือหุ้นของบริษัทอยู่ และงานศึกษาของ ฐานิสร์ พยับเดชาชัย (2556) กล่าวว่าแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทคือต้องการระบายกระแสเงินสดส่วนเกินและคุณภาพในการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสามารถลดการซื้อหุ้นคืนได้ เนื่องจากจะช่วยลดความขัดแย้งในผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น เช่นเดียวกับกับงานศึกษาของ Seree-Amnoui, Prin (2010) ที่พบว่าการศึกษาซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยเป็นไปเพื่อบริหารกระแสเงินสดส่วนเกินและเกี่ยวข้องกับการส่งสัญญาณถึงมูลค่าของบริษัทที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง อีกทั้งยังพบว่าการศึกษาซื้อหุ้นคืนเป็นการทดแทนการจ่ายเงินปันผลซึ่งมีความสอดคล้องกับงานศึกษาในต่างประเทศอย่าง Grullon and Michaely (2002) ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างการซื้อหุ้นคืนกับการจ่ายเงินปันผลที่เป็นไปในทางตรงข้ามกัน

นอกจากนี้การซื้อหุ้นคืนยังเป็นการส่งสัญญาณทางบวกแก่ตลาดในประเทศไทย เนื่องจากพบว่ามีกำไรเกินปกติ (Abnormal Return) ในช่วงหลังจากการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนเป็นเวลา 15 วัน (ศิริวรรณ นิตยดำรง, 2546) และเมื่อมีการเก็บข้อมูลจากบริษัทที่เพิ่มมากขึ้นในงานศึกษาของ รักภูษา เอี่ยมวิจารณ์ (2549) พบว่าเกิดกำไรส่วนเกินสะสม (Cumulative Abnormal



Return: CAR) ในช่วง 5 วันก่อนและหลังวันที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน โดยการซื้อหุ้นคืนนั้นเกิดขึ้นเพียงแค่ครั้งคราว ทำให้นักลงทุนไม่มีการคาดหวังผลประโยชน์ที่ได้จากกระบวนการนี้มากนัก เมื่อเทียบกับการจ่ายเงินสดปันผล ซึ่งนักลงทุนโดยส่วนใหญ่มีความคาดหวังที่มากกว่าจากการได้รับเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ แสดงให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นในประเทศไทยมีการยึดติดกับการจ่ายเงินปันผล เช่นเดียวกันกับประเทศสหรัฐอเมริกาและแคนาดา (Thanatawee, 2009) และส่งผลทำให้การประกาศลดการจ่ายเงินปันผลจะได้รับผลกระทบทางลบจากตลาดมากกว่าการไม่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

## 2.4 สมมติฐานงานวิจัย

การศึกษาเกี่ยวกับการตัดสินใจกระจายผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นของบริษัทผ่านทาง การซื้อหุ้นคืนและการจ่ายเงินสดปันผล ที่ขึ้นอยู่กับความสามารถในการบริหารกระแสเงินสดของบริษัทเป็นหลัก โดยคุณลักษณะที่แตกต่างกันของแต่ละบริษัท จะส่งผลต่อการตัดสินใจกระจายผลประโยชน์ที่แตกต่างกันด้วย อีกทั้งการจ่ายเงินปันผลที่ลดลงยังส่งผลให้มีการซื้อหุ้นคืนที่เพิ่มมากขึ้น ตามการทบทวนวรรณกรรมในบทที่ 2 จึงนำไปสู่สมมติฐาน ดังนี้

$H_1$  : บริษัทที่มีผลตอบแทนของการซื้อหุ้นคืนสูงจะมีค่าความคลาดเคลื่อนของการจ่ายเงินปันผลสูง

## บทที่ 3

### วิธีการวิจัย

#### 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนและดำเนินการตามโครงการซื้อหุ้นคืนเฉพาะโครงการที่เป็น การซื้อหุ้นคืนบนกระดานหลักของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Open-market Repurchase) ตั้งแต่ปีที่มีการอนุญาตให้ซื้อหุ้นคืน (4 กรกฎาคม พ.ศ.2544) จนถึงปีพ.ศ. 2557 โดยไม่รวมบริษัทที่มี ข้อมูลที่จำเป็นในการวิจัยแสดงไว้ไม่ครบถ้วน ดังนั้นกลุ่มตัวอย่างจึงประกอบไปด้วยข้อมูลของบริษัท ทั้งหมด 76 บริษัท จำนวน 126 ตัวอย่าง

#### 3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนสามารถรวบรวมได้ใน SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) และข้อมูลทางการเงินอื่นๆ เกี่ยวกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรวบรวมจากฐานข้อมูล Thomson Reuters Datastream

#### 3.3 แบบจำลอง

งานวิจัยนี้แบ่งการศึกษออกเป็น 2 ส่วน ตามวัตถุประสงค์ที่กล่าวไปในบทที่ 1

##### 3.3.1 ปัจจัยด้านการบริหารการเงินในการซื้อหุ้นคืนและการจ่ายเงินสดปันผล

**3.3.1.1 แบบจำลองที่ 1** ต้องการศึกษาลถึงความสัมพันธ์ของปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับ การบริหารทางการเงินของบริษัทเพื่อระบายกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินกับการเปลี่ยนแปลงของ การจ่ายเงินปันผล โดยแบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบมีดังนี้

$$\Delta DIV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{i,t-1} + \alpha_2 ROA_{i,t-1} + \alpha_3 \sigma ROA_{i,t} + \alpha_4 MB_{i,t-1} + \alpha_5 CASH_{i,t-1} + \varepsilon_i$$

**3.3.1.2 แบบจำลองที่ 2** ต้องการศึกษาลักษณะความสัมพันธ์ของปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการบริหารทางการเงินของบริษัทเพื่อระบายกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินกับการตัดสินใจดำเนินโครงการลงทุนซื้อคืนโดยแบบจำลองที่ใช้มีดังนี้

$$RYIELD_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_2 SIZE_{i,t-1} + \gamma_3 ROA_{i,t-1} + \gamma_4 \sigma ROA_{i,t} + \gamma_5 MB_{i,t} + \gamma_1 CASH_{i,t-1} + \varepsilon_i$$

จะเห็นได้ว่าแบบจำลองทั้งสองใช้ตัวแปรอิสระที่เหมือนกัน เนื่องจากต้องการเปรียบเทียบว่าแต่ละปัจจัยส่งผลกระทบต่อที่แตกต่างกันระหว่างการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนกับการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีและแรงจูงใจที่มีการศึกษากันมาในอดีต

### 3.3.2 การซื้อหุ้นคืนตามสมมติฐานการทดแทนเงินปันผล

เป็นการทดสอบหาความสัมพันธ์ระหว่างการซื้อหุ้นคืนกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่ามีความสอดคล้องกับสมมติฐานการทดแทนการจ่ายเงินปันผล (Dividend Substitution Hypothesis) ตามที่ Grullon and Michaely (2002) ทดสอบกับกลุ่มตัวอย่างในประเทศสหรัฐอเมริกาได้กล่าวไว้หรือไม่ โดยแบบจำลองมีการควบคุมเกี่ยวกับการบริหารทางการเงินของบริษัทเช่นเดียวกันกับการทดสอบในส่วนที่ 1 ดังนี้

$$ERROR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 RYIELD_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t-1} + \alpha_3 ROA_{i,t-1} + \alpha_4 \sigma ROA_{i,t} + \alpha_5 MB_{i,t} + \alpha_6 CASH_{i,t-1} + \varepsilon_i$$

## 3.4 ตัวแปรที่ใช้และการวัดค่าตัวแปร

### 3.4.1 ตัวแปรตาม

#### 3.4.1.1 การเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผล ( $\Delta DIV$ )

$$\Delta DIV_t = \frac{(DIV_t - DIV_{t-1})}{DIV_{t-1}}$$

$DIV_t$  = จำนวนเงินปันผลที่บริษัทจ่ายในปีที่มีการซื้อหุ้นคืน

$DIV_{t-1}$  = จำนวนเงินปันผลที่บริษัทจ่ายในปีก่อนการซื้อหุ้นคืน

#### 3.4.1.2 ผลตอบแทนของการซื้อหุ้นคืน (RYIELD)

$$RYIELD = \frac{Repur_t}{MV_{t-1}}$$

$Repur_t$  = จำนวนเงินที่บริษัทใช้ในการซื้อหุ้นคืน ณ ปีที่มีการซื้อหุ้นคืน (t)

MV = มูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทในปีที่ t-1

### 3.4.1.3 ความคลาดเคลื่อนของการจ่ายเงินปันผล (ERROR)

$$Expected\ DIV = d_{t-1} \times CSO$$

$$ERROR = \frac{Expected\ DIV - Actual\ DIV}{MV_{t-1}}$$

Expected DIV = จำนวนเงินปันผลคาดการณ์

Actual DIV = จำนวนเงินปันผลที่บริษัทจ่ายจริงในปีที่มีการซื้อหุ้นคืน

MV = มูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทในปีที่ t-1

$d_{t-1}$  = อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในปีที่ t-1

CSO = จำนวนหุ้นที่มีการออกจำหน่ายและได้รับการชำระแล้ว

(Outstanding Share) ในปีก่อนการซื้อหุ้นคืน

โดยมีการปรับวิธีการในการคำนวณหาค่าความคลาดเคลื่อนของการจ่ายเงินปันผลให้แตกต่างไปจากงานศึกษาของ Brown and O'Day (2006) ในประเทศออสเตรเลีย และ Hyderabad (2013) ในประเทศอินเดีย เพื่อให้ง่ายต่อการทำความเข้าใจ

### 3.4.2 ตัวแปรอิสระ

ผลตอบแทนของการซื้อหุ้นคืน (RYIELD)

$$RYIELD = \frac{Repur_t}{MV_{t-1}}$$

$Repur_t$  = จำนวนเงินที่บริษัทใช้ในการซื้อหุ้นคืน ณ ปีที่มีการซื้อหุ้นคืน (t)

MV = มูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทในปีที่ t-1

### 3.4.3 ตัวแปรควบคุม

จากงานศึกษาของ Kooli and L'Her (2010) ประเทศแคนาดา พบว่า ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจกระจายผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นที่สอดคล้องกับการบริหารทางการเงิน และกระแสเงินสดส่วนเกินของบริษัท

#### 3.4.3.1 ขนาดของบริษัท (SIZE)

$$SIZE = Ln(TA)$$

Ln (TA) = ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมบริษัท

จากการที่นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นสามารถเข้าถึงข้อมูลของบริษัทที่มีขนาดใหญ่ได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นบริษัทที่มีขนาดใหญ่จึงไม่จำเป็นต้องส่งสัญญาณถึงความสามารถในการบริหารกระแสเงินสดของบริษัทผ่านการจ่ายเงินปันผลในจำนวนมาก แสดงว่าความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัทกับการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลจึงควรเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกันตามสมมติฐานการส่งสัญญาณ ขณะเดียวกันบริษัทที่มีขนาดใหญ่มักจะอยู่ในช่วงอายุที่มีการเจริญเติบโตอย่างเต็มที่จึงมีความสามารถในการจ่ายเงินปันผลได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับขนาดของบริษัทจึงควรเป็นไปในทิศทางเดียวกันตามสมมติฐานกระแสเงินสดอิสระ ในส่วนของการซื้อหุ้นคืนนั้น ขนาดของบริษัทแสดงถึงความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลของบริษัท ซึ่งบริษัทที่มีขนาดเล็กความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลจะมีมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ จึงมีโอกาที่จะซื้อหุ้นคืนมากกว่า ทำให้ความสัมพันธ์ของขนาดของบริษัทกับการซื้อหุ้นคืนนั้นเป็นไปในทางตรงกันข้าม

#### 3.4.3.2 สัดส่วนระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชี (MB)

$$MB_t = \frac{MV_t + (TA_t - BV_t)}{TA_t}$$

$MV_t$  = มูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทในปีที่มีการซื้อหุ้นคืน

$BV_t$  = มูลค่าตามบัญชีของบริษัทในปีที่มีการซื้อหุ้นคืน

$TA_t$  = สินทรัพย์รวมของบริษัทในปีที่มีการซื้อหุ้นคืน

ใช้เป็นตัววัดโอกาสในการลงทุนในอนาคตของบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลตามสมมติฐานกระแสเงินสดอิสระ โดยบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนในอนาคตต่ำมักจะเพิ่มการจ่ายเงินปันผล เพื่อส่งสัญญาณให้นักลงทุนทราบว่าบริษัทไม่ได้นำกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินไปลงทุนในโครงการที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่บริษัท ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นกับการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลควรเป็นไปในทางตรงกันข้าม ยังใช้วัดมูลค่าของบริษัทว่ามีระดับที่ต่ำกว่าหรือสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) โดยหากมูลค่าหุ้นของบริษัทตามมูลค่าตลาดมีค่าต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็นบริษัทจะซื้อหุ้นคืนมากขึ้น เพื่อส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Undervaluation) แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้าม

#### 3.4.3.3 ความมีเสถียรภาพของกระแสเงินสดอิสระ ( $\sigma ROA$ )

วัดจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ก่อนปีที่มีการซื้อหุ้นคืน ระหว่างปีและหลังจากปีที่มีการซื้อหุ้นคืน รวมจำนวน 3 ปี โดยบริษัทที่มีเสถียรภาพของกระแสเงินสดอิสระต่ำ (ความผันผวนมาก) จะมีโอกาสในการซื้อหุ้นคืนที่มากกว่า

บริษัทที่มีเสถียรภาพของกระแสเงินสดอิสระสูง (ความผันผวนน้อย) แสดงว่าบริษัทซื้อหุ้นคืนด้วยกำไรส่วนเกินที่เกิดขึ้นจากความผันผวนของกำไรโดยปกติของบริษัท ดังนั้นจึงควรมีความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกัน ในทางตรงข้ามหากบริษัทมีกำไรในระดับปกติจะเลือกใช้การจ่ายเงินปันผล เนื่องจากเมื่อมีความผันผวนมาก บริษัทจะเลือกใช้การซื้อหุ้นคืนมากกว่าการจ่ายเงินปันผล ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลจึงมีน้อยลงและมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกัน

#### 3.4.3.4 กระแสเงินสดอิสระ (CASH)

$$CASH_t = \frac{cash}{TA_t}$$

Cash = เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดในปีที่มีการซื้อหุ้นคืน

#### 3.4.3.5 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)

$$ROA_t = \frac{NI_t}{TA_t}$$

NI<sub>t</sub> = รายได้จากการดำเนินงานตามปกติของบริษัทในปีที่ t

ใช้วัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัท หากบริษัทมีกระแสเงินสดอิสระจากการดำเนินงานโดยปกติมากจะจ่ายเงินปันผลมากขึ้น ดังนั้นกระแสเงินสดจากการดำเนินงานโดยปกติจึงควรมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผล จากงานศึกษาของ Jagannathan et al. (2000)

ตารางที่ 3.1 แสดงการคาดการณ์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระในแบบจำลอง

Variables	การเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผล ( $\Delta DIV$ )	การซื้อหุ้นคืน (RYIELD)	ความคลาดเคลื่อนของเงินปันผล (ERROR)
RYIELD	n/a	n/a	(+)
ROA	(+)	n/a	(-)
$\sigma(ROA)$	(-)	(+)	(+)
CASH	(+)	(+)	(-)
MB	(-)	(-)	(+)
SIZE	(+)/(-)	(-)	(+)/(-)

## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

นับตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ.2544 ซึ่งเป็นวันที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อนุญาตให้บริษัทจดทะเบียนสามารถใช้การซื้อหุ้นคืนในการบริหารทางการเงินภายในบริษัท โดยถูกมองว่าเป็นส่วนหนึ่งของนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจนถึงปัจจุบัน แนวโน้มของการซื้อหุ้นคืนมีเพิ่มมากขึ้น จนมีมูลค่าเป็นครั้งหนึ่งของการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยงานวิจัยนี้ต้องการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของนโยบายทางการเงินของบริษัทระหว่างการซื้อหุ้นคืนกับการจ่ายเงินสดปันผลว่าเป็นไปตามสมมติฐานการทดแทนเงินสดปันผลหรือไม่ ซึ่งงานศึกษาในต่างประเทศให้ความสำคัญกับเรื่องนี้เป็นจำนวนมาก โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

#### 4.1 การเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่มที่เป็นอิสระต่อกัน (Independent sample t-test Statistics)

การศึกษาค่าความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของการซื้อหุ้นคืน (RYIELD) กับความคลาดเคลื่อนของการจ่ายเงินปันผล (ERROR) ในช่วงที่บริษัทมีการซื้อหุ้นคืน ที่ยังไม่มีการควบคุมเกี่ยวกับคุณลักษณะของบริษัท เริ่มจากการแบ่งระดับของผลตอบแทนของการซื้อหุ้นคืน ออกเป็น 3 ระดับ คือ ระดับสูง กลางและต่ำ (มีค่าของผลตอบแทนมากกว่าร้อยละ 5 ร้อยละ 1 และต่ำกว่าร้อยละ 1 ตามลำดับ) แล้วนำค่าความคลาดเคลื่อนของการจ่ายเงินปันผล (Dividend Forecast Error) ของแต่ละกลุ่ม มาทดสอบค่า t-test ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 0.05 และ 0.1 ว่าค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนของการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มที่มีผลตอบแทนการซื้อหุ้นคืนในแต่ละระดับ

ตารางที่ 4.1 แสดงการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลตามระดับของผลตอบแทนการซื้อหุ้นคืน

		Groups Ranked by Share Repurchase Yield			Difference		
		High	Medium	Low	H-M	H-L	M-L
ERROR	Mean	0.0096	-0.0099	-0.0401	0.0195 (0.1840)	0.0496** (0.0365)	0.0302** (0.0150)
	SD	0.1253	0.0491	0.0912	0.0215	0.0273	0.0137
	N	17	44	61	-	-	-

หมายเหตุ \*\* สัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.1 แสดงให้เห็นถึงค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนของการจ่ายเงินปันผลของกลุ่มที่มีผลตอบแทนการซื้อหุ้นคืนในระดับสูง ระดับปานกลางและระดับต่ำ ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.0096 -0.0099 และ -0.0401 ตามลำดับ โดยเมื่อระดับของผลตอบแทนของการซื้อหุ้นคืนเพิ่มมากขึ้น ค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนของการจ่ายเงินปันผลมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามลำดับ กลุ่มที่มีผลตอบแทนการซื้อหุ้นคืนในระดับสูงและระดับปานกลางค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสูงกว่ากลุ่มที่มีผลตอบแทนการซื้อหุ้นคืนในระดับต่ำอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 (mean diff 0.0496, 0.0302) ในขณะที่ไม่พบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนของการจ่ายเงินปันผลระหว่างกลุ่มที่มีผลตอบแทนการซื้อหุ้นคืนในระดับสูงกับระดับปานกลาง ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่าในปีที่บริษัทมีการซื้อหุ้นคืน จำนวนเงินที่บริษัทจ่ายเป็นเงินสดปันผลให้กับผู้ถือหุ้นน้อยกว่าจำนวนเงินที่คาดการณ์ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่า การซื้อหุ้นคืนเป็นไปเพื่อการทดแทนการจ่ายเงินปันผล (Dividend Substitution Hypothesis)

## 4.2 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

### 4.2.1 การวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐาน

ค่าสถิติพื้นฐานประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด รวมไปถึงค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 25 50 และ 75 เพื่อใช้ในการวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) โดยแสดงดังตารางที่ 4.2

จากขอบเขตกลุ่มตัวอย่างที่กล่าวไปในบทที่ 3 ทำให้มีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 122 ตัวอย่าง จำนวน 76 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการซื้อหุ้นคืน ซึ่งจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ได้มีมากกว่าเนื่องจากบางบริษัทมีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนมากกว่า 1 ปี อีกทั้งยังเลือกเฉพาะบริษัทที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนและดำเนินการตามที่ได้ประกาศไว้ นั่นคือมีการจ่ายซื้อหุ้นคืนจริงในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น จึงส่งผลทำให้ผลตอบแทนการซื้อหุ้นคืน (RYIELD) มีค่าอยู่ระหว่าง 0.0001 ถึง 0.1696 เท่า และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0287 เท่า และการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผล ( $\Delta$ DIV) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -1 แสดงว่ามีบางบริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ t หรือปีที่มีการซื้อหุ้นคืน โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.1293

ในส่วนของค่าความคลาดเคลื่อนของการจ่ายเงินปันผล (ERROR) เป็นตัวแปรที่ต้องการศึกษาของงานวิจัยนี้ ซึ่งใช้โมเดลการคำนวณที่ดัดแปลงจากงานศึกษาของ Brown and O'Day (2006) และ Hyderabad (2013) เพื่อเปรียบเทียบระดับของการจ่ายเงินปันผลในปีที่มีการซื้อหุ้นคืน โดยหากมีค่าสูงหรือเป็นค่าบวกมาก แสดงว่าบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าจำนวนเงิน



ปีที่คาดการณ์ไว้ ในทางกลับกันหากมีค่าเป็นลบมากหรือค่าน้อย แสดงว่าบริษัทจ่ายเงินปันผลมากกว่าที่คาดการณ์จากปีก่อนหน้า โดยมีค่าอยู่ระหว่าง -0.4442 ถึง 0.4813 เท่า และมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -0.0221 เท่า

ตารางที่ 4.2 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่างๆ

Variable	Mean	SD	Min	P <sub>25</sub>	Med	P <sub>75</sub>	Max
RYIELD	0.0287	0.0315	0.0001	0.0051	0.0176	0.0417	0.1696
ERROR	-0.0221	0.0865	-0.4442	-0.0529	-0.0181	0.0018	0.4813
ΔDIV	1.1293	5.6061	-1.0000	-0.3236	0.0298	0.4917	48.8749
MB	1.4707	1.2603	0.1900	0.7050	1.0900	1.7550	7.5800
CASH	0.0806	0.0841	0.00002	0.0208	0.0541	0.1230	0.5358
SIZE	15.5329	1.5086	12.8531	14.5034	14.8785	16.2219	20.7719
ROA	6.17%	10.43%	-72.72%	2.21%	4.91%	10.92%	35.51%
σ(ROA)	3.70%	5.60%	0.21%	1.34%	2.11%	4.23%	50.95%

สำหรับตัวแปรที่ใช้ในการควบคุมมีทั้งหมด 5 ตัวแปร คือ สัดส่วนระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชี (MB) กระแสเงินสดของบริษัท (CASH) ขนาดของบริษัท (SIZE) ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (ROA) และความมีเสถียรภาพของกระแสเงินสดของบริษัท หรือ  $\sigma(\text{ROA})$  โดยมีค่าเฉลี่ย (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ของตัวแปรควบคุมแต่ละตัวแปรเท่ากับ 1.47(1.26) 0.08(0.08) 15.53(1.51) เท่า 6.17%(10.43%) 3.70%(5.6%) ตามลำดับ และมีค่าต่ำสุดคือ 0.19 0.00002 12.85 เท่า -72.72% และ 0.21% ตามลำดับ ค่าสูงสุดเท่ากับ 7.58, 0.54, 20.77 35.51% 50.95% ตามลำดับ

#### 4.2.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation Matrix)

จากตารางที่ 4.3 แสดงผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันของตัวแปรทั้งหมดที่เกี่ยวข้อง พบว่า ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 90 ผลตอบแทนของการซื้อหุ้นคืนหรือตัวแปรตามมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับความคลาดเคลื่อนของการจ่ายเงินปันผล แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรควบคุมอื่นๆ

เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุมต่างๆ พบว่า สัดส่วนระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และความมีเสถียรภาพของกระแสเงินสดของ

บริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับสัดส่วนระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชี ในขณะที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.1

ตารางที่ 4.3 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลอง

Correlation Coefficient							
Variables	ERROR	RYIELD	CASH	MB	ROA	$\sigma(\text{ROA})$	SIZE
RYIELD	0.1379*						
CASH	0.0311	-0.0667					
MB	0.0767	-0.1482	0.0946				
ROA	-0.1044	0.0395	0.118	-0.1535***			
$\sigma(\text{ROA})$	-0.1271	-0.1136	-0.0417	0.4699*	-0.6718*		
SIZE	-0.0369	0.0326	-0.1376	-0.0226	-0.0102	-0.0618	
$\Delta\text{DIV}$	-0.1359	-0.0314	0.0492	0.0111	0.1148	0.0601	0.0582

\*,\*\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 และ ร้อยละ 99 ตามลำดับ

นอกจากนี้ ยังทำการทดสอบ multicollinearity หาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลองด้วยค่า Tolerance and Variable Inflation Factor (VIF) เพิ่มเติมเพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือของแบบจำลอง โดยหากค่า Tolerance น้อยกว่า 0.20 และค่า VIF มากกว่า 5 แสดงว่าตัวแปรที่นำมาใช้ในแบบจำลองนั้นมีความสัมพันธ์กันในแบบ Multicollinearity ซึ่งในการทดสอบพบว่าค่า Tolerance ของตัวแปรทุกตัวมีค่ามากกว่า 0.20 และค่า VIF น้อยกว่า 5 ซึ่งอยู่ในช่วงเกณฑ์ที่กำหนด ดังนั้นตัวแปรที่นำมาใช้ในแบบจำลองจึงไม่มีปัญหา Multicollinearity

#### 4.3 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

ในส่วนนี้จะทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของการซื้อหุ้นคืนกับความคลาดเคลื่อนของการจ่ายเงินปันผล โดยมีการควบคุมเกี่ยวกับคุณลักษณะของบริษัท เช่น กระแสเงินสดส่วนเกินในบริษัท ขนาดของบริษัท เป็นต้น

จากตารางที่ 4.4 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยตามแบบจำลองที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 3 โดยแบบจำลองที่ 1 และ 2 เป็นการทดสอบว่ามีปัจจัยใดที่เกี่ยวกับกระแสเงินสดของบริษัทที่

ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจเลือกระหว่างการซื้อหุ้นคืนกับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสามารถวิเคราะห์ได้ดังนี้

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลกับตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการบริหารทางการเงินของบริษัท (แบบจำลองที่ 1) พบว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจากการดำเนินงานโดยปกติเป็นไปในทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.1293 แสดงว่าเมื่อบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงานมากขึ้น การเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลจะเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน ดังนั้นค่าการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจึงมีค่าเป็นบวกหรือมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นกว่าปีก่อน สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Jensen (1986) และ Grullon and Michaely (2002) ตามสมมติฐานกระแสเงินสดอิสระที่กล่าวว่า เมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดเพิ่มขึ้นจากการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น จะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นด้วย

อีกทั้งยังพบว่าความมีเสถียรภาพของกระแสเงินสดอิสระของบริษัทมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับขนาดการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงเท่ากับ 0.4174 ซึ่งไม่เป็นไปตามที่ได้มีการคาดการณ์ไว้ตามผลการศึกษาของ Brown and O'Day (2006) ที่กล่าวว่าบริษัทจะใช้กระแสเงินสดอิสระที่ได้จากการดำเนินงานโดยปกติของบริษัท ซึ่งมีเสถียรภาพสูงในการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นของบริษัท ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลกับความมีเสถียรภาพของกระแสเงินสดจึงต้องเป็นไปในทางตรงกันข้าม ทั้งนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลกับขนาดของบริษัท กระแสเงินสดของบริษัทและสัดส่วนระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชี

ผลการทดสอบของแบบจำลองที่ 2 ซึ่งหาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของการซื้อหุ้นคืนกับตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการบริหารทางการเงินของบริษัท พบว่าสัดส่วนระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชีมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0059 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.1 แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนของการซื้อหุ้นคืน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Hypothesis) เนื่องจากเมื่อมูลค่าตลาดของบริษัทต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น (MB มีค่าน้อย) บริษัทจะซื้อหุ้นคืนมากขึ้นเพื่อส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนภายนอกตามงานศึกษาของ Brav et al. (2005) ในต่างประเทศและนราทิพย์ ทับเที่ยง (2556) ในประเทศไทย และไม่พบความสัมพันธ์กับปัจจัยอื่นอย่างขนาดของบริษัท กระแสเงินสดของบริษัท ความสามารถในการทำกำไร และความเสถียรภาพของกระแสเงินสดอิสระในบริษัทที่ซื้อหุ้นคืนในประเทศไทย

จากการทดสอบแบบจำลองทั้ง 2 ข้างต้น พบว่าปัจจัยเกี่ยวกับการเงินของบริษัทที่ส่งผลต่อการซื้อหุ้นคืนและการจ่ายเงินปันผลนั้นมีความแตกต่างกัน โดยสัดส่วนระหว่างมูลค่าตลาดกับมูลค่าตามบัญชีของบริษัท (MB) ซึ่งเป็นตัวแปรที่ใช้ในการวัดระดับของการ Undervaluation ของมูลค่าบริษัท เป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลให้บริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ตามสมมติฐานการส่งสัญญาณ (Signaling Hypothesis) แสดงให้เห็นว่าเมื่อผู้บริหารของบริษัทซึ่งมีข้อมูลเกี่ยวกับการเงินของบริษัทมากกว่าผู้ถือหุ้นและนักลงทุนภายนอกเห็นว่าราคาหุ้นของบริษัทนั้นต่ำจนเกินไป จะใช้การซื้อหุ้นคืนในการส่งสัญญาณไปยังผู้ถือหุ้นมากกว่าการจ่ายเงินสดปันผล ตารางที่ 4.4 แสดงผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรควบคุมทั้งหมด

	$\Delta DIV(1)$	$RYIELD(2)$	$ERROR(3)$
<b>Intercept</b>	-5.6295 (0.325)	0.0290 (0.365)	0.0552 (0.560)
<b>RYIELD</b>	-	-	0.4687** (0.047)
<b>SIZE</b>	0.2891 (0.410)	0.0006 (0.742)	-0.0042 (0.480)
<b>ROA</b>	0.2086*** (0.006)	0.0001 (0.835)	-0.0038*** (0.000)
$\sigma(ROA)$	0.4174*** (0.009)	-0.0007 (0.152)	-0.0081*** (0.000)
<b>MB</b>	-0.583 (0.237)	-0.0059* (0.054)	0.0185** (0.013)
<b>CASH</b>	3.1723 (0.237)	-0.0058 (0.854)	-0.0142 (0.885)
<b>Adj.R<sup>2</sup></b>	-	-	0.1575
<b>N</b>	107	121	122

\*, \*\*, \*\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 95 และ 99 ตามลำดับ

ในขณะที่ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทซึ่งเป็นตัวแปรที่ใช้วัดกระแสเงินสดอิสระ เป็นปัจจัยที่ทำให้ผู้บริหารบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนตัดสินใจจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งมี

ความสอดคล้องกับสมมติฐานกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow Hypothesis) ที่กล่าวว่าหากบริษัทมีกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินที่มากจนเกินไปบริษัทจำเป็นต้องระบายออกเป็นผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้น โดยการจ่ายเงินปันผล

สำหรับแบบจำลองที่ 3 จากตาราง 4.4 เป็นการหาความสัมพันธ์ระหว่างความคลาดเคลื่อนของการจ่ายเงินปันผลกับผลตอบแทนของการซื้อหุ้นคืนตามสมมติฐานการทดแทนการจ่ายเงินปันผล (Dividend Substitution Hypothesis) ที่มีการควบคุมคุณลักษณะเกี่ยวกับการบริหารทางการเงินของบริษัท เช่นเดียวกับกับแบบจำลองที่ 1 และแบบจำลองที่ 2 พบว่าบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนมาก ระดับของเงินปันผลที่จ่ายจริงให้กับผู้ถือหุ้นมีน้อยกว่าเงินปันผลที่คาดการณ์จากอัตราการจ่ายเงินปันผลในงวดก่อน จึงทำให้ได้สัมประสิทธิ์ที่มีค่าเป็นบวกเท่ากับ 0.4687 ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งเป็นไปในทางเดียวกันกับการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่มที่เป็นอิสระต่อกัน (Independent sample t-test Statistics) ที่ไม่มีการควบคุมตัวแปรที่เกี่ยวกับการบริหารทางการเงินของบริษัท ดังนั้นจึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนของการซื้อหุ้นคืนสูงจะมีค่าความคลาดเคลื่อนของการจ่ายเงินปันผลสูงเช่นกัน แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใช้การซื้อหุ้นคืนเพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาของ Seree-Amnoui, Prin (2010) ที่ศึกษาบริษัทในประเทศไทย Grullon and Michaely (2002) ในประเทศสหรัฐอเมริกาและ Kooli and L'Her (2010) ในประเทศแคนาดา ที่กล่าวว่า การซื้อหุ้นคืนของบริษัทเป็นไปเพื่อการทดแทนการจ่ายเงินปันผล แต่ขัดแย้งกับการศึกษาในประเทศอินเดีย (Hyderabad, 2013) และประเทศออสเตรเลีย Brown and O'Day (2015) ที่กล่าวว่านโยบายการเงินทั้ง 2 นั้นไม่ได้เป็นไปเพื่อทดแทนกัน แต่เป็นนโยบายทางเลือกที่ขึ้นอยู่กับการตัดสินใจของผู้บริหารและคุณลักษณะของบริษัทที่แตกต่างกัน

นอกจากนี้ ยังพบว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทและสัดส่วนระหว่างมูลค่าตลาดกับมูลค่าตามบัญชีของบริษัทมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0038 ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.0185 ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ตามลำดับ แสดงว่าการดำเนินงานของบริษัทมีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้นทำให้บริษัทไม่จำเป็นต้องใช้การซื้อหุ้นคืนในการระบายกระแสเงินสดส่วนเกินหรือส่งสัญญาณเกี่ยวกับมูลค่าของบริษัทแก่นักลงทุน แต่ใช้การจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นในการกระจายผลกำไรของบริษัทที่มีมากขึ้นแทนตามสมมติฐานกระแสเงินสดอิสระ

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลงานวิจัย

จากวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่ต้องการทราบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับการซื้อหุ้นคืนว่าเป็นไปตามสมมติฐานการทดแทนการจ่ายเงินปันผลหรือไม่ โดยศึกษาจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนและมีการดำเนินการตามโครงการดังกล่าว ทำให้มีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 122 ตัวอย่างประกอบไปด้วยบริษัททั้งหมด 76 บริษัท ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ.2544 จนถึง 31 ธันวาคม พ.ศ.2557 เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 14 ปี โดยมีการเปรียบเทียบผลการทดสอบระหว่างมีการควบคุมตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการบริหารกระแสเงินสดของบริษัทกับไม่มีการควบคุม

จากการทดสอบในทั้ง 2 แบบให้ผลที่สอดคล้องกัน คือเมื่อไม่มีตัวแปรควบคุมพบว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนการซื้อหุ้นคืนอยู่ในระดับสูงมีค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนในการจ่ายเงินปันผลที่มากกว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนการซื้อหุ้นคืนที่อยู่ในระดับต่ำอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความมั่นใจร้อยละ 95 โดยค่าเฉลี่ยความผิดพลาดของการจ่ายเงินปันผลมีแนวโน้มสูงขึ้นตามระดับของผลตอบแทนของการซื้อหุ้นคืน แสดงว่ายิ่งบริษัทซื้อหุ้นคืนมาก จะมีแนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลลดลง เช่นเดียวกันกับเมื่อมีการควบคุมตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการบริหารทางการเงินของบริษัท พบว่าผลตอบแทนของการซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับค่าความคลาดเคลื่อนของการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความมั่นใจร้อยละ 95 ดังนั้นการซื้อหุ้นคืนของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์จึงเป็นไปเพื่อการทดแทนการจ่ายเงินปันผล อีกทั้งยังมีความสอดคล้องกับงานศึกษาต้นแบบของ Grullon and Michaely (2002) ที่สังเกตพบความสัมพันธ์ของการจ่ายเงินปันผลกับการซื้อหุ้นคืนว่าเป็นไปในทางตรงกันข้าม ภายหลังจากการซื้อหุ้นคืนได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้น ในขณะที่การจ่ายเงินปันผลมีแนวโน้มลดลง

เมื่อศึกษาถึงปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดอิสระของบริษัทกับการจ่ายเงินปันผลเทียบกับการซื้อหุ้นคืน พบว่าบริษัทที่บริหารกระแสเงินสดได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมของบริษัท ระดับของการจ่ายเงินปันผลจะสูงกว่าบริษัทที่มีความสามารถในการบริหารกำไรได้ในระดับต่ำ แสดงว่าเมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดส่วนเกินจากการบริหารงานมาก มักจะกระจายผลประโยชน์นั้นกลับคืนไปยังผู้ถือหุ้นด้วยการจ่ายเงินปันผลมากกว่าการซื้อหุ้นคืน ในขณะที่เมื่อบริษัทมีสัดส่วนระหว่างมูลค่าตลาดกับมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่ต่ำ

แสดงให้เห็นว่ามูลค่าหุ้นของบริษัทต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น บริษัทจึงส่งสัญญาณของการ Undervaluation ผ่านการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน เพื่อให้ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนรับรู้ข้อมูลดังกล่าว ซึ่งใช้ในการส่งสัญญาณได้ดีกว่าการจ่ายเงินสดปันผล

ดังนั้น การซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยจึงมีความสอดคล้องกับสมมติฐานการทดแทนเงินสดปันผล (Dividend Substitution Hypothesis) โดยบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนในสัดส่วนที่มาก จะมีแนวโน้มในการจ่ายเงินสดปันผลที่ลดลง อีกทั้งยังเป็นไปตามสมมติฐานการส่งสัญญาณ (Signaling Hypothesis) จากการที่บริษัทเห็นว่ามูลค่าของบริษัทต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง จึงต้องการส่งสัญญาณบอกไปยังผู้ถือหุ้นด้วยการซื้อหุ้นคืนและสมมติฐานกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow Hypothesis) โดยหากบริษัทมีกระแสเงินสดเกินที่มากจนเกินไปจะระบายออกด้วยการซื้อหุ้นคืน เพื่อเพิ่มความมั่นใจให้กับผู้ถือหุ้นว่าผู้บริหารไม่ได้นำเงินไปลงทุนโดยไม่ก่อให้เกิดประโยชน์กับบริษัทและผู้ถือหุ้น

## 5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

ข้อมูลที่จะนำมาใช้ในการทดสอบยังมีจำนวนไม่มากนัก เนื่องจากมีจำนวนโครงการซื้อหุ้นคืนที่ค่อนข้างน้อย เมื่อเทียบกับประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศที่มีการอนุมัติใช้ข้อบังคับ Rule 10b-18 ให้มีการซื้อหุ้นคืนได้ตั้งแต่ ค.ศ. 1980 ทำให้ผลการทดสอบที่ได้ อาจมีความผิดพลาดได้สูง รวมทั้งบริษัทในประเทศไทยยังไม่มีข้อมูลที่มากเพียงพอในการสร้างความมั่นใจว่าการซื้อหุ้นคืนจะสามารถสร้างผลประโยชน์ให้กับบริษัทได้ นอกจากนี้หากเลือกใช้ข้อมูลเริ่มต้นที่แตกต่างกันอย่างวันที่มีการประกาศโครงการกับวันที่ดำเนินการตามการประกาศจะทำให้ได้ข้อมูลที่ต่างกัน ส่งผลให้ผลการวิเคราะห์ออกมาแตกต่างกันด้วย

## 5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

5.3.1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยยังไม่มากเพียงพอ งานวิจัยในอนาคตอาจขยายระยะเวลาในการศึกษาเพิ่มเติม เพื่อความสัมพันธ์ที่ชัดเจนมากขึ้น

5.3.2 อาจมีการแยกศึกษาเป็นแต่ละปี เนื่องจากแนวโน้มของการซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยไม่มีทิศทางที่ชัดเจนมากนัก ซึ่งอาจจะได้ข้อสรุปที่แตกต่างไปจากเดิม รวมทั้งอาจมีการแยกตามภาวะเศรษฐกิจ เนื่องจากในปีที่เกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ บริษัทมีแนวโน้มที่จะดำเนินการตามโครงการซื้อหุ้นคืนมากกว่าปีอื่นๆ

## รายการอ้างอิง

### วิทยานิพนธ์

- ฐานิสร์ พยับเดชาชัย. (2556). การดำเนินโครงการซื้อหุ้นกลับคืนในมุมมองของสมมติฐานกระแสเงินสดอิสระและการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาด้วยตนเอง. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- รักฎิษา เอี่ยมวิจารณ์. (2549). การศึกษาพื้นฐานปัจจัยทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีนโยบายซื้อหุ้นคืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจมหาบัณฑิตจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ศิริวรรณ นิตยดำรง. (2546). ผลกระทบจากนโยบายการซื้อหุ้นคืนต่อราคาตลาดและความผันผวนของราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียน. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจมหาบัณฑิตจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

### บทความวารสาร

- นราทิพย์ ทับเที่ยง. (2556). แรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนและผลกระทบต่อการตัดสินใจยุติโครงการหุ้นคืนซื้อคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอ. *วารสารคณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนศาสตร์ เล่มที่ 53*, 37-65.

### Articles

- Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21<sup>st</sup> century. *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R. (2008). Managerial Response to the May 2003 Dividend Tax Cut. *Financial Management*, 37(4), 611-624.
- Brennan, M. J., & Thakor, A. V. (1990). Shareholder preferences and Dividend policy. *Journal of Finance*, 45(4), 993-1018.
- Brown, C., & O'Day, J. (2006). The Relationship between share repurchases and dividends in an Imputation tax environment. *University of Melbourne Working*



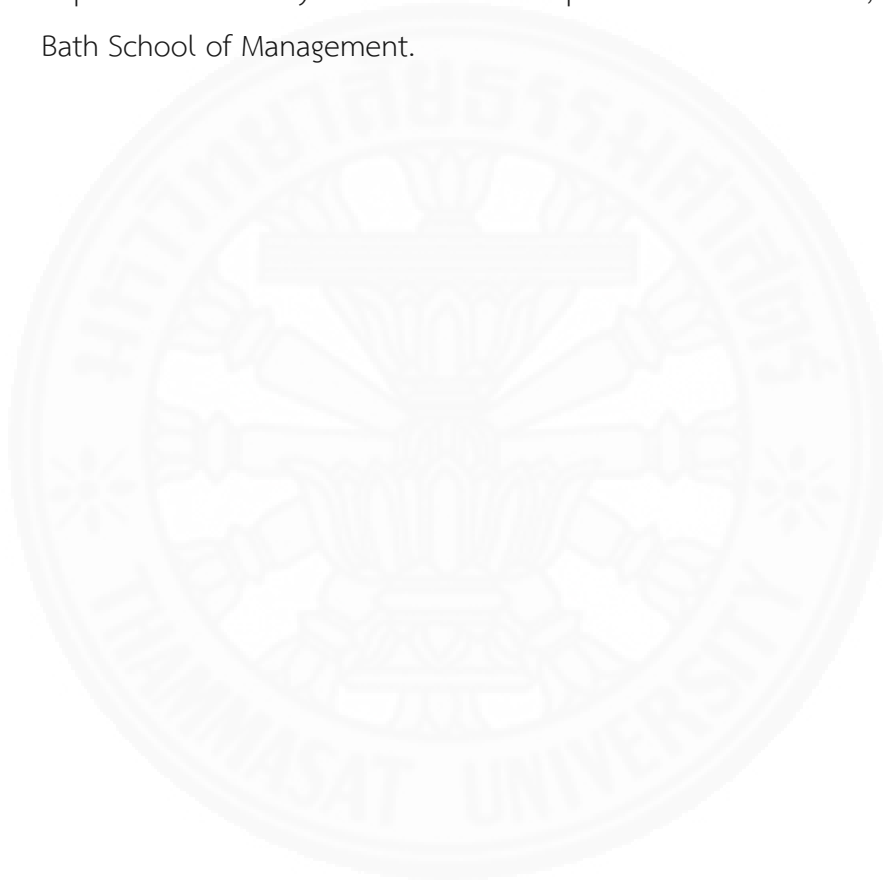
- Paper*, available at [www.melbournecentre.com\\_au/working?papers/2005\\_03BrownODay.pdf](http://www.melbournecentre.com_au/working?papers/2005_03BrownODay.pdf). Accessed on June 12, 2008.
- Brown, C., Handley, J., & O'day, J. (2015) The Dividend Substitution Hypothesis: Australian Evidence. *Abacus*, 51(1), 37-62.
- Chan, K., Ikenberry, D., Lee, I., & Wang, Y. (2010). Share repurchases as a potential tool to mislead investors. *Journal of Corporate Finance*, 16, 137-158.
- Chen, X., Sun, Y., & Xu, X. (2016). Free Cash Flow, Over-Investment and Corporate Governance in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 37, 81-103.
- Dittmar, A. (2008). Corporate Cash Policy and How to Manage it with Stock Repurchases. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(3), 22-34.
- Easterbrook, F. H. (1984) Two Agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74, 650-659.
- Fama, F. E., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital investment analysis: the required rate of profit. *Management Science*, 3, 102-110.
- Gullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis. *The journal of finance*, 57(4), 1649-1684.
- Gullon, G., & Michaely, R. (2004). The information content of share repurchase programs. *Journal of Finance*, 59, 651-680.
- Hyderabad, R. L. (2013). Are Share Repurchases Substitutes for Dividend Payment in India? *The IUP Journal of Applied Finance*, 19(1), 27-50.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J. & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39, 181-208.
- Jagannathan, M., Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57, 355-384.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.

- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- John, K., & William, J. (1985). Dividends, dilution, and taxes. *Journal of Finance*, 40, 1053-1070.
- Kevin, J., & Murphy. (1986). Incentives, Learning, and Compensation: A Theoretical and Empirical Investigation of Managerial Labor Contracts. *RAND Journal of Economics*, 17, 59-76.
- Kooli, M., & L'her, J.-F. (2010) Dividends versus Share Repurchases Evidence from Canada: 1985-2003. *Financial Review*, 45(1), 57-81.
- Lee, B. -S., & Rui, O. M. (2007). Time-Series Behavior of Share Repurchases and Dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(1), 119-142.
- Lie, E. (2005). Financial flexibility, performance, and the corporate payout choice. *Journal of Business*, 78, 1-24.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of business*, 34, 411-433.
- Miller, M., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 40, 1031-1051.
- Ofer, A. & Thakor, A. (1987). A Theory of stock price Response to alternative corporate cash disbursement methods: Stock Repurchases and Dividends. *Journal of Finance*, 42, 365-394.
- Rim, E. H., & Adel, B. (2014). Asymmetric Information and Payout Policy: Dividend or Share Repurchase. *International Review of Management and Business Research*, 3(2), 753-761
- Skinner, D. J. (2008). The Evolving Relation between Earnings, Dividends, and Stock Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 582-609
- Wang, C.-s., Strong, N., Tung, S., & Lin, s. (2009). Share Repurchases, the Clustering Problem, and the Free Cash Flow Hypothesis. *Financial Management*, 38(3), 487-505.
- Wu, R.-S. (2012). Agency theory and open-market share repurchase: Evidence from Taiwan. *Emerging Markets Finance & Trade*, 48, 6-23.

## Thesis

Seree-Amnoui, Prin. (2010). The Determinants of share repurchase: evidence from Thailand. Independent Study. Thammasat University, Faculty of Commerce and Accountancy.

Thanatawee, Y. (2009). The Information Content of Dividends and Open-market Share Repurchases: Theory and Evidence. Unpublished Ph.D. Thesis, University of Bath School of Management.



## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวชุตिकाญจน์ แยมยิ้ม
วันเดือนปีเกิด	วันที่ 4 มิถุนายน พ.ศ.2536
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2557 : บัณฑิต (การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

