



ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติและการประกาศซื้อหุ้นคืน
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวมธุตฤณ แจ่มอารทรา

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติและการประกาศซื้อหุ้นคืน
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวมรุตฤณ แจ่มอารทรา




การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



THE RELATIONSHIP BETWEEN ABNORMAL RETURN AND THE
SHARE REPURCHASE ANNOUNCEMENT OF LISTED COMPANY IN
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

BY

MISS MATHUTRIN JAMARATRA



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 UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวมรุตฤณ แจ่มอารทรา

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติและการประกาศซื้อหุ้นคืน
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน


เมื่อ วันที่ 13 พ.ค. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โจรนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติและการประกาศซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวมธุตฤณ แจ่มอารทรา
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

จากงานวิจัยในอดีตพบว่าการศึกษาเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนเป็นที่นิยมเป็นอย่างมากในต่างประเทศ และมีแนวโน้มเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่องในประเทศไทย อย่างไรก็ตามประเทศไทยเริ่มมีพระราชบัญญัติการซื้อหุ้นคืนซึ่งอนุญาตให้บริษัทมหาชนสามารถซื้อหุ้นคืนได้ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ.2544 งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาเกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ประกาศซื้อหุ้นคืน ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2544-2558 รวมระยะเวลา 15 ปี เป็นจำนวนทั้งสิ้น 101เหตุการณ์ 85 บริษัท ซึ่งการศึกษาครั้งนี้แบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ ศึกษาถึงความผิดปกติของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในช่วงเวลาประกาศซื้อหุ้นคืน และ ศึกษาปัจจัยที่สามารถอธิบายความผิดปกติของอัตราผลตอบแทนดังกล่าวได้ ผ่านสมมติฐานที่สอดคล้องกับบริษัทในประเทศไทย คือ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ และ ปัญหาตัวแทนจากกระแสเงินสด โดยผลการศึกษาในส่วนแรกสอดคล้องกับสมมติฐานในเรื่อง Undervaluation พบว่าช่วงประกาศซื้อหุ้นคืนในระยะสั้นนั้น บริษัทมีอัตราผลตอบแทนเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญในช่วงก่อนวันประกาศ และเพิ่มมากขึ้นในช่วงหลังวันประกาศ นอกจากนี้ในส่วนที่สองยังพบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% ประกอบกับข้อมูลจากแบบรายงานการเปิดเผยการซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงิน (TS-1.2 form) ว่าบริษัทส่วนใหญ่ในประเทศไทยมีเหตุผลการซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารสภาพคล่องส่วนเกินของบริษัท จึงสอดคล้องกับทฤษฎีปัญหาตัวแทนจากกระแสเงินสด

คำสำคัญ: การซื้อหุ้นคืน, ทฤษฎีการส่งสัญญาณ, ปัญหาตัวแทนจากกระแสเงินสด

Independent Study Title	THE RELATIONSHIP BETWEEN ABNORMAL RETURN AND THE SHARE REPURCHASE ANNOUNCEMENT OF LISTED COMPANY IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
Author	Miss Mathutrin Jamaratra
Degree	Master of Science
Major Field/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Somchai Supattarakul, Ph.D
Academic Years	2015

ABSTRACT

This Independent Study aims to study the share repurchase announcement from companies in Thailand through using 101 events and 85 firms as a sample of share repurchase firms in the Stock Exchange of Thailand (SET) from 2001 to 2015. This study is divided into 2 sections.

First, we study about abnormal return surrounding share repurchase announcement. The result shows that there is a significantly negative abnormal return on the previous day before the share repurchase was announced, which is likely to be consistent with the undervaluation hypothesis and become a significantly positive abnormal return after the repurchase announcement.

Second, we focus on factors that affect abnormal return surrounding share repurchase announcement through hypothesis that related to share repurchase firms in Thailand, which are Signaling and Agency cost of free cash flow. The study shows that return on assets (ROA) is statistically significant at 90% confidence level. Furthermore, the data from Share Repurchase Disclosure Form (TS-1.2 form) also supports that the reason for the purpose shares repurchase in

(3)

Thailand is to manage and maximize the benefits of company's excessive liquidity.
This evidence can conform to the Agency cost of free cash flow theory.

Keywords: Share repurchase, Agency cost of free cash flow, Signaling



กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาอิสระนี้สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จาก ท่านอาจารย์ที่ปรึกษา รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล ที่สละเวลาให้คำปรึกษา คำแนะนำ และ แนวทางการแก้ไขเมื่อเกิดปัญหาในตลอดกระบวนการค้นคว้างานศึกษาอิสระชิ้นนี้ ทำให้การค้นคว้า อิสระนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ถูกต้องและครบถ้วน ตามหลักการวิจัย

อีกทั้งขอขอบคุณรองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์ที่กรุณาให้เกียรติมาเป็น ประธานกรรมการสอบ พร้อมทั้งให้คำแนะนำที่มีประโยชน์มากมาย

นอกจากนี้ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ที่ช่วยประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ทั้งในระดับปริญญาตรีและโทตลอด ระยะเวลาห้าปีที่ผ่านมา ทำให้ผู้วิจัยสามารถนำความรู้ที่ได้รับการถ่ายทอดทั้งหมดมาประยุกต์ใช้และ ก่อเกิดเป็นงานชิ้นนี้ขึ้นมา

สุดท้ายนี้ขอขอบคุณครอบครัวและเพื่อนและรุ่นพี่นักศึกษา ร่วมโครงการหลักสูตร 5 ปี ตรี-โททางการบัญชีและบริหารธุรกิจ (IBMP Program) ที่คอยให้กำลังใจ คำแนะนำและความ ช่วยเหลือเป็นอย่างดี รวมถึงขอขอบคุณเจ้าหน้าที่โครงการที่ให้คำแนะนำและช่วยเหลือในการ ติดต่อประสานงานตลอดการทำงานค้นคว้าอิสระชิ้นนี้

ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า การศึกษาอิสระชิ้นนี้จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือผู้ที่สนใจในงานวิจัยฉบับนี้ หากมีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยต้องขอ อภัยมา ณ ที่นี้ด้วย และขอน้อมรับไว้เพื่อปรับปรุง แก้ไขในการศึกษาครั้งต่อไป

นางสาวมธุตฤณ แจ่มอารทรา

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(4)
สารบัญตาราง	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	2
1.3 ขอบเขตของการศึกษา	2
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	2
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	3
2.1 การศึกษาเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืน	3
2.2 การศึกษาความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน	4
2.3 ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่มีบริษัทมีการประกาศซื้อหุ้นคืน	4
2.3.1 แนวคิดเกี่ยวกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling)	4
2.3.2 แนวคิดปัญหาตัวแทนจากกระแสเงินสด (Free cash flow agency cost)	5

บทที่ 3 วิธีการวิจัย	7
3.1 การเก็บรวบรวมข้อมูล	7
3.1.1 ขอบเขตเนื้อหา	7
3.1.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	7
3.1.3 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	8
3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	8
3.2.1 ตัวแปรต้น	8
3.2.2 ตัวแปรตาม	8
3.3 วิธีการดำเนินการวิจัย	10
3.3.1 การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหุ้นสามัญในช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน	11
3.3.2 ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน	13
3.4 สมมติฐานของงานวิจัย	14
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	15
4.1 การศึกษาหาความผิดปกติของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน	15
4.2 การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่บริษัทมีการประกาศซื้อหุ้นคืน	20
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	23
5.1 สรุปการศึกษา	23
5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย	24
5.3 ข้อเสนอแนะ	24

รายการอ้างอิง	25
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก	28
ตัวอย่างแบบรายงานการเปิดเผยการซื้อขายหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงิน	
ภาคผนวก ข	30
จำนวนเหตุการณ์ทั้งหมดของการประกาศซื้อขายหุ้นคืนในประเทศไทย	
ประวัติผู้เขียน	34



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 แสดงคำอธิบายตัวแปรต้น	9
4.1 แสดงอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในช่วง (-2,2)	16
4.2 แสดงอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในช่วง (-5,5)	18
4.3 แสดงอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในช่วง (-14,14)	19
4.4 แสดงผลสรุปรวมของอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ที่มีนัยสำคัญทางสถิติของทั้งสามช่วงเวลา	20
4.5 แสดงอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในช่วง (-0,1)	20
4.6 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) ของช่วงเวลา (14, 14), (-5, 5) และ (-2, 2) ตามลำดับ	21
4.7 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) แยกสมมติฐาน (Free cash flow agency cost) ของช่วงเวลา (14, 14), (-5, 5) และ (-2, 2) ตามลำดับ	21
4.8 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) ทั้ง 3 ช่วงเวลา	22

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การซื้อหุ้นคืนเป็นนโยบายหนึ่งที่บริษัทหรือกิจการใช้เพื่อช่วยบริหารทางการเงินของบริษัท กล่าวคือเป็นนโยบายทางเลือกที่บริษัทจะระบายกำไรสะสมหรือสภาพคล่องส่วนเกินแทนการจ่ายเงินปันผลในรูปของเงินสด ซึ่งเป็นไปตามพระราชบัญญัติมหาชน ในปี พ.ศ.2544 นั้นกล่าวว่าบริษัทที่จะซื้อหุ้นคืนจะต้องมีกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกินของบริษัทที่เพียงพอที่จะไม่ทำให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน จากการศึกษาของ Eije และ Megginson ในปี 2008 พบว่าบริษัทส่วนใหญ่ในทวีปยุโรปมีการลดลงของการจ่ายเงินปันผลในรูปเงินสดแต่ในทางกลับกันมีอัตราการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของการซื้อหุ้นคืน แสดงให้เห็นว่าการซื้อหุ้นคืนเป็นทางเลือกในการคืนผลตอบแทนในรูปเงินสดให้กับผู้ถือหุ้นที่ได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นในยุโรป นอกจากนี้ข้อมูลจาก S&P 500 INDEX ของประเทศสหรัฐอเมริกาตั้งแต่ปี 2540 จนถึงปัจจุบันมีสถิติการซื้อหุ้นคืนเป็นจำนวนมาก อย่างไรก็ตามข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่าประเทศไทยมีมูลค่าการซื้อหุ้นคืนเพิ่มมากขึ้นเรื่อยๆตั้งแต่ปี 2544 จนถึงปัจจุบัน

โดยการรวบรวมข้อมูลจากแบบรายงานการเปิดเผยการซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงิน (TS-1.2 form) พบว่าในประเทศไทยบริษัทที่ซื้อหุ้นคืนกว่า 70% นั้นมีเหตุผลในการซื้อหุ้นคืนเป็นไปตามทฤษฎี Signaling (Ikenberry และ Lakonishok, 1995) และ Agency cost of free cash flow (Oswals และ Young, 2007) ซึ่งจากงานวิจัยในอดีตพบว่าทฤษฎีข้างต้นนั้นส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน เช่นเดียวกันกับการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Dann และ Vermaelen ในปี 1981 ที่พบว่าม้อัตรผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในช่วงที่บริษัทมีการประกาศซื้อหุ้นคืน นอกจากนี้การศึกษาในช่วงปีที่ผ่านมาก็มีผลการศึกษาไปในทิศทางที่สอดคล้องกัน กล่าวคือ เมื่อบริษัทได้มีการประกาศการซื้อหุ้นคืนจะทำให้มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal return) เกิดขึ้น โดยที่ราคาของแต่ละหลักทรัพย์นั้นจะปรับตัวไปในทิศทางที่เป็นบวก

จากเหตุผลดังกล่าวข้างต้นจึงเป็นที่น่าสนใจที่จะศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผล

กระทบถึงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงเวลาดังกล่าวภายใต้ทฤษฎี Signaling และ Agency cost of free cash flow

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาถึงผลกระทบในช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่
2. เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของบริษัทช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน ในกรณีที่พบว่าม้อัตรผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืนอย่างมีนัยสำคัญ

1.3 ขอบเขตของการศึกษา

การศึกษาคั้งนี้เป็นการศึกษาความผิดปกติของอัตราผลตอบแทนในช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนและนอกจากนี้ยังศึกษาถึงปัจจัยที่สามารถอธิบายในกรณีที่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติดังกล่าวได้ โดยการศึกษาคั้งนี้เป็นการศึกษาแบบเหตุการณ์ที่น่าสนใจ (Event study) ซึ่งมีเหตุการณ์ที่สนใจจะศึกษา คือ ช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน (Repurchase Stock) ของหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนตั้งแต่ปี พ.ศ.2544-2558 เป็นระยะเวลาทั้งหมด 15 ปี

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษาคั้งนี้จะทำให้ทราบถึงผลกระทบของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน รวมถึงปัจจัยที่ส่งผลให้เกิดผลกระทบดังกล่าว รวมถึงทราบถึงเหตุผลที่บริษัทในประเทศไทยเลือกใช้การตัดสินใจประกาศซื้อหุ้นคืน ซึ่งการศึกษานี้จะก่อให้เกิดประโยชน์กับนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรวมถึงเป็นข้อมูลในสำหรับนักลงทุนระยะสั้นเพื่อช่วยตัดสินใจในการลงทุนในบริษัทที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนอีกด้วย

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการค้นคว้าและศึกษางานวิจัยในอดีตและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ในงานวิจัยนี้จะแบ่งการทบทวนวรรณกรรมออกเป็น 3 ส่วน คือ

- 2.1 การศึกษาเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืน
- 2.2 การศึกษาความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน
- 2.3 ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่มีบริษัทมีการประกาศซื้อหุ้นคืน

2.1 การศึกษาเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืน

การซื้อหุ้นคืนเป็นเครื่องมือหนึ่งในการบริหารการเงินของบริษัทที่เกิดขึ้นมากกว่าทศวรรษในหลายๆประเทศทั่วโลก โดยการซื้อหุ้นเป็นการที่บริษัทนั้นประกาศต่อสาธารณชนเพื่อซื้อหุ้นที่ตนเองได้จำหน่ายออกไปแล้วนั้นกลับคืนมา ทำให้มีจำนวนหุ้นที่หมุนเวียนอยู่ในตลาดลดลง โดยในประเทศไทยได้มีการอนุญาตให้บริษัทจำกัดมหาชนสามารถซื้อหุ้นของตนเองคืนได้ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม 2544 โดยข้อจำกัดของบริษัทที่จะสามารถซื้อหุ้นคืนได้คือบริษัทต้องมีสภาพคล่องหรือกำไรสะสมที่เพียงพอ และมีการถือหุ้นรายย่อย หรือ Free float ทั้งสิ้น 15% ตามเกณฑ์ขั้นต่ำของตลาด และที่สำคัญการซื้อหุ้นคืนนั้นจะต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการของบริษัทและสามารถทำหาซื้อหุ้นคืนได้ ผ่านกระดานหลักในตลาดหลักทรัพย์ และ การเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นทั่วไป (Public Offering) โดยวิธีแรกไม่สามารถซื้อคืนเกิน 10% ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้ว แต่วิธีที่สอง หรือ Public Offering นั้นสามารถซื้อคืนได้มากกว่า 10% นอกจากนี้หลังจากที่บริษัทซื้อหุ้นคืนแล้วต้องนำหุ้นนั้นๆออกจำหน่ายได้ตั้งแต่ 6 เดือน ถึง 3 ปีนับจากวันที่ซื้อ หากไม่สามารถจำหน่ายได้ภายใน 3 ปี บริษัทนั้นจะต้องทำการลดทุน

อย่างไรก็ตามเหตุผลที่บริษัทซื้อหุ้นคืนนั้นมีหลายประการ ไม่ว่าจะเป็น มีกระแสเงินสดส่วนเกินอยู่ในบริษัท มีกำไรสะสมและสภาพคล่องทางการเงินสูง ผลประโยชน์ทางภาษี ปัญหาตัวแทน ราคาหุ้นในตลาดต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ป้องกันการโดยครบบงำ หรืออาจจะใช้วิธีนี้เพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผล

2.2 การศึกษาความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน

งานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่ได้ศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมราคาในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืนของประเทศที่พัฒนาแล้ว จะพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน เช่น Grullon and Michaely (2004) พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติถึง 3-3.5% ในประเทศสหรัฐอเมริกา, Otchere and Ross (2002) พบว่าในประเทศออสเตรเลียมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติถึง 4.3%, Lee, Jung and Thornthorn (2005) พบอัตราผลตอบแทนผิดปกติ 2.7% ในประเทศเกาหลี, Zhang (2002), and Hatakeda and Isagawa (2004) พบ 4.6% and 2.1% ในประเทศญี่ปุ่น Huang and Zhou (2007) พบ 3.4% ในประเทศจีน และ Koerniadi et al. (2007) พบ 3.3% ในประเทศนิวซีแลนด์ นอกจากนี้จะพบว่างานวิจัยส่วนใหญ่ใช้ CAR หรือ Cumulative Abnormal Return ในการวัดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในระยะสั้น (Short-term measurement)

อย่างไรก็ตามได้มีการศึกษาเรื่องนี้ในประเทศไทยโดยใช้ช่วงเวลาในการกำหนดช่วงประกาศซื้อหุ้นคืนที่ต่างกัน กล่าวคือ งานวิจัยของ จุฑา สังข์จันทราธิ (2011) ใช้ช่วง 2 และ 5 วัน ก่อนและหลังวันประกาศซื้อหุ้นคืน รักธิภา เอี่ยมวิจารณ์ (2006) ใช้ช่วงเวลา 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน สิทธิโชค วัชรุ่งเจริญรัตน์ (2013) ใช้ช่วง 20 วัน และ ศิริวรรณ นิตยดำรง (2002) ใช้ช่วง 15 วัน ยิ่งไปกว่านั้น Vithessonthi (2007) พบว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืนของประเทศไทยนั้นมีมากกว่าในประเทศพัฒนาแล้วอย่างสหรัฐอเมริกาและแคนาดา

2.3 ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่มีบริษัทมีการประกาศซื้อหุ้นคืน

2.3.1 แนวคิดเกี่ยวกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณเป็นทฤษฎีที่ศึกษาพฤติกรรมความไม่เท่าเทียมกันในการรับข้อมูลข่าวสารระหว่างเจ้าของและผู้บริหาร และกล่าวว่าผู้บริหารมักจะมีข้อมูลข่าวสารของบริษัทมากกว่าผู้ถือหุ้นเสมอ ซึ่งในกรณีของการซื้อหุ้นคืนนั้น เชื่อว่าการประกาศซื้อหุ้นคืนเป็นการส่งสัญญาณด้านบวกไปให้ผู้ถือหุ้น Dann, Masulis and Mayers (1991), and Ikenberry, Lakonishok and Vermaelan (2000) ได้อธิบายเกี่ยวกับทฤษฎีนี้ว่า การซื้อหุ้นคืนจะเป็นการที่บริษัทจะส่งสัญญาณว่าราคาหุ้นในปัจจุบันของตุนั้นมีมูลค่าที่ต่ำกว่าความเป็นจริง (Undervaluation) นอกจากนี้ D'Mello and Shroff (2000) ได้ทำการเก็บกลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนใน Nasdaq, NYSE, AMEX พบว่ากว่า 70% ของกลุ่มตัวอย่างนั้นมีการซื้อหุ้นคืน

เนื่องจากราคาหุ้น ณ ขณะนั้นมีมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริง ซึ่ง Undervaluation Hypothesis นี้ ได้สอดคล้องกับ การศึกษาของ Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen ในปี 2005 ที่พบว่าบริษัทที่มีราคาหุ้นต่ำซึ่งวัดจากมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Market-to-book ratios) ต่ำนั้นเมื่อประกาศซื้อหุ้นคืนแล้วจะทำให้มีราคาหุ้นที่สูงกว่าบริษัทอื่นในช่วงเดียวกัน Grullon and Michaely (2004); Chan et al. (2004); and Firth, Leung and Rui (2010) ก็ได้ศึกษาและอธิบายผลไปในทางเดียวกันในเรื่องการเพิ่มขึ้นของราคาหุ้นเมื่อบริษัทมีการประกาศซื้อหุ้นคืน นอกจากนี้การศึกษาของ Comment and Jarrell (1991), Ikenberry (2000), Hatakeda (2003) และ Bessler and Seim (2008) ได้พบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสะสม (CAR) และอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมในช่วงก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน (PRE) ความสัมพันธ์เป็นลบ

นอกจากนี้การศึกษาในอดีตของ Vermaelen (1981) เกี่ยวกับพฤติกรรมความไม่เท่าเทียมกันในการรับข้อมูลข่าวสาร หรือ Information asymmetry ซึ่งเป็นอีกปัจจัยหนึ่งของทฤษฎี Undervaluation นั้น ได้พบว่ายิ่งบริษัทมีขนาดเล็กจะมีโอกาสทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ เนื่องจากมีโอกาสที่ผู้บริหารจะรู้ข้อมูลภายในของบริษัทเยอะกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนผิดปกติจึงผกผันกับขนาดของบริษัท อย่างไรก็ตามได้มีการศึกษาเรื่องนี้ในประเทศไทยโดยใช้ช่วงเวลาในการกำหนดช่วงประกาศซื้อหุ้นคืนที่ต่างกัน กล่าวคือ งานวิจัยของ จุฑา สังข์จันทาริน (2011) ใช้ช่วง 2 และ 5 วันก่อนและหลังวันประกาศซื้อหุ้นคืน, รักธิภา เอี่ยมวิจารณ์ (2006) ใช้ช่วงเวลา 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน, สิทธิโชค ว่างรุ่งเจริญรัตน์ (2013) ใช้ช่วง 20 วัน และ ศิริวรรณ นิตยดำรง (2002) ใช้ช่วง 15 วัน ยิ่งไปกว่านั้น Vithessonthi (2007) พบว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืนของประเทศไทยนั้นมีมากกว่าในประเทศพัฒนาแล้วอย่างสหรัฐอเมริกาและแคนาดา

2.3.2 แนวคิดปัญหาตัวแทนจากกระแสเงินสด (Free cash flow agency cost)

ในโลกปัจจุบันคนทุกคนต่างมีแรงจูงใจที่จะทำสิ่งต่างๆเพื่อผลประโยชน์ของตัวเอง เช่นเดียวกันกับในโลกธุรกิจ บริษัทขนาดใหญ่มักไม่สามารถบริหารงานหรือนำบริษัทไปสู่เป้าหมายได้ด้วยเจ้าของเพียงกลุ่มเดียว บริษัทจึงต้องแต่งตั้งตัวแทนขึ้นมาเพื่อบริหารงานให้ไปถึงเป้าหมายที่ตั้งไว้ ซึ่งจะเห็นว่าผู้บริหารที่ถูกแต่งตั้งขึ้นเพื่อบริหารบริษัทนั้นไม่ได้มีส่วนของความเป็นเจ้าของอยู่ด้วย ดังนั้นคนกลุ่มนี้จึงมักจะสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการก็ต่อเมื่อเล็งเห็นแล้วว่าสิ่งนั้นจะสามารถสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับตนเองด้วย การแบ่งแยกระหว่างเจ้าของ(ผู้ถือหุ้น)และผู้บริหารนั้นจึงเป็นสาเหตุของสมมติฐานของทฤษฎีตัวแทนของ Jensen and Meckling (1976) คือ ความขัดแย้งด้าน

ผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นของบริษัทเนื่องจากเชื่อว่าผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจทำการใดๆก็เพื่อผลประโยชน์สูงสุดให้กับตนเองมากกว่าบริษัท

เนื่องจากการซื้อหุ้นคืนเป็นกระบวนการที่สามารถลดกระแสเงินสดอิสระให้กับบริษัทได้ ดังนั้น จึงเป็นสาเหตุให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ กล่าวคือ การลดกระแสเงินสด ก็เป็นการลดโอกาสให้ผู้บริหารหรือผู้รู้ข้อมูลภายในใช้ทรัพยากรของบริษัทเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง (Easterbrook, 1984 และ Jensen, 1986)

Oswald and Young (2007) ได้พบว่าการประกาศซื้อหุ้นคืนนั้นเป็นการส่งสัญญาณซึ่งมีความสัมพันธ์กับโอกาสในการลงทุนในอนาคต โดยใช้ตัวแทนในการศึกษา คือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ซึ่งเมื่อทำการศึกษาต่อไปได้พบว่า ปัญหาตัวแทนอันเนื่องมาจากกระแสเงินสดอิสระ หรือ Free cash flow agency cost นั้นเป็นเหตุการณ์ที่เกิดจากโอกาสในการลงทุนในอนาคตของบริษัทต่ำ และ บริษัทมีกระแสเงินสดอิสระส่วนเกิน ซึ่งเป็นสาเหตุให้ผู้บริหารใช้กระแสเงินสดส่วนเกินนี้ไปในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันของกิจการ (NPV) เป็นลบ ดังนั้นบริษัทจะมีแนวโน้มที่จะประกาศซื้อหุ้นคืนสูงหากบริษัทมีกระแสเงินสดส่วนเกินสูง ประกอบกับ โอกาสในการลงทุนของบริษัทต่ำหรือผลการดำเนินงานในอนาคต (ROA) ต่ำนั่นเอง

บทที่ 3

วิธีการวิจัย

การวิจัยนี้ศึกษาบริษัทที่ซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544-2558 มีรายละเอียดของวิธีการวิจัยดังนี้

3.1 การเก็บรวบรวมข้อมูล

3.1.1 ขอบเขตเนื้อหา

งานวิจัยฉบับนี้จะแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน ส่วนที่ 1 ศึกษาความผิดปกติของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงที่บริษัทมีการประกาศซื้อหุ้นคืน โดยจะทำการศึกษากรณีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และทำการซื้อหุ้นคืน ในช่วงปี พ.ศ. 2544-2558 ส่วนที่ 2 ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่มีบริษัทมีการประกาศซื้อหุ้นคืน โดยงานวิจัยนี้จะศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมก่อนช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และขนาดของกิจการ กับ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน

3.1.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจะเป็นข้อมูลของหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2544-2558

ฐานข้อมูล Thomson Reuters Datastream

- (1) ราคาปิดของหุ้นสามัญในแต่ละวัน
- (2) กระแสเงินสดของกิจการ
- (3) รายได้สุทธิของกิจการ
- (4) สินทรัพย์รวมของกิจการ
- (5) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของกิจการ

ฐานข้อมูล SETSMART

- (1) ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ในแต่ละวัน
- (2) รายชื่อและข้อมูลของบริษัทที่ซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544-2558

(3) วันประกาศซื้อหุ้นคืนของแต่ละเหตุการณ์ของบริษัท

3.1.3 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้จะนำเหตุการณ์ทุกเหตุการณ์ของแต่ละบริษัทที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนและเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544-2558 ทั้งสิ้นจำนวน 15 ปี

3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

3.2.1 ตัวแปรต้น

ในการศึกษาหาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ในช่วงการประกาศซื้อหุ้นคืนในครั้งนี้ ตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษานั้นจะเป็นตัวแทนของสมมติฐานที่จะใช้ในการศึกษา โดยจะแบ่งตามทฤษฎี 2 ทฤษฎี ดังนี้

3.2.1.1 Undervaluation

จากผลการวิจัยที่ได้มาจากการทำการศึกษาในส่วนที่หนึ่งพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างนั้นสอดคล้องกับทฤษฎี Undervaluation กล่าวคือบริษัทจะซื้อหุ้นคืนเนื่องจากราคาหุ้นของบริษัทในขณะนั้นมีมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริงและเมื่อประกาศซื้อหุ้นคืนแล้วราคาหุ้นจะสูงกว่าบริษัทอื่นในช่วงเวลาเดียวกัน

3.2.1.2 Agency cost of free cash flow

จากข้อมูลจากแบบรายงานการเปิดเผยการซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงิน (TS-1.2 form) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่าบริษัทส่วนใหญ่ในประเทศไทยมีเหตุการณ์ซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารสภาพคล่องส่วนเกินของบริษัท จึงสอดคล้องกับทฤษฎี Agency cost of free cash flow

จากการทบทวนวรรณกรรมการศึกษาครั้งนี้จะกำหนดตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษาเพื่อเป็นตัวแทนของทฤษฎีดังกล่าว ดังตาราง 3.1

3.2.2 ตัวแปรตาม

สำหรับตัวแปรตามในการศึกษาครั้งนี้จะใช้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAR) ในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืนของแต่ละเหตุการณ์ โดยช่วงประกาศซื้อหุ้นคืนจะใช้ช่วงเวลา (0,1) ตามที่อธิบายผลมาจากการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในส่วนที่ 1

ตารางที่ 3.1 แสดงคำอธิบายตัวแปรต้น

Theory	Proxy	Formula	Description	Coefficient
Free cash flow Agency problem (High Cash + Low ROA → Repurchase)	ROA	NI/Total asset	Low ROA → Low Profitability → Underpriced Stock → Repurchase	Negative
	CASH	Cash/Total asset	High Cash → Conflict between manager and shareholder → High Agency cost → Repurchase	Positive
Undervaluation Signaling	PRE	Pre-announcement CAR	CAR before announcement window	Negative
	MTBV	Market value of firm /Book value of firm	the general perception of market value (a low ratio indicates undervaluation)	Negative
Control variables	SIZE	LN(Total asset)	proxy of information assymetry (smaller firms are more likely to be mispriced than larger firms)	Negative

3.3 วิธีการดำเนินการวิจัย

เนื่องจากงานวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาเกี่ยวกับช่วงประกาศซื้อหุ้นคืนและแบ่งเป็น 2 ส่วน ดังนั้นวิธีการดำเนินการวิจัยจึงใช้การศึกษาแบบการศึกษาเหตุการณ์ที่น่าสนใจหรือ Event study ซึ่งเป็นการศึกษาถึงผลกระทบของช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งเท่านั้น ซึ่งงานวิจัยนี้จะมีเหตุการณ์ที่สนใจ คือ ช่วงเวลาของการประกาศซื้อหุ้นคืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะทำการศึกษาว่าการประกาศซื้อหุ้นคืนนั้นจะมีผลกระทบต่อความผิดปกติของอัตราผลตอบแทนของหุ้นอย่างไร นอกจากนี้ผู้วิจัยจึงทำการศึกษาต่อเพื่อหาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน

ในส่วนที่ 1 จากการเก็บข้อมูลบริษัทที่ประกาศ ซื้อหุ้นคืนทั้งหมดจะเห็นได้ว่า แต่ละบริษัทจะมีช่วงเวลาที่จะประกาศซื้อหุ้นคืนที่แตกต่างกัน ดังนั้นผู้วิจัยจึงต้องการที่จะปรับช่วงเวลาเหล่านั้นให้อยู่ในรูปแบบเดียวกัน โดยกำหนดให้วันที่บริษัทประกาศซื้อหุ้นคืนเป็นวันที่เกิดเหตุการณ์ หรือ Event date ซึ่งจะแบ่งเหตุการณ์ออกเป็น 2 ช่วงเวลา ดังนี้

1. ช่วงประมาณการ (Estimation window) เป็นช่วงที่เป็นตัวแทนของการซื้อขายหุ้นสามัญในราคาปกติ โดยในช่วงนี้ราคาหุ้นจะไม่ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ประกาศซื้อหุ้นคืนของบริษัท โดยจะนำราคาหุ้นสามัญในช่วงนี้ มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) ของกลุ่มตัวอย่าง โดยช่วงประมาณการของงานวิจัยนี้ทางผู้วิจัยจะกำหนดเป็น 3 ช่วงเวลา คือ

- (1) 200 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืนถึง 15 วันก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน
- (2) 200 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืนถึง 6 วันก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน
- (3) 200 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืนถึง 3 วันก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน

2. ช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event period หรือ Event window) เป็นช่วงที่เกิดเหตุการณ์ โดยในงานวิจัยครั้งนี้จะเป็นช่วงที่บริษัทมีการประกาศซื้อหุ้นคืน โดยจะนำราคาของหุ้นสามัญในช่วงเวลานี้มาทดสอบผลกระทบที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยจะแบ่งเป็น 3 ช่วง เช่นเดียวกันกับ ช่วงประมาณการ ดังนี้

- (1) 14 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืนจนถึง 14 วันหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน (-20, 20)
- (2) 5 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืน จนถึง 5 วันหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน (-5, 5)
- (3) 2 วันก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืน จนถึง 2 วันหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน (-2, 2)

โดยในช่วงนี้จะมีวันที่เกิดเหตุการณ์รวมอยู่ด้วย (Event date หรือ วันที่ 0) หลังจากได้กำหนดช่วงของเหตุการณ์ที่จะศึกษาแล้ว ในส่วนนี้ผู้วิจัยจะนำข้อมูลมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหุ้นสามัญในช่วงที่บริษัทมีการประกาศซื้อหุ้นคืน

3.3.1 การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหุ้นสามัญในช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน

การศึกษาในส่วนนี้จะใช้เพื่อเป็นตัววัดว่าการประกาศซื้อหุ้นคืนนั้นมีผลกระทบต่อราคาหุ้นสามัญหรือไม่ โดยที่กำหนดให้การประกาศซื้อหุ้นคืนของแต่ละเหตุการณ์ เป็นวันที่ $t=0$ และทำการทดสอบ Event window ตามที่ได้กล่าวไปข้างต้นแล้ว ว่าช่วงเวลาดังกล่าวก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหรือไม่

ในการทดสอบครั้งนี้จะใช้แบบจำลองตลาด (Market Model) เพื่อคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดของหุ้นสามัญในกลุ่มตัวอย่างแต่ละตัว ในช่วงประมาณการ ซึ่งผู้วิจัยได้กำหนดให้เป็นตัวแทนของช่วงที่บริษัทมีการซื้อขายหุ้นสามัญปกติ โดยมีสมการดังนี้

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

สมการที่ 3.1

โดย	R_{it}	คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้น i ณ เวลา t
	α_i, β_i	คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการหาความสัมพันธ์แบบถดถอย จากข้อมูลในช่วงประมาณการ
	R_{mt}	คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ณ เวลา t
	ε_{it}	คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของหุ้น i ณ เวลา t
	t	คือ เวลาแต่ละวันในช่วงประมาณการ

ดยในการคำนวณนั้นจะเริ่มจากการคำนวณหาผลตอบแทนของหุ้นแต่ละตัวและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของทุกวันในช่วงประมาณการ หลังจากนั้นจึงนำอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอัตราผลตอบแทนของหุ้นแต่ละตัว ณ เวลาเดียวกัน มาความสัมพันธ์แบบถดถอยเพื่อหาค่าสัมประสิทธิ์ α_i, β_i

จากนั้นจึงแทนค่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ และค่าสัมประสิทธิ์ลงในสมการเพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่คาดของช่วงที่เกิดเหตุการณ์ ดังนี้

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

สมการที่ 3.2

โดย $E(R_{it})$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้น i ณ เวลา t

เมื่อได้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังแล้วจึงนำมาแทนค่าเพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหุ้นสามัญ (Abnormal Return) จากสมการ

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

สมการที่ 3.3

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

จากนั้นจึงนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหุ้นสามัญ มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) จากสมการ

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

สมการที่ 3.4

โดย CAR_{it} คือ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหุ้น i ในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน

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

$$AAR_t = \frac{\sum_i^N AR_{it}}{N}$$

สมการที่ 3.5

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

นำอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในแต่ละวันที่คำนวณได้มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return) จากสมการ

$$CAAR_{it} = AAR_t - CAAR_{t-1}$$

สมการที่ 3.6

โดย $CAAR_{it}$ คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมของหุ้นในช่วง
ประกาศซื้อหุ้นคืน

จากนั้นทำการทดสอบระดับนัยสำคัญทางสถิติด้วยค่า t-statistic เพื่อทดสอบว่าอัตรา
ผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในแต่ละวัน (Average Abnormal Return) และอัตราผลตอบแทนผิดปกติ
เฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return) มีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ
หรือไม่ จากสมการ

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

สมการที่ 3.7

โดย σ คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทน
ผิดปกติของหุ้น i ณ เวลา t

และ

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

สมการที่ 3.8

โดย σ คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทน
ผิดปกติสะสมของหุ้น i ณ เวลา t

3.3.2 ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน

จากผลการวิจัยในตอนที่ 1 ผู้วิจัยจะนำผลการวิจัยมาวิเคราะห์ต่อในส่วนที่ 2 คือ
ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน
โดยการศึกษาปัจจัยในครั้งนี้จะเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$CAR_i = \alpha_i + \beta_1 CASH_i + \beta_2 ROA_i + \beta_3 PRE_i + \beta_4 MTBV_i + \beta_5 SIZE_i + \varepsilon_i$$

สมการที่ 3.9

โดย	CAR_i	คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมของหุ้น i ในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน
	$CASH_i$	คือ อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวมของกิจการ (Cash/Total Assets)
	ROA_i	คือ อัตราส่วนรายได้สุทธิต่อสินทรัพย์รวมของกิจการ (Net income/Total Assets)
	PRE_i	คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมของหุ้น i ในช่วงก่อนประกาศซื้อหุ้นคืน
	$MTBV_i$	คือ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของกิจการ (Market to Book Ratio)
	$SIZE_i$	คือ ลอการิทึมฐานธรรมชาติของสินทรัพย์รวม (Ln(Total Asset))
	ε_i	คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

3.4 สมมติฐานของงานวิจัย

H1: อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหุ้นสามัญในช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน

$H_1 =$ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) มีค่าไม่เท่ากับ 0

H2: อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์, อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์, อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมก่อนช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน, อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และขนาดของกิจการส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ในส่วนนี้ได้สรุปผลการศึกษาของการศึกษาหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงวันประกาศซื้อหุ้นคืนของบริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544-2558 รวมถึงผลการศึกษาเพิ่มเติมในเรื่องของปัจจัยที่ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนดังกล่าว ซึ่งได้ใช้วิธีการวิจัยที่กล่าวในบทที่ 3 ในการทำการศึกษา ซึ่งสามารถแบ่งผลการศึกษาได้เป็น 2 ส่วน

4.1 การศึกษาหาความผิดปกติของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน

ในการศึกษาหาความผิดปกติ ได้หาอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return: AAR) และ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return: CAAR) ของกลุ่มตัวอย่างในช่วงของการประกาศซื้อหุ้นคืน โดยมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 85 บริษัท และมีการประกาศซื้อหุ้นคืนทั้งหมด 101 เหตุการณ์ โดยใช้วิธี Event Study แบบจำลอง Market Model โดยแบ่งช่วงของเหตุการณ์ออกเป็น 3 ช่วง คือ (-2,2), (-5,5), (-14,14) และกำหนดให้วันที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนของแต่ละเหตุการณ์เป็นวันที่ 0 ทั้งนี้เพื่อครอบคลุมถึงช่วงเวลาที่มีการรั่วไหลของข้อมูลข่าวสาร และเป็นช่วงที่มีปริมาณการซื้อขายที่แตกต่างไปจากช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นถึงการตอบสนองต่อราคาหุ้นของนักลงทุน

จากตาราง 4.1 ซึ่งแสดงอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในช่วง (-2,2) มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติและอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมเป็นบวกในวันเดียวกัน คือวันที่ 1 ที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

ตารางที่ 4.1 แสดงอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในช่วง (-2,2)

Day	AAR	CAAR
-2	-0.0016 (-0.4471)	-0.0016 (-0.4471)
-1	0.0034 (1.3328)	0.0018 (0.4197)
0	0.0018 (0.5956)	0.0036 (0.6601)
1	0.025*** (4.1027)	0.0285 (3.9805)
2	-0.0021 (-0.7926)	0.0264*** (4.0526)

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

และเมื่อพิจารณาในช่วงเวลาถัดไปคือช่วง (-5,5) ในตาราง 4.2 จะเห็นว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) เป็นบวกในวันที่ 1 ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% และ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมเป็นบวกตั้งแต่วันที่ 1 – 3 ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% และ วันที่ 4-5 ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งผลการศึกษาทั้งสองช่วงเวลาสอดคล้องกับงานวิจัยของ Vermaelen (1981), Ikenberry et al. (1995), Grullon and Michaely (2004), Chan et al. (2004) และ Firth, Leung and Rui (2010) ที่พบว่าราคาหุ้นจะเพิ่มขึ้นหลังจากที่บริษัทมีการประกาศซื้อหุ้นคืนแล้ว

ในตาราง 4.3 ศึกษาในช่วงเวลาที่ยาวออกไปคือ (-14,14) พบว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) มีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญคือวันที่ -9 ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และวันที่ 1 เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% เมื่อพิจารณาที่อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) พบว่ามีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90% ในวันที่ -2, -5 และ -8 อย่างไรก็ตาม ทิศทาง % อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) มีค่าเป็นลบและหลังจากซื้อหุ้นคืนก็กลับมามีค่าเป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ

Dann, Masulis and Mayers (1991), and Ikenberry, Lakonishok and Vermaelan (2000) ในเรื่องทฤษฎี Undervaluation คือบริษัทจะซื้อหุ้นคืนเนื่องจากราคาหุ้นของบริษัทในขณะนั้นมีมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริงและเมื่อประกาศซื้อหุ้นคืนแล้วราคาหุ้นจะสูงกว่าบริษัทอื่นในช่วงเวลาเดียวกัน ซึ่งเป็นผลในทางเดียวกันกับงานวิจัยของ Grullon and Michaely (2004); Chan et al. (2004); and Firth, Leung and Rui (2010)

เมื่อนำช่วงเวลาทั้ง 3 ช่วงเวลามาสรุปผลแล้วจะได้ดังตารางที่ 4.4 จะเห็นได้ว่าวันที่ 1 หลังจากประกาศซื้อหุ้นคืน (วันที่ 0) อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยจะเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ทั้ง 3 ช่วงเวลา ดังนั้น จึงนำช่วงเวลา(0,1) มาศึกษาหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ดังตารางที่ 4.5 จะเห็นได้ว่าทั้งอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย (AAR) และอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) มีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ในวันที่ 1 อีกเช่นกัน ดังนั้นจึงนำเอาช่วงเวลา (0,1) เป็นตัวแทนของช่วงประกาศซื้อหุ้นคืนของบริษัทเพื่อใช้ในการศึกษาในส่วนต่อไป

ตารางที่ 4.2 แสดงอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในช่วง (-5,5)

Day	AAR	CAAR
-5	-0.0018 (-0.6504)	-0.0018 (-0.6504)
-4	0.0014 (0.675)	-0.0003 (-0.0887)
-3	-0.0032 (-0.9849)	-0.0035 (-0.6919)
-2	-0.0017 (-0.4726)	-0.0052 (-0.9425)
-1	0.0033 (1.2755)	-0.0019 (-0.3057)
0	0.0017 (0.5774)	-0.0002 (-0.0247)
1	0.0248*** (4.0683)	0.0246*** (2.9848)
2	-0.0022 (-0.8215)	0.0225*** (2.9598)
3	0.0008 (0.2806)	0.0233*** (2.9637)
4	-0.0025 (-1.253)	0.0207** (2.5577)
5	0.0003 (0.109)	0.021** (2.5086)

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

ตารางที่ 4.3 แสดงอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในช่วง (-14,14)

Day	AAR	CAAR	Day	AAR	CAAR
-14	0.0008 (0.2865)	0.0008 (0.2865)	1	0.0246*** (4.0373)	0.01 (0.8724)
-13	-0.0001 (-0.0409)	0.0006 (0.1415)	2	-0.0023 (-0.8622)	0.0077 (0.6925)
-12	-0.0016 (-0.6495)	-0.001 (-0.1906)	3	0.0009 (0.2882)	0.0086 (0.7795)
-11	0.0007 (0.295)	-0.0003 (-0.0472)	4	-0.0028 (-1.3757)	0.0058 (0.518)
-10	-0.0004 (-0.1222)	-0.0007 (-0.0957)	5	0 (-0.0049)	0.0058 (0.5102)
-9	-0.0095** (-2.4552)	-0.0102 (-1.2738)	6	0 (-0.0045)	0.0058 (0.5143)
-8	-0.0041 (-1.4537)	-0.0143* (-1.8356)	7	0.0013 (0.6043)	0.0071 (0.6084)
-7	0.0024 (0.8026)	-0.0119 (-1.3473)	8	0.0025 (0.8636)	0.0095 (0.7632)
-6	-0.0025 (-1.105)	-0.0144 (-1.6023)	9	-0.0047* (-1.8833)	0.0048 (0.3761)
-5	-0.0015 (-0.5618)	-0.0159* (-1.7021)	10	0.0008 (0.2768)	0.0056 (0.4339)
-4	0.0014 (0.6607)	-0.0145 (-1.4355)	11	0.0012 (0.5717)	0.0068 (0.5033)
-3	-0.0033 (-1.0101)	-0.0177 (-1.6194)	12	0.0032 (1.0244)	0.01 (0.7645)
-2	-0.0016 (-0.4608)	-0.0194* (-1.7498)	13	0.0017 (0.6346)	0.0117 (0.8755)
-1	0.0031 (1.1924)	-0.0163 (-1.4313)	14	0.0028 (0.7681)	0.0144 (1.019)
0	0.0017 (0.5814)	-0.0146 (-1.2484)			

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

ตารางที่ 4.4 แสดงผลสรุปรวมของอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ที่มีนัยสำคัญทางสถิติของทั้งสามช่วงเวลา

Event window	AAR			CAR		
	*(0.1)	** (0.05)	*** (0.01)	*(0.1)	** (0.05)	*** (0.01)
(-2,2)			day1			day1,2
(-5,5)			day1		day4,5	day1,2,3
(-14,14)	day9	day-9	day1	day-2,-5,-8		

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

ตารางที่ 4.5 แสดงอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในช่วง (0,1)

Day	AAR	t-test	CAAR	t-test
0	0.0018	0.6045	0.0018	0.6045
1	0.025	*** 4.1038	0.0268	*** 4.5294

4.2 การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่มีบริษัทมีการประกาศซื้อหุ้นคืน

ในการศึกษาส่วนนี้ จะใช้ตัวแปรที่เกี่ยวข้องจากการทบทวนวรรณกรรมและผลการศึกษาในส่วนแรกมาศึกษาต่อโดยใช้กลุ่มตัวอย่างเดิม ได้สมการเพื่อนำมาหาปัจจัยที่ส่งผลต่อความผิดปกติของราคาหุ้นในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน ดังนี้

$$CAR_i = \alpha_i + \beta_1 CASH_i + \beta_2 ROA_i + \beta_3 PRE_i + \beta_4 MTBV_i + \beta_5 SIZE_i + \varepsilon_i$$

โดยได้ทำการทดสอบหาปัจจัยด้วยที่ส่งผลด้วยการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) พบว่าปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่บริษัทมีการซื้อหุ้นคืน (CAR) คือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) โดยมีค่า $P > |t|$ น้อยกว่า 0.1 หรือที่ระดับความเชื่อมั่น 90% ทั้งสามช่วงเวลา ดังตาราง 4.6 และเมื่อศึกษาต่อ

โดยทำการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุแยกเป็นแต่ละสมมติฐาน ก็ยังพบว่าอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เป็นตัวแปรเดียวที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ ในช่วงเวลาที่บริษัทมีการซื้อหุ้นคืน (CAR) ดังตาราง 4.7

เมื่อนำผลของทั้งสามช่วงเวลามาสรุปดังตาราง 4.8 จะเห็นได้ว่า ROA เป็นตัวแปรเดียวที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน (CAAR) ที่ระดับความเชื่อมั่น 90% และมี ค่าCoefficients หรือความสัมพันธ์เป็นลบตามที่ได้ตั้งสมมติฐานไว้ข้างต้น

ตาราง 4.6 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ(Multiple Regression) ของช่วงเวลา (14,14), (-5,5) และ (-2,2) ตามลำดับ

	(-14,14)		(-5,5)		(-2,2)	
	Coefficients	P-value	Coefficients	P-value	Coefficients	P-value
Intercept	0.075	0.215	0.074	0.227	0.075	0.213
ROA	-0.109	0.053	-0.101	0.077	-0.107	0.057
MTBV	0.001	0.826	0.001	0.765	0.001	0.85
CASH	-0.007	0.93	-0.004	0.958	-0.005	0.951
PRE	0.266	0.284	-0.030	0.777	0.244	0.327
SIZE	-0.003	0.456	-0.003	0.467	-0.003	0.455

ตาราง 4.7 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ(Multiple Regression) แยกสมมติฐาน (Free cash flow agency cost) ของช่วงเวลา (14,14), (-5,5) และ (-2,2) ตามลำดับ

	(-14,14)		(-5,5)		(-2,2)	
	Coefficients	P-value	Coefficients	P-value	Coefficients	P-value
Intercept	0.032	0.001	0.033	0.001	0.033	0.001
ROA	-0.102*	0.067	-0.102*	0.067	-0.101*	0.067
CASH	0.008	0.915	0.01	0.902	0.011	0.89

ตาราง 4.8 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ(Multiple Regression) ทั้ง 3 ช่วงเวลา

Event window	Announcement period	ROA (X1)	MTBV (X2)	CASH (X3)	PRE (X4)	SIZE (X5)
(-2,2)	(0,1)	*(-)	-	-	-	-
(-5,5)	(0,1)	*(-)	-	-	-	-
(-14,14)	(0,1)	*(-)	-	-	-	-



บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ได้ศึกษาพฤติกรรมของราคาหุ้นที่เกิดขึ้นในช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน และหากพบความผิดปกติของราคาจะศึกษาต่อถึงปัจจัยที่ทำให้เกิดความผิดปกติดังกล่าว โดยได้ศึกษา กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 85 บริษัท รวมเป็น 101 เหตุการณ์ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544-2558 โดยได้แบ่ง การศึกษาออกเป็น 2 ส่วนตามที่กล่าวมาข้างต้น

ผลการศึกษาในส่วนแรกพบว่า อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และอัตรา ผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) มีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ และ หลังจากการประกาศซื้อ หุ้นคืนก็ทำให้ผลกลับมาเป็นบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90-99% ซึ่ง สอดคล้องกับทฤษฎี Undervaluation ของ Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen (2000) และจากผลการศึกษาทั้ง 3 ช่วงเวลา จะสังเกตเห็นว่าหลังจากวันประกาศซื้อหุ้นคืน 1 วัน อัตรา ผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) มีค่ากลับมาเป็น บวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Grullon and Michaely (2004); Chan et al. (2004); and Firth, Leung and Rui (2010)

จากนั้นจึงนำช่วงเวลา (0,1) มาศึกษาหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) พบว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และอัตรา ผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) มีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99% จึงนำช่วงเวลานี้มาเป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืนใน การศึกษาส่วนต่อไป

การศึกษาในส่วนที่สองนี้พบว่าปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม ในช่วงการประกาศซื้อหุ้นคืนคืออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ ระดับความเชื่อมั่น 90% และมีความสัมพันธ์เป็นลบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมประกอบ กับข้อมูลจากแบบรายงานการเปิดเผยการซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงิน (TS-1.2 form) ว่าบริษัท ส่วนใหญ่ในประเทศไทยมีเหตุผลการซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารสภาพคล่องส่วนเกินของบริษัท จึง สอดคล้องกับทฤษฎี Agency cost of free cash flow ที่กล่าวว่าหากบริษัทใดมีกระแสเงินสด ส่วนเกินสูงและมีอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่ต่ำแล้วจะส่งผลให้เกิดการซื้อหุ้นคืน ซึ่งเป็น

สาเหตุให้เกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ อีกทั้งยังสอดคล้องกับสมมติฐานตามทฤษฎีที่คาดการณ์ไว้ กล่าวคือ เมื่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ต่ำ แสดงว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไร (Profitability) ที่ต่ำ ทำให้นักลงทุนไม่ต้องการที่จะลงทุนในบริษัทนั้น ซึ่งจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทนั้นต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เป็นสาเหตุให้บริษัทมีการประกาศซื้อหุ้นคืนและมีอัตราผลตอบแทนผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ในที่สุด

5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย

จากการศึกษาและการเก็บข้อมูลพบว่ากลุ่มตัวอย่างในการประกาศซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจจะเป็นตัวอย่างที่ยังค่อนข้างน้อย นอกจากนี้ สมมติฐานในการหาปัจจัยที่อาจส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยอาจจะสามารถเปลี่ยนไปได้ตามวัตถุประสงค์หรือแรงจูงใจของบริษัท ณ เวลานั้นๆ

5.3 ข้อเสนอแนะ

งานวิจัยในอนาคตอาจจะขยายระยะเวลาการศึกษาเพื่อให้มีความครอบคลุมยิ่งขึ้น หรืออาจจะเพิ่มสมมติฐานอื่นๆในการหาปัจจัยที่อาจส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืน

รายการอ้างอิง

วิทยานิพนธ์

Lars Axelsson & Philip Brissman. (2011). Share repurchase announcements and abnormal returns - An event study strengthening the underreaction hypothesis and the signalling hypothesis. Stockholm University, Department of Real Estate and Construction Management

Michiel (M.M.T.) van Lent. (2013). Share repurchase announcements The influence of firm performances on the share price impact. Tilburg University, School of Economics and Management.

ธนิกานต์ เฉลิม. (2553). การศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์และคุณลักษณะของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการประกาศซื้อหุ้นคืน : กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. มหาวิทยาลัยบูรพา, บัญชีบัณฑิต

สิทธิโชค วังรุ่งเจริญรัตน์. (2556). การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนในช่วงประกาศซื้อหุ้นคืนโดยวิธีการศึกษาแบบมีเงื่อนไข. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, บริหารธุรกิจแบบบูรณาการ

Articles

Amy K. Dittmar. (2000). Why Do Firms Repurchase Stock. *The Journal of Business* Vol. 73, No. 3 (July 2000), 331-355

Boehmer, E., Musumeci, J., and Poulsen, A. B. (1991). 'Event-study Methodology Under Conditions of Eventinduced Variance'. *Journal of Financial Economics*, vol. 30, 253-272

Comment, Robert, and Gregg A. Jarrell. (1991) The relative signalling power of Dutch auction and fixed price self-tender offers and open-market share repurchases. *Journal of Finance* 46, 1243-1271.

- Craig Furfine. (2001). Bank Portfolio Allocation: The Impact of Capital Requirements, Regulatory Monitoring, and Economic Conditions. *Journal of Financial Services Research* , 33-56.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jordan Voss. (2012). Why do firms repurchase stock?. *Major Themes in Economics*
- Keng-Hsin Lo, Kehluh Wang and Chun- Tsen Yeh. (2008). Stock Repurchase and Agency Problems: New Evidence in Taiwan's Stock Market. *Emerging Markets Finance & Trade Vol. 44, No.1*, 84-94.
- Larry Y. DANN, H. (1981). COMMON STOCK REPURCHASES An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders. *Journal of Financial Economics* 9, 113-138.
- Mansor Isa1 and Siew-Peng Lee. (2014). Market reactions to share repurchase announcements in Malaysia. *AAMJAF, Vol. 10, No. 1*, 45-73.
- Nantell, T.J. and J.E. Finnerty. (1974). Effect of stock repurchase on price Performance, *Paper presented at the Financial Management Association Meeting (San Diego, CA)*.
- Rees, William. (1996). The impact of open market equity repurchases on UK equity prices. *European Journal of Finance* 2, 353-370.
- Ridder, A. (2008). Share repurchases and firm behaviour, *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 12(5), 605-631.
- Stewart, S.S., Jr. (1976). Should a corporation repurchase its own stock?, *Journal of Finance* 31, 911-921.
- Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signaling: An empirical study. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 139-183.

ปาณิสรา อ่าวรุ่งเรือง, สิทธานต์ วงศ์ปุ่นณวัฒน์, สุกัญญา หวานสูงเนิน, ดร.ปิยภัทร ชาระวานิช.
(2008). การศึกษาอัตราผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกรณีที่มีการ ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน. *RMUTT Global Business and Economics Review Vol.6 No.1 March 2011* , 99-114.

ศักดิ์ดา ธิระโสภณ.ผลกระทบของการออกหุ้นกู้ต่อราคาหุ้น: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ภาคผนวก



ภาคผนวก ก

ตัวอย่างแบบรายงานการเปิดเผยการซื้อขายหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงิน (TS-1.2 form)

(Form TS-1.2)

แบบรายงานการเปิดเผยการซื้อขายหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงิน (ฉบับแก้ไข)

(ตาม ม. 66/1 (2) แห่งพระราชบัญญัติมหาชนจำกัด)

บริษัท จัสมิน อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)

วันที่ 2 พฤศจิกายน 2553

ตามที่บริษัท จัสมิน อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) (“บริษัทฯ”) ได้นำส่งแบบรายงานการเปิดเผยการซื้อขายหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงิน (Form TS-1.2) ไปยังตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อวันที่ 2 พฤศจิกายน 2553 แล้วนั้น

บริษัทฯ ขอแจ้งแก้ไขรายละเอียดเกี่ยวกับโครงการซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงิน ในส่วนของ

1) กำหนดระยะเวลาที่จะซื้อหุ้นคืน 2) ข้อมูลกำไรสะสมของบริษัทฯ 3) กำหนดระยะเวลาจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1. โครงการซื้อหุ้นคืน

- 1.1 วงเงินสูงสุดที่จะใช้ในการซื้อหุ้นคืน ไม่เกิน 300 ล้านบาท
- 1.2 จำนวนหุ้นที่จะซื้อคืน ไม่เกิน 739,949,138 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท จำนวนหุ้นที่จะซื้อคืนคิดเป็น ไม่เกินร้อยละ 10 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด (7,399,491,378 หุ้น)

1.3 วิธีการในการซื้อหุ้นคืน

- ซื้อในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- เสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นเป็นการทั่วไป ในราคา _____ บาท/หุ้น (ต้องเป็นราคาเดียวกัน)

กำหนดระยะเวลาที่จะซื้อหุ้นคืนภายในระยะเวลา 6 เดือนนับตั้งแต่วันที่ 17 พฤศจิกายน 2553

หมายเหตุ บริษัทต้องเปิดเผยโครงการซื้อหุ้นล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 14 วัน ก่อนวันซื้อหุ้น โดย

1. ซื้อใน ตลาด. ต้องดำเนินการให้แล้วเสร็จภายใน 6 เดือน
2. เสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นเป็นการทั่วไป ต้องไม่น้อยกว่า 10 วัน และไม่เกิน 20 วัน

1.4 หลักเกณฑ์ในการกำหนดราคาหุ้นที่จะซื้อคืน โดยให้นำราคาหุ้นเฉลี่ยย้อนหลัง 30 วันก่อนวันที่บริษัทจะทำการเปิดเผยข้อมูลประกอบพิจารณาที่กำหนดราคาหุ้นด้วย

ราคาซื้อคืนจะไม่เกินกว่าราคาปิดของหุ้นเฉลี่ย 5 วันทำการซื้อขายก่อนหน้าวันที่ทำการซื้อขายในแต่ละครั้ง
บวกด้วยจำนวนร้อยละ 1.5 ของราคาปิดเฉลี่ยดังกล่าว ทั้งนี้ราคาหุ้นเฉลี่ยย้อนหลัง 30 วัน ตั้งแต่วันที่ 20
กันยายน 2553 ถึงวันที่ 1 พฤศจิกายน 2553 เท่ากับ 1.39 บาทต่อหุ้น (ราคาปิดเฉลี่ย 30 วันทำการ
ย้อนหลัง)

2. ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัท

2.1 ข้อมูลกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกินของบริษัท

ข้อมูลจากงบการเงินสอบทาน/ตรวจสอบงวดล่าสุด ณ วันที่ 30 กันยายน 2553

- กำไรสะสมของบริษัท (หลังหักสำรองตามกฎหมาย) เท่ากับ 502,234,000 บาท
- หนี้สินที่ถึงกำหนดชำระภายใน 6 เดือน นับแต่วันที่จะซื้อหุ้นคืน เท่ากับ 61,573,691 บาท
- อธิบายความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทที่ถึงกำหนดชำระภายใน 6 เดือนนับแต่วันที่จะซื้อหุ้นคืน โดยระบุแหล่งเงินทุนที่ใช้ในการชำระหนี้คืน

เมื่อพิจารณาสภาพคล่องส่วนเกินของบริษัทฯ จากความสามารถในการชำระหนี้ที่จะถึงกำหนดชำระ
ภายใน 6 เดือน (ตั้งแต่พฤศจิกายน 2553 - เมษายน 2554) พบว่าบริษัทฯ มีเงินผู้และดอกเบี้ยที่จะ
ถึงกำหนดชำระภายในช่วงเวลา 6 เดือนประมาณ 62 ล้านบาท ขณะที่บริษัทฯ มีเงินสดคงเหลือปัจจุบัน
ประมาณ 508 ล้านบาท จากสถานะการเงินดังกล่าว พบว่าบริษัทฯ มีสภาพคล่องส่วนเกินเพียงพอ
ในการชำระหนี้ที่ถึงกำหนดดังกล่าว ดังนั้นการซื้อหุ้นคืนจึงไม่กระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้
ของบริษัทฯ แต่อย่างใด

- 2 -

- 2.2 จำนวนผู้ถือหุ้นสามัญรายย่อย (Free float) ณ วันปิดสมุดทะเบียน เมื่อวันที่ 1 เมษายน 2553
 เท่ากับ 4,743,688,221 หุ้น หรือเท่ากับร้อยละ 59.05 ของทุนชำระแล้วของบริษัท พงษ์
 บริษัทได้แนบแบบแสดงรายการการกระจายการถือหุ้นของบริษัทพร้อมนี้
3. เหตุผลในการซื้อหุ้นคืน
1. เพื่อเป็นการบริหารสภาพคล่องส่วนเกินของบริษัทฯ ให้เกิดประโยชน์สูงสุด
2. เพื่อเพิ่มอัตราผลตอบแทนให้แก่ส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) รวมถึงเพิ่มอัตรากำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS)
3. เป็นการส่งเสริมมูลค่าแก่ผู้ลงทุนซึ่งสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งของบริษัทฯ
4. เป็นเครื่องมือเพื่อป้องกันการควบกิจการ (Take Over)
4. ผลกระทบภายหลังซื้อหุ้นคืน
- 4.1 ต่อผู้ถือหุ้น 1. ลดปริมาณหุ้นหมุนเวียนในตลาดลง (Free Float) ซึ่งทำให้ราคาหุ้นมีเสถียรภาพ
2. ผู้ถือหุ้นจะได้รับอัตราผลตอบแทนโดยคำนวณจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรา
กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) เพิ่มขึ้น
3. ผู้ถือหุ้นจะได้รับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) ที่สูงขึ้นหากมีการ
จ่ายเงินปันผล เนื่องจากหุ้นที่ซื้อคืนจะไม่มีสิทธิได้รับเงินปันผล
- 4.2 ต่อบริษัท การซื้อหุ้นคืนจะส่งผลให้เงินสดของบริษัทฯ และส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง อย่างไรก็ตามบริษัทเชื่อมั่น
ว่าการดำเนินการดังกล่าวสอดคล้องกับสถานะทางการเงินของบริษัทฯ ซึ่งผลที่ได้รับจะเป็นประโยชน์สูงสุดต่อ
บริษัทฯ
5. การจำหน่ายและการตัดหุ้นที่ซื้อคืน
- วิธีการจำหน่ายหุ้น ขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
 เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป
- กำหนดระยะเวลาจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน ภายหลัง 6 เดือน นับแต่การซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น กรณีบริษัทฯ สามารถ
ซื้อหุ้นคืนได้เสร็จสิ้นก่อนระยะเวลา 6 เดือน จะระยะเวลาจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนจะเริ่มต้นภายหลังพ้นกำหนด
6 เดือนนับจากวันที่ซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น ทั้งนี้คณะกรรมการบริษัท จะพิจารณากำหนดวันจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน
และแจ้งให้ผู้ลงทุนทราบอีกครั้ง
- หลักเกณฑ์ในการกำหนดราคาที่จะจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน
ราคาหุ้นที่จะจำหน่ายคืนจะไม่ต่ำกว่า 85% ของราคาปิดเฉลี่ย 5 วันทำการซื้อขายล่าสุด ทั้งนี้หากครบกำหนด
ระยะเวลาการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนแล้วบริษัทฯ จำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนไม่หมด บริษัทฯ จะลดทุนโดยการตัดหุ้น
จดทะเบียนที่ซื้อคืนออก
6. การซื้อหุ้นคืน ในอดีต (ถ้ามี)
 วันสิ้นสุดโครงการซื้อหุ้นคืนครั้งล่าสุด 13 กรกฎาคม 2552
 (การซื้อหุ้นคืนตามโครงการใหม่จะกระทำได้เมื่อครบกำหนดระยะเวลาเกิน 1 ปี นับแต่วันสิ้นสุดโครงการครั้งล่าสุด)
 บริษัทฯ ขอรับรองว่าสารสนเทศในแบบรายงานนี้ถูกต้องและครบถ้วนทุกประการ

ลายมือชื่อ _____ กรรมการหรือเลขานุการบริษัท
 ประทับตราบริษัท _____ (นายพิเชษฐ์ โปธารามิก) หรือผู้บริหารซึ่งเป็นผู้มีอำนาจ
 ตำแหน่ง ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ลงนามแทนบริษัท

หมายเหตุ: ให้บริษัทจดทะเบียน รายงานมติคณะกรรมการอนุมัติโครงการซื้อหุ้นคืน ภายในวันที่คณะกรรมการมีมติหรือภายใน 9.00 น.
 ของวันทำการถัดไป โดยนำส่งรายงานทางโทรสารและ On-line ผ่านระบบ ELCID ของตลาดหลักทรัพย์

ภาคผนวก ข

จำนวนเหตุการณ์ทั้งหมดของการประกาศซื้อหุ้นคืนในประเทศไทย

จากการประกาศซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถแบ่งตามวันที่ประกาศได้ทั้งหมด 101 เหตุการณ์ ดังนี้

Company	T=0 (Annouement Date)
ADVANCED INFO SER.	14/11/2002
AAPICO HITECH	5/11/2006
AMANAH LEASING	17/09/2008
ASIASOFT	13/11/2008
BANPU	20/02/2013
BGT	11/11/2008
BANGKOK LAND	8/08/2014
BTS GROUP HDG.	8/08/2014
SEAFRESH INDUSTRY	23/06/2008
CHARN ISSARA DEVELOPMENT	10/02/2014
CI GROUP	11/03/2008
CIMB THAI BANK	13/11/2002
CAPITAL NOMURA SECS.	23/02/2010
CHAROEN POKPHAND FOODS	13/08/2008
CS LOXINFO	8/09/2007
CITY SPORTS & RECREATION	24/12/2008
DEMCO	13/08/2010
DRACO PCB	10/01/2008
DIAMOND BLDG.PRODUCTS	20/10/2008
DSG INTL. (THAILAND)	19/09/2008
DUSIT THANI	18/09/2003
EASON PAINT	8/08/2008
ELECTRICITY GENERATING	15/12/2001
EMC	22/08/2008

Company	T=0 (Annouement Date)
EASTERN PRINTING	5/07/2008
FINANSA	5/12/2005
GENERAL ENV.CVT.	14/12/2001
GMM GRAMMY	28/02/2002
HANA MICROELECTRONICS	10/07/2008
HWA FONG RUBBER (THAI.)	22/04/2010
ICC INTERNATIONAL	22/08/2002
INTER FAR EAST ENGR.	23/09/2008
POSCO-THAINOX	18/11/2005
JASMINE INTERNATIONAL	2/11/2010
JASMINE INTERNATIONAL	13/12/11
JASMINE INTERNATIONAL	10/06/2014
KCE ELECTRONICS	20/11/08
KCE ELECTRONICS	20/07/10
KCE ELECTRONICS	22/05/12
KHON KAEN SUGAR	25/01/2013
LEE FEED MILL	26/01/2012
LPN DEVELOPMENT	10/09/2008
LAM SOON	11/12/2002
MAJOR CINEPLEX GROUP	15/12/2008
MALEE SAMPRAN	13/08/2013
MATICHON	13/12/2005
MBK	28/02/2013
MAYBANK KIM ENG SECS. (THAILAND)	10/08/2008
MCS STEEL	22/09/2015
MURAMOTO ELECTRON	15/05/2009
MK REAL ESTATE DEV.	12/11/2008
MODERNFORM GROUP	14/05/2010
NATION BROADCASTING	26/10/2011
OHTL	6/09/2013

Company	T=0 (Annouement Date)
OHTL	25/7/13
OHTL	9/09/2013
PACIFIC PIPE	11/12/2008
PCS MACHINE GPHD.	1/07/2015
PREMIER MARKETING	23/08/2010
PRAKIT HOLDINGS	9/12/2004
PRAKIT HOLDINGS	26/03/14
PRANDA JEWELRY	14/10/2015
PRECIOUS SHIPPING	26/03/2004
PTT GLOBAL CHEMICAL	24/08/2015
ROBINSON DEPT.STORE	11/07/2008
RAYONG PURIFIER(RPCG)	16/01/2008
RS	22/02/2012
SAMART	16/10/2008
SIAM CITY CEMENT	11/12/2003
SIAM CITY CEMENT	28/06/06
SE-EDUCATION	24/02/2004
SIAMGAS AND PETROCHEM.	17/07/2009
SRITHAI SUPERWARE	5/12/2005
SIKARIN	9/10/2009
SAHAMIT MACHINERY	22/09/2010
STARS MICROELECTRONICS	27/09/2011
SNC FORMER	31/10/2008
S & P SYNDICATE	24/02/2010
SUPALAI	9/03/2008
SINGLE PNT.PARTS (THAI.)	8/10/2012
SUB SRI THAI	17/03/2009
STP & I	3/12/2008
STP & I	9/09/2015
SUSCO	24/06/05

Company	T=0 (Annouement Date)
SUSCO	25/06/10
SVI	9/02/2011
SYNNEX (THAILAND)	11/10/2008
THANACHART CAPITAL	27/11/08
THANACHART CAPITAL	26/11/12
THANACHART CAPITAL	26/01/15
RATCHTHANI LEASING	18/02/2005
TKS TECHNOLOGIES	23/06/2008
THAI RUNG UNION CAR	5/04/2010
TYCOONS WORLDWIDE GROUP	17/11/05
TYCOONS WORLDWIDE GROUP	27/10/11
UNIMIT ENGINEERING	14/12/2011
WAVE ENTERTAINMENT	2/11/2004
SEAMICO SECURITIES	28/02/06
SEAMICO SECURITIES	26/08/08
SEAMICO SECURITIES	12/05/2010

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวมณฑุณ แจ่มอารทรา
วันเดือนปีเกิด	30 สิงหาคม 2536
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2557 : บริหารธุรกิจบัณฑิต (การจัดการแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ประสบการณ์ทำงาน	Advanced Info Service Public Company Limited, Customer Relationship Management (2013) (Internship) Siam Future Development Public Company Limited, Marketing (2013) (Internship)

