



การศึกษาสาเหตุในการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัท
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวสวณันท์ ตันติวุฒิปกรณ์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2561
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การศึกษาสาเหตุในการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัท
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวสวรินทร์ ตันตวุฒิปกรณ์



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2561
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

THE STUDY OF THE CAUSES OF THE SHARE REPURCHASE PROGRAM OF
LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

BY

MISS SAWANAN TUNTIVUTIPAKORN



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 2018

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวสวณันท์ ตันตวุฒิปกรณ์

เรื่อง

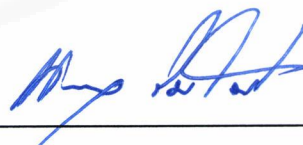
การศึกษาสาเหตุในการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

17 ส.ย. 2562

เมื่อ วันที่.....

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(ศาสตราจารย์ ดร.นภดล ร่มโพธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์)

คณบดี



(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การศึกษาสาเหตุในการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวสวรินทร์ ตันตวิติปกรณ
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์
ปีการศึกษา	2561

บทคัดย่อ

การค้นคว้าอิสระฉบับนี้มีจุดประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจัดเก็บกลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนระหว่างปีพ.ศ. 2544 – 2561 ทั้งหมด 93 บริษัท จำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 115 ตัวอย่าง โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณในการทดสอบความสัมพันธ์ต่อสัดส่วนในการซื้อหุ้นคืนของบริษัท

ผลการศึกษาพบว่า ระดับ Undervaluation ก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์ทางลบต่อสัดส่วนการประกาศซื้อหุ้นคืน ซึ่งสอดคล้องกับ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) แสดงให้เห็นถึง ผู้บริหารต้องการส่งสัญญาณไปยังผู้ถือหุ้นว่า ขณะนี้ราคาหุ้นอยู่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervaluation) ผ่านการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนซึ่งถือเป็นสัญญาณที่ดี เนื่องจากผู้บริหารสามารถทราบถึงคุณภาพของบริษัทได้ดีกว่านักลงทุน การซื้อหุ้นคืนจึงถือเป็นอีกหนึ่งในการดำเนินการเพื่อส่งสัญญาณของบริษัทไปยังผู้ถือหุ้น

นอกจากนี้ยังศึกษาปัจจัยอื่นๆ ที่อาจจะส่งผลต่อการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียน ได้แก่ การบริหารเงินสดอิสระ การทดแทนการจ่ายเงินสดปันผล การลดปัญหาจาก Dilution Effect และการปรับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสาเหตุดังกล่าวจะไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนการซื้อหุ้นคืนอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: การซื้อหุ้นคืน, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, Undervaluation, เงินปันผล, Dilution Effect, โครงสร้างเงินทุน



Independent Study Title	THE STUDY OF THE CAUSES OF THE SHARE REPURCHASE PROGRAM OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
Author	Miss Sawanan Tuntivutipakorn
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Monvika Phadoongsitthi, Ph.D.
Academic Years	2018

ABSTRACT

This independent study aims to study the factors affecting the stock repurchase program of listed companies in the Stock Exchange of Thailand by collecting sample groups from listed companies in the stock exchange that have a share repurchase program during the year 2001 - 2018, a total of 93 companies, a total of 115 samples, using multiple regression analysis to test the relationship with the proportion of shares buy-back in the company.

The results showed that the level of undervaluation before the announcement of the repurchase of shares is negatively related to the proportion of shares repurchase which corresponds to Signaling Theory. The result demonstrates manager wants to send signals to shareholders that current the stock price is Undervalued through the announcement of the repurchase program, which is a good sign. Because the management can know the quality of the company better than the investor. Therefore, the repurchase of shares is considered one of the actions to send the company's signal to shareholders.

In addition, other factors are also studied. The factors that may affect the share repurchase program of listed companies are free cash flow management, substitution of cash dividend payment, reducing problems from dilution effect and

capital restructuring but the cause is not significantly related to the proportion of shares repurchased.

Keywords: stock repurchase, stock exchange, undervaluation, dividend, dilution Effect, capital structure



กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระนี้จะไม่สำเร็จลุล่วงได้เลย หากไม่ได้รับความช่วยเหลือจาก รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์ และศาสตราจารย์ ดร.นภดล ร่มโพธิ์ ที่คอยให้คำปรึกษาในงานวิจัยชิ้นนี้ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณอาจารย์ทุกท่านที่สอนข้าพเจ้ามาตลอดทั้ง 5 ปี ข้าพเจ้าได้รับความรู้ที่มีประโยชน์มากมายและจะนำความรู้ที่ได้ไปใช้ประโยชน์เพื่อพัฒนาประเทศชาติในอนาคต

นอกจากนี้ ผู้วิจัยขอขอบคุณคุณพ่อ คุณแม่ เพื่อน พี่ น้อง IBMP 9 ที่มอบมิตรภาพดีๆ ตลอด 5 ปี และเป็นกำลังใจให้ตลอดในการทำงานวิจัยชิ้นนี้ รวมไปถึงพี่หมวยและพี่เจ้าหน้าที่โครงการทุกท่านที่คอยช่วยเหลือและอำนวยความสะดวกในเรื่องต่างๆ เพื่อให้งานวิจัยชิ้นนี้ออกมาสำเร็จด้วยความสมบูรณ์

หากผลการศึกษาในครั้งนี้มีข้อบกพร่องประการใด ผู้วิจัยขอน้อมรับไว้เพื่อปรับปรุงแก้ไขในการศึกษาครั้งต่อไป

นางสาวสวณันท์ ตันติวุฒิปกรณ์

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(3)
กิตติกรรมประกาศ	(5)
สารบัญตาราง	(9)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ	1
1.2 วัตถุประสงค์ในการศึกษา	2
1.3 ขอบเขตในการศึกษา	2
1.4 ประโยชน์ของงานวิจัย	3
บทที่ 2 ทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.2 แนวคิดต้นทุนจากปัญหาตัวแทนในการบริหารกระแสเงินสดอิสระ (Agency cost of Free cash flow) และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.3 การซื้อหุ้นคืนเพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผลของกิจการ (Dividend Substitution) และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
2.4 สมมติฐานเรื่อง Dilution Minimization และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	7
2.5 แนวคิดเรื่องการปรับโครงสร้างเงินทุนและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	8

บทที่ 3 วิธีดำเนินงานวิจัย	9
3.1 ข้อมูลและกลุ่มตัวอย่าง	9
3.2 สมมติฐานงานวิจัย	9
3.3 แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัยและวิธีวิจัย	10
3.4 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย	10
3.4.1 ตัวแปรตาม	10
3.4.2 ตัวแปรอิสระ	10
3.4.2.1 ตัวแปรที่ใช้วัดระดับ Undervaluation	10
3.4.2.2 สัดส่วนปริมาณเงินสดอิสระของบริษัท (FCF)	11
3.4.2.3 อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลของบริษัท (DPR)	11
3.4.2.4 อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (EPS)	11
3.4.2.5 อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน (LEV)	12
3.4.3 ตัวแปรควบคุม	12
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	13
4.1 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	13
4.2.1 การวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐาน	13
4.2.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation Matrix)	14
4.2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)	15
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	19
5.1 สรุปผลการวิจัย	19
5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย	20
5.3 ข้อเสนอแนะ	20

(8)

รายการอ้างอิง

21

ประวัติผู้เขียน

24



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
4.1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่างๆ	14
4.2 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลอง	15
4.3 แสดงผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรควบคุมทั้งหมด	17



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญ

การซื้อขายหุ้นเป็นหนึ่งในเรื่องมือทางการเงินเพื่อบริหารสภาพคล่องของกิจการ บริษัทจะดำเนินการซื้อหุ้นคืนจากปัจจัยหลายประการ เช่น เมื่อคาดว่ามูลค่าหุ้นของบริษัทไม่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น มีกำไรสะสมสูง เพื่อปรับลดปริมาณเงินสดที่สูงเกินความต้องการของบริษัท ปกป้องบริษัทจากการซื้อกิจการ หรือเพื่อลดผลกระทบต่อราคาหุ้นจากการจ่ายหุ้นปันผล เป็นต้น โดยในช่วงเวลาที่ดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน บริษัทจะต้องมีกำไรสะสม สภาพคล่องเพียงพอต่อความต้องการใช้ในการดำเนินธุรกิจ และจะต้องไม่ทำให้สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยต่ำกว่าข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ การซื้อหุ้นคืนส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่ลดลง หรือกำไรต่อหุ้นที่สูงขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนผู้ถือหุ้น สัญญาณการดำเนินการซื้อหุ้นคืนเป็นหนึ่งใน การดำเนินการที่ส่งผลกระทบต่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน

ในช่วงทศวรรษ 1990 การซื้อหุ้นคืนเป็นที่นิยมอย่างมากในประเทศแคนาดาและสหรัฐอเมริกา โดยในปี ค.ศ. 1995-1999 บริษัทในสหรัฐอเมริกาประกาศซื้อหุ้นคืนเป็นจำนวนเงินกว่า 750 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ และในปี ค.ศ. 1998 เป็นครั้งแรกที่จำนวนการซื้อหุ้นคืนสูงกว่าจำนวนการจ่ายเงินปันผล แม้แต่ประเทศที่ในตอนแรกประกาศห้ามดำเนินการซื้อหุ้นคืนก็เปลี่ยนแปลงเป็นอนุญาตให้ซื้อหุ้นคืนได้อย่างประเทศเยอรมนี ญี่ปุ่น ไต้หวัน และฮ่องกง (Grullon and Michaely, 2000)

สำหรับประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อนุญาตให้มีการซื้อหุ้นคืนเมื่อวันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 เพื่อให้บริษัทใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารทางการเงิน จนกระทั่งปี พ.ศ. 2560 พบว่า มีจำนวนหุ้นที่ซื้อคืนแล้วทั้งหมด 102 บริษัท สำหรับวิธีการเสนอซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยมี 2 ประเภทได้แก่ 1. ซื้อบนกระดานหลัก (Main Board) โดยราคาซื้อต้องไม่เกินกว่าซื้อบนกระดานหลัก (Main Board) โดยราคาที่ซื้อต้องไม่เกินกว่า 115% ของราคาปิดของหุ้นเฉลี่ย 5 วันทำการซื้อขายก่อนหน้า (หากเลือกวิธีนี้จะซื้อหุ้นคืนได้ไม่เกิน 10% ของทุนชำระแล้ว) 2. เสนอซื้อเป็นการทั่วไป (General Offer หรือ GO) เป็นวิธีที่มีความยืดหยุ่นเรื่องราคาเสนอซื้อ และจำนวนเสนอซื้อ ซึ่งไม่ถูกควบคุมราคา และบริษัทอาจซื้อเกินหรือไม่เกิน 10% ของทุนชำระแล้วก็ได้ ทั้งนี้บริษัทต้องเปิดเผยโครงการซื้อหุ้นคืนล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 14 วันก่อนซื้อคืนโดยซื้อคืนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ต้องดำเนินการให้แล้วเสร็จภายใน

6 เดือนแต่การเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นเป็นการทั่วไปต้องมีระยะดำเนินการไม่น้อยกว่า 10 วัน และไม่เกิน 20 วัน¹

มีงานวิจัยหลายฉบับศึกษาเกี่ยวกับสาเหตุที่บริษัทเลือกประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน Jensen (1986) กล่าวว่า การซื้อหุ้นคืนเป็นการกระจายเงินสดส่วนเกิน หรืองานวิจัยของ Vermaelen (1981) พบว่า บริษัทใช้โครงการซื้อหุ้นคืนเพื่อส่งสัญญาณว่าราคาหุ้นอยู่ต่ำกว่าราคาที่แท้จริง (Undervaluation) ซึ่งนักลงทุนถือว่าเป็นการส่งสัญญาณที่ดีต่อหุ้นของบริษัทในอนาคต สอดคล้องกับงานวิจัยของ Masulis (1980) และ Lamba and Ramsay (2000) นอกจากนี้ งานวิจัยของ Bagwell (1991) อธิบายว่าบริษัทใช้โครงการซื้อหุ้นคืนเพื่อจะลดแรงจูงใจในการถูกรวบงำกิจการ (Take Over) และ Jolls (1996) Fenn and Liang (1997) พบว่า บริษัทดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนเพื่อลดปัญหา Dilution Effect จากการจ่ายหุ้นปันผลของบริษัท จะเห็นได้ว่าบริษัทมีการจัดการกับเงินสดส่วนเกินที่แตกต่างกันไป ซึ่งการดำเนินการซื้อหุ้นคืนก็จะส่งผลกระทบต่อการลงทุนในอนาคต โครงสร้างเงินทุน การกำหนดนโยบายต่างๆ อย่างเช่น นโยบายการจ่ายค่าตอบแทนและสวัสดิการต่างๆ เป็นต้น ดังนั้น ผู้วิจัยจึงต้องการศึกษาว่ามีปัจจัยใดที่เป็นสาเหตุในการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนของของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

1.2 วัตถุประสงค์ในการศึกษา

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

1.3 ขอบเขตในการศึกษา

งานวิจัยนี้ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนและดำเนินการตามโครงการซื้อหุ้นคืนทั้งหมด 94 บริษัท ระหว่างปีพ.ศ. 2544 – 2561 โดยรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการประกาศซื้อหุ้นคืนจาก SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool)

¹ ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560

1.4 ประโยชน์ของงานวิจัย

เพื่อให้ทราบถึงสาเหตุที่ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย และนักลงทุนสามารถนำข้อมูลไปเพื่อพิจารณาในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน



บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษางานวิจัยและและในอดีตที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ส่งผลต่อการตัดสินใจดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน จะแบ่งการทบทวนวรรณกรรมเป็น 5 ส่วน จำแนกตามทฤษฎีหรือแนวคิด รวมถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ได้แก่

- 2.1 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.2 แนวคิดต้นทุนจากปัญหาตัวแทนในการบริหารกระแสเงินสดอิสระ (Agency cost Free cash flow) และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.3 การซื้อหุ้นคืนเพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผลของกิจการ (Dividend Substitution) และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.4 สมมติฐานเรื่อง Dilution Minimization และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.5 แนวคิดเรื่องการปรับโครงสร้างเงินทุนและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetry Information) นักลงทุนไม่รับรู้ข้อมูลข่าวสารทั้งหมดของบริษัท และไม่ทราบสามารถทราบถึงคุณภาพของบริษัทเทียบกับผู้บริหาร การซื้อหุ้นคืนถือเป็นการดำเนินการของผู้บริหารเพื่อส่งสัญญาณด้านบวกไปยังนักลงทุน ในกรณีที่ผู้บริหารเชื่อว่ามูลค่าของบริษัทต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalued)

จากการศึกษาของ Stephens and Weisbach (1998) พบว่า การซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์ในทางลบกับราคาหุ้น หมายความว่า การซื้อหุ้นคืนเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อบริษัทรับรู้ราคาหุ้นมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalued) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Vermaelen's (1981) ที่กล่าวว่า การซื้อหุ้นคืนเป็นสัญญาณในเรื่องของ Undervaluation โดยสาเหตุที่เกิดความผิดปกติของราคาหุ้นเกิดได้จาก 2 กรณี กรณีแรกคือเมื่อบริษัทไม่สามารถสื่อสารการดำเนินงานให้สอดคล้องกับความคาดหวังของตลาดได้ กรณีที่สองคือเกิดจากความผิดปกติของตลาดหรือ "Market Inefficiency" ที่ไม่สามารถสะท้อนราคาหุ้นที่แท้จริงของบริษัทได้ นอกจากนี้ งานวิจัยของ D'Mello and Shroff (2000) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของ Degree of Undervaluation กับการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนของหุ้นที่จดทะเบียนใน NYSE, AMEX และ

NASDAQ โดยใช้ Earning-based Valuation Model พบว่า 74% ของหุ้นที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (undervalued)

งานวิจัยของ Dittmar (2000) ได้ใช้สัดส่วนมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชีเป็นตัวแปรที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุนของบริษัท โดยบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนต่ำมักจะดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนเพื่อระบายกระแสเงินสดคืนสู่นักลงทุน ดังนั้น สัดส่วนของการประกาศซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับสัดส่วนมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชีก่อนการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Grullion (2000) ที่พบว่า ตลาดมีการตอบสนองที่ดีต่อโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนต่ำ

สำหรับประเทศไทยมีการศึกษาของเอกวัฒน์ โชติชัชวาลวงศ์ (2554) พบว่า ในช่วงก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืน บริษัทมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมเป็นลบ และมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมเป็นลบสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง จนกระทั่งถึงวันประกาศซื้อหุ้นคืนพบว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยส่วนใหญ่เริ่มมีค่าเป็นบวก และมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมเป็นบวกสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง แสดงว่าการประกาศซื้อหุ้นคืนเป็นการส่งสัญญาณทางบวก แต่เกิดขึ้นในช่วงเวลาสั้นๆ เท่านั้น

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Kahle (2002) กล่าวว่า สัญญาณ Undervaluation นั้นเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลาเนื่องจากมีปัจจัยอื่น เช่น การคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ซึ่งถือเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจว่าหุ้นต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงหรือไม่

ตัวแปรที่ใช้วัดระดับ Undervaluation ในงานวิจัยส่วนใหญ่ ได้แก่ P/E Ratio, Abnormal Return และ Market to Book Ratio

2.2 แนวคิดต้นทุนจากปัญหาตัวแทนในการบริหารกระแสเงินสดอิสระ (Agency cost of Free cash flow) และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้บริหารมีอำนาจในการควบคุมการดำเนินงานของบริษัท และดำเนินงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น นั่นคือการเพิ่มความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น ผู้บริหารมีอำนาจในการบริหารเงินสดอิสระในการดำเนินโครงการต่างๆ และบางครั้งผู้บริหารอาจจะบริหารงานเพื่อประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผู้ถือหุ้น หรือจัดการเงินสดอิสระไปยังโครงการที่ไปก่อให้เกิดประโยชน์ต่อบริษัทจึงอาจเกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) หรือต้นทุนส่วนเพิ่มจากการบริหารเงินสดอิสระตามมา (Jensen and Meckling, 1976)

บริษัทที่ผู้บริหารเห็นว่าโครงการในอนาคตไม่สามารถลงทุนให้ก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เป็นบวกได้หรือโครงการไม่มีประสิทธิภาพก็จะระบายกระแสเงินสดส่วนเกินจำนวนมากออก ซึ่ง Jensen (1986) กล่าวว่าบริษัทจะดำเนินการซื้อหุ้นคืนหลายครั้งเพื่อระบายกระแสเงินสดส่วนเกินคืนให้กับผู้ถือหุ้นเพื่อลดต้นทุนจากปัญหาตัวแทน สอดคล้องกับสมมติฐานเรื่องกระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow hypothesis) ที่ว่าการระบายเงินสดอิสระส่วนเกินผ่านการซื้อหุ้นคืนก็เป็นอีกหนึ่งสัญญาณที่ดีว่าบริษัทจะไม่นำเงินไปลงทุนในโครงการที่ไม่สร้างมูลค่าแก่บริษัทและก็เป็นสัญญาณที่ดีต่อผู้ถือหุ้น ในงานวิจัยของ Lie (2000) พบว่าบริษัทที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนมีเงินสดในระดับสูงมากกว่าบริษัทอื่นในอุตสาหกรรม

2.3 การซื้อหุ้นคืนเพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผลของกิจการ (Dividend Substitution) และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ก่อนที่การซื้อหุ้นคืนจะได้รับความนิยมในปี 1980 เป็นต้นมา การจ่ายเงินปันผลเป็นวิธีการหลักที่บริษัทใช้ในการคืนเงินหุ้นส่วนเกินไปยังผู้ถือหุ้น การจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนจะให้ผลลัพธ์เดียวกันเมื่อราคาหุ้นเป็นไปตามสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis) ของ Fama (1970) ซึ่งราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนซึ่งข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องหมดแล้ว ยกเว้นประโยชน์ทางภาษี กล่าวคือ ในการซื้อหุ้นคืนนักลงทุนก็เลือกที่จะขายหุ้นให้กับบริษัทและรับรู้ผลกำไร (Capital gain) ส่วนเงินปันผลที่นักลงทุนได้รับจะต้องถูกหักภาษี จากข้อมูลในปี 1999 ในสหรัฐอเมริกาอัตราภาษีส่วนเพิ่มจากรายได้เงินปันผล (Marginal tax rate on Dividend Income) สูงสุดถึง 39.6% ในขณะที่อัตราภาษีส่วนเพิ่มจาก Capital gain (Marginal tax rate on Capital gain) สูงสุดเพียง 20% (Grullon , 2002) ดังนั้น การซื้อหุ้นคืนจึงได้รับความนิยมเนื่องจากอัตราภาษีจากกำไรจากการขายหลักทรัพย์ต่ำกว่าอัตราภาษีจากการรายได้เงินปันผล ถ้าการจ่ายเงินปันผลสามารถทดแทนได้ด้วยการซื้อหุ้นคืน การเปลี่ยนแปลงข้อกฎหมายทางภาษีก็จะส่งผลต่อจำนวนการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน นอกจากนี้ หากการจ่ายเงินปันผลสามารถทดแทนได้ด้วยการซื้อหุ้นคืน อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลจะมีความสัมพันธ์ทางลบกับการซื้อหุ้นคืน นอกจากนี้ ประโยชน์อีกประการของการระบายเงินสดผ่านการซื้อหุ้นคืนคือความยืดหยุ่นทางการเงินโดย Brav (2005) พบว่า การซื้อหุ้นคืนมีความยืดหยุ่นมากกว่าการจ่ายเงินสดปันผล

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการตัดสินใจเลือกจ่ายเงินปันผลกับการซื้อหุ้นคืนของ Michaely (2000) and Grullon (2002) โดยใช้ Dividend Forecast Error ที่นำ Lintner's Model มาใช้ในการคำนวณ พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการซื้อหุ้นคืนกับการจ่ายเงินปันผลในสหรัฐอเมริกาเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ทั้งนี้ยังพบว่า บริษัทในสหรัฐอเมริกาได้ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนเพิ่มขึ้นจาก 27% ในปี ค.ศ. 1973 เป็น 81% ใน ค.ศ. 1998 สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kooli and L'Her (2010) ที่ศึกษาพฤติกรรมดังกล่าวในประเทศแคนาดา ที่พบว่าอัตราการซื้อหุ้นคืนมีมากกว่าการจ่ายเงินปันผลและมีมูลค่าการซื้อหุ้นคืนมากกว่า 50% ของมูลค่าการจ่ายเงินปันผลของประเทศสมาชิกในสหภาพยุโรป

ในทางตรงกันข้าม มีงานวิจัยที่พบว่า การซื้อหุ้นคืนไม่สอดคล้องกับสมมติฐานการทดแทนการจ่ายเงินปันผล Hyderabad (2013) ที่ทำการศึกษาในประเทศอินเดียพบว่าบริษัทที่ศึกษาไม่ได้ใช้การซื้อหุ้นคืนเพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผล แต่พบว่าสาเหตุที่บริษัทซื้อหุ้นคืนคือกระแสเงินสดที่สูงและมูลค่าหุ้นต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Brown and O' Day (2006) ที่ศึกษาบริษัทในประเทศออสเตรเลีย

2.4 สมมติฐานเรื่อง Dilution Minimization และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

โครงการซื้อหุ้นคืนจะเพิ่มกำไรต่อหุ้นหรือ Earnings per Share (EPS) จากการลดจำนวนผู้ถือหุ้น ในบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ปรับลด (Dilutive Securities) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกำไรต่อหุ้น อย่างเช่น Stock Dividend, Option, Warrant หรือ Convertible securities อาจกระตุ้นให้ผู้บริหารตัดสินใจดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนเพื่อลดผลกระทบจาก Dilution Effect ได้ มีงานวิจัยหลายฉบับที่ได้ศึกษาบริษัทที่ดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนเพื่อที่จะเพื่อที่จะพยุงราคาหุ้นไม่ให้ต่ำลงจาก Dilution Effect สำหรับโครงการ ESOP (Employee Stock Ownership Program) หรือ DRIP (Dividend Reinvestment Plans) โดยมีงานวิจัยสนับสนุนเหตุผลนี้ ได้แก่ Bens (2003) พบว่า มีแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันผลกระทบจากการออก Stock option เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Mitchell (2001) ที่สำรวจผู้บริหารชาวออสเตรเลียถึงเหตุผลที่ดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน และพบว่าเหตุผลหลักคือเพื่อเพิ่มอัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (EPS) สำหรับ Hribar (2006) พบว่าการซื้อหุ้นคืนยังเป็นอีกหนึ่งเครื่องมือในการทำ Earnings management ในสหรัฐอเมริกา เพราะต้องการให้อัตราส่วนกำไรต่อหุ้นเป็นไปตามที่นักวิเคราะห์พยากรณ์ไว้

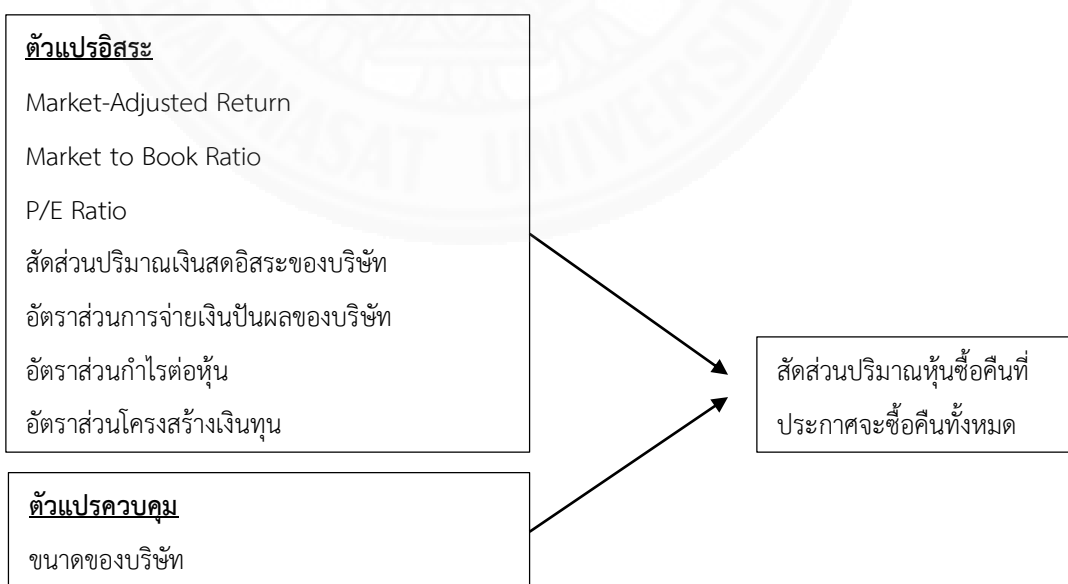
2.5 แนวคิดเรื่องการปรับโครงสร้างเงินทุนและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยของ Opler and Titman (1996) ได้ศึกษาการซื้อหุ้นคืนและค้นพบว่า กลุ่มตัวอย่างมีการซื้อหุ้นคืนเพื่อที่จะเพิ่มอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน โดยบริษัทที่มีอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนที่ต่ำมีแนวโน้มที่จะประกาศซื้อหุ้นคืน เพื่อให้มีอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนที่สูงขึ้น โดยบางบริษัทต้องการเพิ่มอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนเพื่อให้สอดคล้องกับ Optimal level

ตัวแปรควบคุม

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของบริษัท (Brailsford, 2008) จากการศึกษาของ Vermaelen (1981) พบว่า บริษัทที่มีขนาดเล็กจะเกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) มากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ เนื่องจากบริษัทขนาดเล็กมักจะไม่เป็นที่น่าสนใจของนักวิเคราะห์ และนักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลในบริษัทขนาดเล็กได้น้อย บริษัทขนาดเล็กจึงจำเป็นต้องมีการส่งสัญญาณถึงการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้น บริษัทขนาดเล็กจึงจะมีโอกาสที่จะซื้อหุ้นคืนมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่

กรอบแนวคิดในการวิจัย



บทที่ 3

วิธีการวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยนี้มีการเก็บข้อมูลซึ่งเป็นข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งเก็บรวบรวมจากฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ประกอบไปด้วยข้อมูลดังนี้

3.1.1 ข้อมูลการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2560 การซื้อหุ้นคืน โดยมีจำนวนการประกาศซื้อหุ้นคืนทั้งสิ้น 93 บริษัท

3.1.2 เงินปันผล กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและการลงทุน มูลค่าหนี้สิน ทรัพย์สินและส่วนของผู้ถือหุ้น จำนวนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน

3.1.3 ราคาหุ้น และดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET INDEX)

3.2 สมมติฐานงานวิจัย

3.2.1 หากการประกาศซื้อหุ้นคืนเป็นการส่งสัญญาณทางบวก เพื่อแสดงว่าราคาหุ้นของบริษัทขณะนั้นอยู่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervaluation) สัดส่วนของการประกาศซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์ในทางลบต่อระดับ Undervaluation ก่อนการประกาศ

3.2.2 หากเป็นไปตามแนวคิดต้นทุนจากปัญหาตัวแทนในการบริหารกระแสเงินสดอิสระ ดังนั้นสัดส่วนของการประกาศซื้อหุ้นคืนจะมีความสัมพันธ์ในทางบวกต่อเงินสดอิสระที่ประกาศก่อนการดำเนินการซื้อหุ้นคืน

3.2.3 หากการซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยสามารถทดแทนการจ่ายเงินสดปันผลได้ จะทำให้สัดส่วนของการประกาศซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์ในทางลบต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล

3.2.4 หากการซื้อหุ้นคืนเป็นไปตามสมมติฐานเรื่องการป้องกันผลกระทบจาก Dilution Effect แล้วบริษัทจะดำเนินการซื้อหุ้นคืนเพื่อเพิ่มอัตราส่วนกำไรต่อหุ้น ดังนั้น สัดส่วนของการประกาศซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์ในทางลบต่ออัตราส่วนกำไรต่อหุ้นก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน

3.2.5 หากบริษัทต้องการประกาศซื้อหุ้นคืนเพื่อเพิ่มอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน จะพบว่า สัดส่วนของการประกาศซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์ในทางลบต่ออัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน

3.3 แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัยและวิธีวิจัย

เพื่อศึกษาสมมติฐานเกี่ยวกับแรงจูงใจที่ส่งผลต่อการตัดสินใจดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน สามารถศึกษาได้จากแบบจำลอง OLS Regression ต่อไปนี้

$$REP_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 AR_{i,t-1} + \beta_2 PE_{i,t-1} + \beta_3 MB_{i,t-1} + \beta_4 FCF_{i,t-1} + \beta_5 DPR_{i,t-1} + \beta_6 EPS_{i,t-1} + \beta_7 LEV_{i,t-1} + \beta_8 SIZE_{i,t}$$

3.4 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

3.4.1 ตัวแปรตาม

สัดส่วนปริมาณหุ้นซื้อคืนที่ประกาศจะซื้อคืนทั้งหมด (REP)

$$REP = \frac{MAXREP}{Share_{t-1}}$$

MAXREP = จำนวนหุ้นสูงสุดที่บริษัทประกาศจะซื้อหุ้นคืน

Share_{t-1} = จำนวนหุ้นสามัญที่เรียกชำระแล้วก่อนการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

3.4.2 ตัวแปรอิสระ

จากการศึกษางานวิจัยพบว่ามีตัวแปรอิสระที่ส่งผลต่อการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน ดังต่อไปนี้

3.4.2.1 ตัวแปรที่ใช้วัดระดับ Undervaluation

สำหรับตัวแปรอิสระที่ใช้เป็นตัวชี้วัดการส่งสัญญาณ Undervaluation ของ ราคาหุ้นจะใช้ตัวแปร ได้แก่

1. อัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE)
2. สัดส่วนมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชี (MB)

3. จากการศึกษาวิธีที่ Dittmar (2000) ใช้ในการวัดว่าราคาหุ้นต่ำกว่าที่ควรจะเป็นหรือUndervaluation พบว่าใช้วิธี Market-Adjusted Return (AR) ดังสมการต่อไปนี้

$$AR_{i,t-1} = R_{i,t-1} - R_{m,t-1}$$

AR_{it} = ผลตอบแทนส่วนเพิ่มของหุ้นในวันก่อนประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

R_{it} = ผลตอบแทนของหุ้นในวันก่อนประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

$R_{m,t}$ = ผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในวันก่อนประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

3.4.2.2 สัดส่วนปริมาณเงินสดอิสระของบริษัท (FCF)

$$FCF_i = \frac{CFO_i + CFI_i - DIV_i}{Total Asset_i}$$

FCF = สัดส่วนปริมาณเงินสดอิสระของบริษัทก่อนประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

CFO = ปริมาณกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ณ ต้นปีก่อนการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

CFI = ปริมาณกระแสเงินสดจากการลงทุน ณ ต้นปีก่อนการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

DIV = ปริมาณเงินปันผลจ่าย ณ ต้นปีก่อนการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

Total Asset = ปริมาณสินทรัพย์

3.4.2.3 อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลของบริษัท (DPR)

$$DPR_i = \frac{DIV_i}{NI_i}$$

DPR = อัตราการจ่ายเงินปันผลในปีก่อนการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

DIV = มูลค่าเงินปันผลในปีก่อนการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

NI = กำไรสุทธิปีก่อนการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

3.4.2.4 อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (EPS)

$$EPS_i = \frac{NI_i}{Share_i}$$

EPS = อัตราส่วนกำไรต่อหุ้นก่อนการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

NI = กำไรสุทธิปีก่อนการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

Share = จำนวนหุ้นสามัญก่อนการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

3.4.2.5 อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน (LEV)

$$LEV = \frac{Debt}{Equity}$$

Debt = มูลค่าหนี้สินของบริษัทก่อนประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

Equity = มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทก่อนประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

3.4.3 ตัวแปรควบคุม

งานวิจัยนี้ใช้ตัวแปรควบคุมตามการศึกษางานวิจัยของ Brailsford (2008) ที่ศึกษาแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทในประเทศออสเตรเลีย ได้แก่ ขนาดของบริษัท (SIZE)

$$SIZE = \ln(TA)$$

Size = สัดส่วนปริมาณเงินสดอิสระของบริษัทก่อนประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

$\ln(TA)$ = ปริมาณกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ณ ต้นปีก่อนการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ตั้งแต่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อนุญาตให้บริษัทจดทะเบียนสามารถดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนได้ในปี พ.ศ. 2544 เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนได้นำเครื่องมือนี้มาใช้ในการบริหารเงิน ซึ่งหลายประเทศมีวัตถุประสงค์ในการซื้อหุ้นคืนแตกต่างกันออกไป และได้ใช้เครื่องมือนี้กันอย่างแพร่หลาย งานวิจัยนี้จึงศึกษาสาเหตุในการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน โดยในบทที่ 4 แบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

4.1 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

4.2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

4.1 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

4.2.1 การวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐาน

งานวิจัยนี้มีขอบเขตในการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544-2561 ทั้งหมด 93 บริษัทและบางบริษัทมีการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนมากกว่า 1 ครั้ง จึงส่งผลให้มีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 115 ตัวอย่าง

ค่าสถิติพื้นฐานประกอบไปด้วย ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด เพื่อใช้ในการวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) โดยแสดงดังตารางที่ 4.1

สัดส่วนในการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนมีค่าอยู่ระหว่าง 0.0002 เท่า (0.02%) ถึง 0.3157 เท่า (31.57%) และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0468 เท่า (4.68%)

ในส่วนของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาสาเหตุของการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนมีทั้งหมด 7 ตัวแปร คือ อัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE) Market-Adjusted return (AR) สัดส่วนระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชี (MB) สัดส่วนปริมาณเงินสดอิสระของบริษัท (FCF) อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลของบริษัท (DPR) อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน (LEV)

สำหรับตัวแปรที่ใช้วัดระดับ undervaluation อย่าง สัดส่วนระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชี (MB) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.881 เท่า และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 2.186 เท่า แสดงถึงผู้ลงทุนส่วนใหญ่ยินดีจ่ายเงินซื้อหุ้นในราคาสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี 1.881 เท่า นอกจากนี้บริษัทส่วน

ใหญ่มีสัดส่วนปริมาณเงินสดอิสระเป็นลบ อยู่ที่ -1.40% และมีโครงสร้างเงินทุนที่เน้นหนี้สินโดยมีค่าเฉลี่ย D/E ratio อยู่ที่ 1.3950 เท่า

สำหรับตัวแปรที่ใช้ควบคุมมี 1 ตัวแปร คือขนาดของบริษัท (SIZE) ซึ่งจะวัดด้วยการใช้ค่าลอการิทึมฐานธรรมชาติของสินทรัพย์รวมของกิจการ ซึ่ง มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 22.6818 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 1.6127 จะเห็นได้ว่ามีความผันผวนค่อนข้างน้อย และบริษัทจดทะเบียนที่มีการซื้อหุ้นคืนส่วนใหญ่จะมีขนาดเล็กซึ่งก็สอดคล้องกับงานวิจัยของ Vermaelen's (1981) ที่ว่าบริษัทขนาดเล็กจะมีแนวโน้มที่จะซื้อหุ้นคืนมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ เนื่องจากนักลงทุนเข้าถึงข้อมูลข่าวสารของบริษัทขนาดเล็กได้ยากกว่า บริษัทขนาดเล็กจึงมีความจำเป็นต้องส่งสัญญาณบางอย่างไปยังผู้ถือหุ้น

ตารางที่ 4.1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่างๆ

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
สัดส่วนปริมาณหุ้นซื้อคืนที่ประกาศจะซื้อคืนทั้งหมด (REP)	0.047	0.048	0.0002	0.3157
อัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE)	16.968	20.018	0.000	144.550
Market-Adjusted Return (AR)	14.207%	76.505%	-294.700%	420.330%
สัดส่วนมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชี (MB)	1.881	2.186	0.070	13.530
สัดส่วนปริมาณเงินสดอิสระของบริษัท (FCF)	-0.014	0.148	-1.110	0.220
อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลของบริษัท (DPR)	0.933	3.074	-1.880	31.640
อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (EPS)	2.945	6.770	-0.770	45.180
อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน (LEV)	1.395	3.012	0.090	21.420
ขนาดของบริษัท (SIZE)	22.682	1.613	20.110	27.660

4.2.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation Matrix)

จากตารางที่ 4.2 เป็นตารางแสดงสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมในแบบจำลองที่ต้องการศึกษาแบบ Pearson's Correlation พบว่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรที่มีค่าสูงสุดคือสหสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน (LEV) กับขนาดของบริษัท (SIZE) ซึ่งมีค่า

สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.5811 ซึ่งจากการศึกษาของ Burns and Grove (1993) สรุปว่ายังไม่มีแนวโน้มที่จะเกิดปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นของตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)

ตารางที่ 4.2 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลอง

Correlation Coefficient									
	REP	PE	AR	MB	FCF	DPR	EPS	LEV	SIZE
REP	1								
PE	-0.2649	1							
AR	-0.2727	0.0515	1						
MB	-0.3113	0.1948	0.3379	1					
FCF	0.1043	-0.1254	-0.0628	-0.0538	1				
DPR	-0.0912	0.3616	-0.0109	-0.0598	-0.403	1			
EPS	0.0389	-0.13	0.0195	0.1595	0.0874	-0.06	1		
LEV	-0.0346	-0.0481	0.0187	-0.0591	0.0036	-0.0717	0.011	1	
SIZE	-0.1838	-0.0469	0.046	0.0109	-0.0218	-0.1092	0.1471	0.5811	1

นอกจากนี้ ยังทำการทดสอบ multicollinearity เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลองด้วยค่า Tolerance and Variable Inflation Factor (VIF) เพิ่มเติม โดยอ้างอิงจาก Hair et al. (2010) หากค่า Tolerance น้อยกว่า 0.20 และค่า VIF มากกว่า 5 แสดงว่าตัวแปรที่นำมาใช้ในแบบจำลองนั้นมีความสัมพันธ์กันในแบบ Multicollinearity ซึ่งในการทดสอบพบว่าค่า Tolerance ของตัวแปรทุกตัวมีค่ามากกว่า 0.20 และค่า VIF น้อยกว่า 5 ซึ่งอยู่ในช่วงเกณฑ์ที่กำหนด ดังนั้น ตัวแปรที่นำมาใช้ในแบบจำลองจึงไม่มีปัญหา Multicollinearity

4.2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

ในส่วนนี้จะทดสอบสาเหตุในการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีการควบคุมเกี่ยวกับคุณลักษณะของบริษัท คือ ขนาดของบริษัท ซึ่งในตารางที่ 4.3 จะแสดงผลการทดสอบโดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยตามแบบจำลองที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 3

ผลการทดสอบตามสมมติฐานของแบบจำลองที่ศึกษาทั้ง 5 ข้อ พบว่า ตัวแปรที่ส่งผลต่อการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนอย่างมีนัยสำคัญมี 3 ตัวแปร ได้แก่ อัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE) และสัดส่วนระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชี (MB) Market-Adjusted return (AR) และขนาดของบริษัท (SIZE)

สมมติฐานที่ 1: หากการประกาศซื้อหุ้นคืนเป็นการส่งสัญญาณทางบวก เพื่อแสดงว่าราคาหุ้นของบริษัทขณะนั้นอยู่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervaluation) สัดส่วนของการประกาศซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์ในทางลบต่อระดับ Undervaluation ก่อนการประกาศ

จากตารางที่ 4.3 อัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.00046 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 และ สัดส่วนระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชี (MB) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.00482 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 แสดงว่าอัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE) และ สัดส่วนระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชี (MB) มีความสัมพันธ์ในทางลบต่อสัดส่วนของการประกาศซื้อหุ้นคืน โดยที่อัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE) และสัดส่วนระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชี (MB) ใช้เป็นตัวชี้วัดระดับ Undervaluation ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ กล่าวคือ ผู้บริหารจะทำการซื้อหุ้นคืนเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณที่ดีไปยังผู้ถือหุ้น เพราะผู้บริหารเชื่อว่ามูลค่าหุ้นของบริษัทต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง การส่งสัญญาณด้วยวิธีการซื้อหุ้นคืนนี้ยังปรากฏในงานวิจัยของ Vermaelen's (1981) ที่กล่าวว่าการซื้อหุ้นคืนเป็นการส่งสัญญาณ Undervaluation โดยสาเหตุของความผิดปกติของราคาหุ้นนี้ อาจจะได้เกิดได้ 2 กรณี คือ กรณีที่บริษัทไม่สามารถสื่อสารการดำเนินงานให้สอดคล้องกับราคาหุ้น หรือกรณีการเกิดความผิดปกติของตลาด

อย่างไรก็ตาม Market-Adjusted return (AR) ซึ่งเป็นอีกหนึ่งในตัวชี้วัดระดับ Undervaluation มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.00011 แต่ไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 แต่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.1 แสดงว่า Market-Adjusted return (AR) มีความสัมพันธ์ในทางลบต่อสัดส่วนของการประกาศซื้อหุ้นคืนค่อนข้างน้อย

สมมติฐานที่ 2: หากเป็นไปตามแนวคิดต้นทุนจากปัญหาตัวแทนในการบริหารกระแสเงินสดอิสระ ดังนั้นสัดส่วนของการประกาศซื้อหุ้นคืนจะมีความสัมพันธ์ในทางบวกต่อเงินสดอิสระที่ประกาศก่อนการดำเนินการซื้อหุ้นคืน

สัดส่วนปริมาณเงินสดอิสระของบริษัท (FCF) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.00878 แต่ไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 แสดงว่าไม่เป็นไปตามแนวคิดต้นทุนจากปัญหาตัวแทนในการบริหารกระแสเงินสดอิสระ (Agency cost of Free cash flow) กล่าวคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ไทยไม่ได้ใช้การซื้อหุ้นคืนเพื่อระบายกระแสเงินสดส่วนเกินให้แก่พนักงาน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Brailsford (2014) ที่ไม่พบว่าตัวแปรสัดส่วนปริมาณเงินสดอิสระของบริษัท (FCF) ส่งผลต่อสัดส่วนในการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน

ตารางที่ 4.3 แสดงผลการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ

Variable	Coefficient	Standard Error	t-stat	P-Value
PE	-0.00046	0.00023	-1.99	0.050*
AR	-0.00011	0.00006	-1.96	0.053**
MB	-0.00482	0.00210	-2.29	0.024*
FCF	0.00878	0.03065	0.29	0.775
DPR	-0.00066	0.00159	-0.41	0.679
EPS	0.00059	0.00063	0.93	0.355
LEV	0.00139	0.00168	0.82	0.412
SIZE	-0.00739	0.00319	-2.31	0.023
Intercept	0.22980	0.07106	3.23	0.002

สมมติฐานที่ 3: หากการซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยสามารถทดแทนการจ่ายเงินสดปันผลได้ จะทำให้สัดส่วนของการประกาศซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์ในทางลบต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล

อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลของบริษัท (DPR) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.00066 แต่ไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 แสดงว่าไม่ได้เป็นไปตามสมมติฐานเรื่องการซื้อหุ้นคืนเพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผลของกิจการ (Dividend Substitution) ที่ว่าบริษัทส่วนใหญ่หันมาซื้อหุ้นคืนแทนการจ่ายเงินสดปันผล เนื่องจากประโยชน์ทางภาษี และการซื้อหุ้นคืนมีความยืดหยุ่นในการจ่ายมากกว่าการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Hyderabad (2013) ที่ทำการศึกษาในประเทศอินเดียพบว่า บริษัทที่ศึกษาไม่ได้ใช้การซื้อหุ้นคืนเพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผล และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Brown and O' Day (2006) ที่ศึกษาบริษัทในประเทศออสเตรเลีย

สมมติฐานที่ 4: หากการซื้อหุ้นคืนเป็นไปตามสมมติฐานเรื่องการป้องกันผลกระทบจาก Dilution Effect แล้วบริษัทจะดำเนินการซื้อหุ้นคืนเพื่อเพิ่มอัตราส่วนกำไรต่อหุ้น ดังนั้น สัดส่วนของการประกาศซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์ในทางลบต่ออัตราส่วนกำไรต่อหุ้นก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน

อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.00059 แต่ไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 แสดงว่าไม่ได้เป็นไปตามสมมติฐานเรื่อง Dilution Minimization ที่ว่าบริษัทดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนเพื่อลดผลกระทบ Dilution effect จากการออก Stock option อ้างอิงจากงานวิจัยของ Bens (2003) และงานวิจัยในประเทศออกเตรเลียของ Mitchell (2001)

สมมติฐานที่ 5: หากบริษัทต้องการประกาศซื้อหุ้นคืนเพื่อเพิ่มอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน จะพบว่าสัดส่วนของการประกาศซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์ในทางลบต่ออัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน

อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน (LEV) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.00139 แต่ไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 แสดงว่าไม่ได้เป็นไปตามแนวคิดเรื่องการปรับโครงสร้างเงินทุน และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Opler and Titman (1996) ที่กล่าวว่าบริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนต่ำจะมีแนวโน้มในการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนสูง และบริษัทจะทำการซื้อหุ้นคืนเพื่อเพิ่มอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนให้สอดคล้องกับ Optimal level

สำหรับขนาดของบริษัทที่ใช้เป็นตัวแปรควบคุมในแบบจำลอง มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.00046 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 แสดงว่า บริษัทขนาดเล็กจะเกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ บริษัทขนาดเล็กจึงต้องส่งสัญญาณถึงการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้น บริษัทขนาดเล็กจึงมีแนวโน้มที่จะซื้อหุ้นคืนมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Vermaelen's (1981)

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย โดยศึกษาจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวนทั้งสิ้น 93 บริษัท มีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 115 ตัวอย่าง โดยศึกษาระหว่างปีพ.ศ. 2544 – 2561 เป็นระยะเวลา 17 ปี

จากผลการทดสอบพบว่า ระดับ Undervaluation ก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์ทางลบต่อสัดส่วนการประกาศซื้อหุ้นคืน โดยวัดจากอัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE) และสัดส่วนระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชี (MB) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยหลายฉบับ เช่น Stephens and Weisbach (1998), Vermaelen's (1981) D'Mello and Shroff (2000) แสดงว่าผู้บริหารต้องการส่งสัญญาณไปยังผู้ถือหุ้นว่า ขณะนี้ราคาหุ้นอยู่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervaluation) ผ่านการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน และเนื่องจากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ผู้บริหารจะรับรู้ถึงสถานการณ์ของกิจการได้ดี และนักลงทุนไม่สามารถรับรู้ข้อมูลทั้งหมดของบริษัทได้ ประกอบกับในช่วงที่ตลาดเกิดความผิดปกติ หรือที่เรียกกันว่า Market inefficient จึงทำให้ผู้บริหารต้องส่งสัญญาณบางอย่างไปให้นักลงทุนทราบ

ดังนั้น สาเหตุในการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยคือ เพื่อส่งสัญญาณไปยังผู้ถือหุ้นซึ่งถือเป็นสัญญาณที่ดี โดยบริษัทที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE) และสัดส่วนระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดกับมูลค่าตามบัญชี (MB) ต่ำจะมีโอกาสในการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนสูง สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) อย่างไรก็ตาม สัญญาณเรื่องระดับ Undervaluation ดังกล่าวนั้นสามารถเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา อ้างอิงจากงานวิจัยของ Kahle (2002)

จากผลการวิจัย การซื้อหุ้นคืนเป็นสัญญาณที่ผู้บริหารต้องการจะบอกนักลงทุนว่าราคาหุ้น ณ ขณะนั้นอยู่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervaluation) แสดงว่า ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นหลังจากการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น นักลงทุนสามารถทำกำไรได้จากการลงทุนในบริษัทที่มีการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนได้

5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษายังมีจำนวนน้อยอยู่ เมื่อเทียบกับงานวิจัยของต่างประเทศ อย่างสหรัฐอเมริกาหรือแคนาดาที่มีการอนุมัติให้มีการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนตั้งแต่ปี ค.ศ. 1980 ทำให้ผลการทดสอบอาจมีความคลาดเคลื่อน อีกทั้งหากบางตัวแปรเลือกใช้ข้อมูลที่มีระยะเวลาต่างกัน ก็สามารถทำให้ผลการทดสอบออกมาแตกต่างกันด้วย

5.3 ข้อเสนอแนะ

หากมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างจำนวนมากขึ้น งานวิจัยในอนาคตอาจจะขยายระยะเวลาในการศึกษา เพื่อให้ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ออกมาชัดเจนมากยิ่งขึ้น และเนื่องจากยังไม่มีแนวโน้มในการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ชัดเจน งานวิจัยในอนาคตอาจจะมีการศึกษาแยกแต่ละปี ซึ่งอาจจะได้ข้อสรุปที่แตกต่างไปจากเดิม

รายการอ้างอิง

วิทยานิพนธ์

- ชุตติกาญจน์ แยมยิ้ม. (2558). *การซื้อหุ้นคืนตามสมมติฐานการทดแทนเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต).*
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- เอกวัฒน์ โชติชัชวาลวงศ์. (2554). *การซื้อหุ้นคืนและควมมีประสิทธิภาพตลาด:หลักฐานเชิงประจักษ์สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต).*
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

Working Papers

- Brailsford, T., Marchesi, D., Simon, A., & Tutticci, I. (2008). *The determinants of share repurchase decisions in on-market buy-backs.* The University of Queensland Working Paper.
- Brown, C., & O'Day, J. (2005). *The Relationship between share repurchases and dividends in an imputation tax environment.* working paper (The University of Melbourne).

Articles

- Dittmar, A. K. (2000). *Why do firms repurchase stock.* The Journal of Business, 73(3), 331-355.
- D'mello, R., & Shroff, P. K. (2000). *Equity undervaluation and decisions related to repurchase tender offers: An empirical investigation.* The Journal of Finance, 55(5), 2399-2424.
- Eugene F. Fama. (1970). *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work.*

- Journal of Finance 25, 383-417.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2002). *Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis*. the Journal of Finance, 57(4), 1649-1684.
- Hribar, P., Jenkins, N. T., & Johnson, W. B. (2006). *Stock repurchases as an earnings management device*. Journal of Accounting and Economics, 41(1-2), 3-27.
- Hyderabad R. L. (2013). *Are Share Repurchases Substitutes for Dividend Payment in India*. The IUP Journal of Applied Finance, 27-50.
- 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.
- Kahle, K. M. (2002). *When a buyback isn't a buyback: Open market repurchases and employee options*. Journal of Financial Economics, 63(2), 235-261.
- Kooli, M., & L'Her, J. F. (2010). *Dividends versus share repurchases evidence from Canada: 1985–2003*. Financial Review, 45(1), 57-81.
- Lie, E. (2000). *Excess funds and agency problems: an empirical study of incremental cash disbursements*. The Review of Financial Studies, 13(1), 219-248.
- Masulis, R. W. (1980). *Stock repurchase by tender offer: An analysis of the causes of common stock price changes*. The Journal of Finance, 35(2), 305-319.
- Mitchell, J. D., Dharmawan, G. V., & Clarke, A. W. (2001). *Managements' views on share buy-backs: an Australian survey*. Accounting & Finance, 41(1–2), 93-129.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). *The determinants and implications of corporate cash holdings*. Journal of financial economics, 52(1), 3-46.
- Ramsay, I., & Lamba, A. S. (2000). *Share buy-backs: An empirical investigation*. Corporate Law and, 1-34.
- Theo, V. (1981). *Common stock repurchases and market signaling: An empirical study*. Journal of financial economics, 9(2), 139-183.

Books and Book Articles

J.F., Black, W.C., Babin, B.J., Anderson, R.E., Tatham, R.L. Hair. (2010). *Multivariate Data Analysis*. New York: Pearson, 7th ed.

Susan K. Grove Nancy Burns. (1993). *The practice of nursing research: Conduct, critique and utilization*. 2nd edition, Philadelphia: Saunders.



ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นางสาวสวรินทร์ ตันตวุฒิปกรณ์

วันเดือนปีเกิด

22 กุมภาพันธ์ 2538

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2560: บริหารธุรกิจบัณฑิต
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

