

บทที่ 2



แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการทบทวนวรรณกรรมต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ สะสมและการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน และการประกาศผลการดำเนินงาน ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน รวมทั้งการศึกษาศักยภาพทางการเงินของบริษัทที่อาจส่งผลกระทบต่อการศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืน สามารถแบ่งออกเป็น 3 ส่วน ดังนี้

ส่วนที่ 1 หลักเกณฑ์และกระบวนการในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียน

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

ส่วนที่ 2 แนวคิดและทฤษฎี

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

ส่วนที่ 3 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

- งานวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบจากประกาศผลการดำเนินงานที่มีต่อราคาหลักทรัพย์
- งานวิจัยเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนและผลกระทบจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนที่มีต่อราคาหลักทรัพย์
- งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนจากการลงทุน

ส่วนที่ 4 การพัฒนาสมมติฐาน

2.1 หลักเกณฑ์และกระบวนการในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียน

2.1.1 หลักเกณฑ์และกระบวนการในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียน

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

กรณีที่ 1 มาตรา 66/1 (1)

การซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นที่ออกเสียงไม่เห็นด้วยกับมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้น ในเรื่องการแก้ไขข้อบังคับของบริษัทที่เกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนน และสิทธิในการรับเงินปันผล โดยบริษัทต้องปฏิบัติตามเงื่อนไข ดังต่อไปนี้

1. บริษัทต้องระบุในหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้น ว่าผู้ถือหุ้นที่ออกเสียงไม่เห็นด้วยกับมติซึ่งแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียง และการรับเงินปันผลสามารถใช้สิทธิขายหุ้นตนเองให้แก่บริษัทได้ โดยต้องแจ้งการใช้สิทธิดังกล่าวก่อนเริ่มประชุมผู้ถือหุ้น
2. บริษัทต้องซื้อหุ้นคืนภายใน 20 วัน นับแต่วันที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงมติ
3. บริษัทมีหนังสือแจ้งการเสนอซื้อหุ้นของบริษัทคืน ถึงผู้ถือหุ้นที่แสดงความจำนงขายหุ้นคืนแก่บริษัทภายใน 10 วัน นับแต่วันที่ประชุมลงมติ
4. หนังสือถึงผู้ถือหุ้นที่ใช้สิทธิขายหุ้นคืนต้องระบุถึงช่วงระยะเวลาและราคาซื้อคืน โดยระยะเวลาซื้อคืนไม่น้อยกว่า 10 วัน และไม่เกิน 20 วัน นับแต่วันที่ส่งคำเสนอซื้อ

กรณี 2 มาตรา 66/1 (2)

การซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงิน โดยคุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนที่สามารถซื้อหุ้นคืนเพื่อการบริหารทางการเงิน มีดังต่อไปนี้

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

2.1.2 หลักเกณฑ์ในการพิจารณา

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

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

2.1.3 วิธีการซื้อหุ้นคืน

1. การซื้อคืนผ่านกระดานหลักในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนที่ซื้อคืนไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด โดยมีระยะเวลาดำเนินการไม่เกิน 6 เดือนการซื้อคืน โดย
2. เสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นทั่วไป (Public Offering) จำนวนหุ้นที่จะซื้อคืนสามารถเกินกว่าร้อยละ 10 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด ผู้ถือหุ้นทุกคนมีสิทธิขายหุ้นคืนแก่บริษัทตามสัดส่วนการถือหุ้นของตน โดยมีระยะเวลาดำเนินการไม่น้อยกว่า 10 วัน แต่ไม่เกิน 20 วัน

2.1.4 ข้อจำกัดในการซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นโดยบริษัท

1. หุ้นที่ซื้อคืนไม่มีสิทธิได้รับเงินปันผลและสิทธิในการออกเสียง
2. หุ้นที่ซื้อคืนมาต้องจำหน่ายออกภายใน 3 ปี นับจากวันที่ซื้อ ในลักษณะของการขายคืนผ่านกระดานหลักที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือเสนอขายให้กับประชาชนทั่วไป (Public Offering)
3. บริษัทต้องจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้หลังจาก 6 เดือนนับแต่วันที่ซื้อหุ้นคืนในแต่ละคราว
4. หากบริษัทไม่สามารถจำหน่ายหุ้นได้ภายใน 3 ปี ต้องทำการลดทุนโดยการตัดหุ้นที่ซื้อคืนออกจากทุนจดทะเบียน

5. บริษัทไม่สามารถเพิ่มทุนได้ กรณียังมีหุ้นซื้อคืนอยู่
6. การซื้อหุ้นคืนตามโครงการใหม่ สามารถทำได้ แต่ต้อง 1 ปี หลังจากวันสิ้นสุดโครงการ การซื้อหุ้นคืนครั้งล่าสุด
7. ไม่ควรเข้าทำการซื้อหรือขายหุ้นคืนในช่วงที่มีการประกาศข้อมูลที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นและสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้น (Price sensitive) เช่น ช่วงก่อนส่งงบการเงิน ก่อนประกาศจ่ายปันผล ก่อนการประกาศเพิ่มทุน เป็นต้น เพื่อให้เกิดความโปร่งใสและเป็นธรรม ตลอดจนสร้างความเชื่อมั่นต่อผู้ลงทุนว่าไม่มีการใช้ข้อมูลภายในในการซื้อหรือขายหุ้นคืน
8. กรณีซื้อคืนผ่านตลาดหลักทรัพย์ ห้ามทำการซื้อหรือขายหุ้นคืนกับบุคคลที่ตนรู้ว่าเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน (Connected Person) เพราะถือว่าไม่เป็นธรรมกับผู้ถือหุ้นรายอื่น ๆ
9. ห้ามทำการซื้อหรือขายหุ้นคืนในช่วงที่มีการครอบงำกิจการ เว้นแต่ว่าบริษัทจะสามารถแสดงให้เห็นว่าเป็นการซื้อหรือขายหุ้นคืนที่ไม่ได้มีเจตนาในการป้องกันการครอบงำกิจการ หรือบริษัทได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นให้ทำการซื้อหรือขายหุ้นคืนในช่วงดังกล่าวได้
10. กำหนดให้ราคาหุ้นที่ซื้อคืนต้องไม่เกินกว่าร้อยละ 115 ของราคาปิดเฉลี่ย 5 วันทำการซื้อขายล่าสุด และราคาขายหุ้นคืนจะต้องไม่ต่ำกว่าร้อยละ 85 ของราคาปิดเฉลี่ย 5 วันทำการซื้อขายล่าสุด ก่อนวันประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน

2.1.5 เหตุผลและผลกระทบของการซื้อหุ้นคืนโดยสรุป

(สมพงษ์ พรอุปถัมภ์, 2544)

1. เพื่อเป็นการระงับข้อพิพาทระหว่างผู้ถือหุ้นเมื่อเกิดความไม่เป็นธรรม โดยการซื้อหุ้นคืนจะทำให้ บริษัทสามารถบริหารงานต่อไปได้อย่างคล่องตัวโดยไม่เกิดปัญหาในการออกเสียงของผู้ถือหุ้น
2. เพื่อเป็นการบริหารทางการเงินเมื่อบริษัทมีกำไรสะสมและมีสภาพคล่องสูง กล่าวคือ บริษัทมีเงินทุนหมุนเวียนมากเพียงพอ

3. เพื่อเป็นการวางแผนจัดสรรหุ้นที่จะให้สิทธิแก่พนักงานในการซื้อหุ้นบริษัท (Employee Stock Option Plan) โดยใช้หุ้นที่ซื้อคืนมาขายให้แก่พนักงานในมูลค่าที่ตกลงกันได้ตามสิทธิ
4. เพื่อป้องกันการครอบงำกิจการ (Takeover) โดยการซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นที่ต้องการมีอำนาจควบคุมหรืออิทธิพลอย่างเป็นทางการสำคัญต่อบริษัท
5. เพื่อเพิ่มกำไรต่อหุ้น (Earnings per Share) โดยการลดจำนวนหุ้นถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่นำไปหารกำไรสุทธิของบริษัทลง
6. เพื่อสร้างอุปสงค์ของหุ้นในตลาด โดยการลดจำนวนหุ้นของบริษัทลง และมีแนวโน้มที่จะทำให้ราคาตลาดของหุ้นปรับตัวสูงขึ้น

2.2 แนวคิดและทฤษฎี

2.2.1 ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis)

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ไม่ได้เป็นการตรวจสอบความมีประสิทธิภาพของตลาด หากเป็นการตรวจสอบที่ตั้งอยู่บนสมมติฐานของการมีประสิทธิภาพของตลาด คือ ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมจากเหตุการณ์สำคัญ และการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะ จะเกิดขึ้นหรือไม่ มากน้อยเพียงใด ขึ้นอยู่กับระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

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

1. ข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่มีอยู่ ซึ่งรวมถึงข้อมูลในอดีต และปัจจุบัน รวมไปถึงข้อมูลข่าวสารที่ประกาศไปแล้วแต่ยังไม่มีเหตุการณ์นั้น ๆ เกิดขึ้นในขณะนี้
2. ข้อมูลข่าวสารที่อนุমানขึ้นมามีเหตุผล

ความมีประสิทธิภาพของตลาดมีความเกี่ยวข้องกับข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ที่นักลงทุนได้รับหากราคาของหลักทรัพย์สะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ทั้งข้อมูลตลาด ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะ และข้อมูลภายใน จะไม่มีนักลงทุนกลุ่มใดที่จะสามารถได้ผลตอบแทนที่เกินปกติได้ ซึ่งหากราคาหลักทรัพย์ไม่ได้สะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ อย่างเต็มที่หรือมีความล่าช้าของข้อมูลอาจส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ไม่ได้สะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่อย่างรวดเร็วและทั่วถึงทำให้นักลงทุนบางกลุ่มใช้ประโยชน์จากข้อมูลข่าวสารนั้นในการหาผลตอบแทนที่เกินปกติได้ แสดงให้เห็นถึงความไม่มีประสิทธิภาพของตลาด

ความมีประสิทธิภาพของตลาดจะเกิดขึ้นภายใต้ข้อสมมติ ดังนี้

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

โดยระดับการตอบสนองของตลาดต่อข้อมูลข่าวสารที่ได้รับสามารถจำแนกได้ 3

ระดับ คือ

1. ระดับต่ำ (Weak Form) ณ ระดับนี้ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นผลมาจากข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีต โดยราคาของหลักทรัพย์จะสะท้อนอย่างเต็มที่ถึงข้อมูลในอดีตที่ผ่านมาเท่านั้น
2. ระดับกลาง (Semi-strong Form) ณ ระดับนี้ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันนอกจากจะเป็นผลมาจากข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีตแล้ว ยังเป็นผลมาจากข้อมูลที่ได้ประกาศสู่สาธารณชน (Public Information) โดยราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนอย่างเต็มที่ถึงข้อมูลทั้งหมดที่ได้ประกาศสู่สาธารณชน เช่น ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีต ข้อมูลในรายงานทางการเงิน ข้อมูลของบริษัทที่ฝ่ายบริหารได้เปิดเผยแก่สาธารณชน ซึ่งเป็นข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัทไม่ว่าจะเป็นข้อมูลการประกาศ

จ่ายเงินปันผล การแตกหุ้น การออกหุ้นเพิ่มทุน การรวมกิจการ รวมถึงข้อมูลการประกาศแก้ไขงบการเงินของบริษัท เป็นต้น

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

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

2.2.2 ทฤษฎีราคา

ราคาหลักทรัพย์สามารถกำหนดได้โดยราคาหลักทรัพย์จะเท่ากับราคาตลาดภายใต้สถานการณ์ที่แน่นอนในตลาดแข่งขันสมบูรณ์ แต่ในสถานการณ์จริงที่เกิดขึ้นในตลาดทุนที่มีความไม่แน่นอน การกำหนดราคาหลักทรัพย์นั้นจะแตกต่างกันไปขึ้นอยู่กับระดับความเสี่ยงของหลักทรัพย์หรืออาจกล่าวได้ว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ใดจะขึ้นอยู่กับระดับความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้น

นอกจากนี้ อัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ปรับด้วยอัตราเสี่ยงแล้วทางทฤษฎีเรียกว่า Risk – adjusted rate of return จะมีค่าใกล้เคียงกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ดังนั้น ภายใต้เงื่อนไขที่ว่า ตลาดทุนเป็นตลาดที่มีความไม่แน่นอนในประสิทธิภาพ ผู้ลงทุนสามารถกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่คาดหวังจากข้อมูลข่าวสารที่ประกาศในงวดเวลาปัจจุบันโดยราคาหลักทรัพย์ที่คาดหวังเป็นดังนี้ (นิมนวนล เขียวรัตน์, 2539)

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

โดยที่

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

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

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

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

โดยที่

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

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

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

2.2.3 ทฤษฎีตัวแบบตลาดทุน (Market Model) ของ Sharpe

ตัวแบบความสัมพันธ์ทางตลาดทุนของ Sharpe ถูกพัฒนาขึ้นมาเพื่อใช้คำนวณค่าความคาดหวังของอัตราผลตอบแทน (Expected Return) แนวคิดที่ใช้ในการพัฒนาตัวแบบ มาจากแนวความคิดเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของผลตอบแทนจากการลงทุนและความเสี่ยง กล่าวคือ ภายใต้สถานการณ์ที่ไม่แน่นอนผู้ลงทุนจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงในการลงทุน เนื่องจากความไม่แน่นอนในผลตอบแทนจากการลงทุนที่ผู้ลงทุนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงอาจแตกต่างไปจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง เป็นผลมาจากสาเหตุ 2 ประการ คือ จากสภาวะทางตลาดซึ่งในทางทฤษฎีทางการเงินเกี่ยวกับการลงทุน เรียกว่า ความเสี่ยงที่เป็น

ระบบ และจากคุณลักษณะเฉพาะของกิจการซึ่งเป็นผลมาจากการดำเนินงาน เรียกว่า ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่สามารถจัดให้หมดไปได้โดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นรายกลุ่ม ถ้าตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบของตลาดจะมีค่าเป็นศูนย์ จะเหลือแต่ความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่านั้น เพราะฉะนั้นในการประมาณอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ จึงอิงกับผลตอบแทนจากการลงทุนโดยรวมของตลาด หรือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาด เพราะถือว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นความเสี่ยงที่ตลาดไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ ผลกระทบของภาวะทางตลาดจึงมีต่อหลักทรัพย์โดยรวม ด้วยเหตุนี้ตัวแบบที่ใช้ประมาณค่าคาดหวังอัตราผลตอบแทนของ Sharpe จึงอยู่ในรูปของตัวแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างอัตราผลตอบแทนในหลักทรัพย์ของบริษัทใดบริษัทหนึ่งกับอัตราผลตอบแทนโดยรวมของตลาด ดังนี้ (วีรัชย์, 2549)

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

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

ข้อสมมติเบื้องต้นของตัวแบบนี้ คือ ผู้ลงทุนเป็นผู้ที่ไม่ชอบความเสี่ยง มุ่งที่ผลระยะสั้นมากกว่าระยะยาว มีความคาดหวังที่จะได้รับอรรถประโยชน์สูงสุดโดยคำนึงถึงผลตอบแทนและความเสี่ยงในการเลือกถือหลักทรัพย์โดยรวมของตลาด

2.2.4 แนวคิดการวัดมูลค่าของกิจการ

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

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

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

2) แบบจำลองการประเมินมูลค่าด้วยกระแสเงินสดคิดลด Discounted cash flow (DCF) models วัดมูลค่ากิจการโดยคำนวณจากมูลค่าปัจจุบันของเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต

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

CF_i หมายถึง กระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับ ณ งวดที่ i

r หมายถึง อัตราคิดลด หรืออัตราผลตอบแทนที่กิจการต้องการ

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

2.3 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.3.1 งานวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบจากประกาศผลการดำเนินงานที่มีต่อราคาหลักทรัพย์

Ball and Brown (1968) ได้ศึกษาพบว่าเกิดผลการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในรูปของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติต่อกำไรที่ไม่คาดหวังซึ่งถือเป็นข่าวผลกำไรที่ผู้ลงทุนได้รับรู้ในวันประกาศกำไรสุทธิประจำปีของบริษัท โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมี

ความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกับกำไรที่ไม่คาดหวัง กล่าวคือ ถ้าข้อมูลผลกำไรเป็นข่าวดีหรือกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นบวก (คือ กำไรที่เกิดขึ้นจริงมากกว่ากำไรที่ตลาดคาดหวัง) ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติในเดือนที่มีการประกาศกำไรจะยิ่งสูงขึ้น ในทางตรงกันข้าม ถ้าข้อมูลผลกำไรเป็นข่าวร้ายหรือกำไรที่ไม่คาดหวังเป็นลบ (คือ กำไรที่เกิดขึ้นจริงน้อยกว่ากำไรที่ตลาดคาดหวัง) ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผิดปกติก็จะลดลง แสดงว่าการประกาศกำไรสุทธิประจำปีให้ข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อตลาด และจะสะท้อนอยู่ในระดับราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป

Beaver (1968) ตรวจสอบพบว่าความแปรปรวนของระดับราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในสัปดาห์ที่มีการประกาศกำไรสุทธิประจำปีมีค่าสูงกว่าสัปดาห์ที่ไม่มีการประกาศ

Beaver, Clarke and Wright (1979) ได้ตรวจสอบ และพบว่าขนาดของการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับขนาดของกำไรที่ไม่คาดหวัง กล่าวคือ ภายหลังจากการประกาศงบการเงิน ถ้ายังมีการเปลี่ยนแปลงในกำไรที่ไม่คาดหวังสูงมากเท่าไร ผลการตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์ในรูปราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปก็ยิ่งสูงขึ้นตามไปด้วย

Kross and Schroeder (1989) ได้ทำวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบของขนาดกิจการที่มีต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรที่ไม่คาดหวังของบริษัท ได้ผลว่าทั้งสองมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญ โดยพบว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรที่ไม่คาดหวังจะเกิดขึ้นในทันทีที่มีการประกาศกำไรสุทธิและสังเกตได้อย่างชัดเจนในกิจการที่มีความพร้อมของข้อมูลน้อยกว่าหรือขนาดกิจการเล็กกว่า เพราะผู้ลงทุนเห็นว่ากิจการดังกล่าวมีความไม่แน่นอนในกระแสเงินสดในอนาคตมากกว่า

Suchitra Vacharajittipan (1990) ศึกษาข้อมูลงบการเงินรายไตรมาส ช่วงปี ค.ศ. 1986-1990 จำนวน 67 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และพบว่าการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวเกินปกติ จึงสรุปได้ว่ากำไรสุทธิรายไตรมาสเป็นข้อมูลที่มีคุณค่าต่อการตัดสินใจลงทุน

Ball, Kothari, John (1991) ได้ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศกำไรประจำปีและผลการตอบสนองของตลาดในช่วงปี 1980 ถึง 1988 พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนที่

ผิดปกติในช่วงประกาศข้อมูลกำไร โดยให้เหตุผลว่าการประกาศข้อมูลกำไรจะช่วยลดความไม่แน่นอนเกี่ยวกับกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่ประกาศข้อมูลกำไรดังกล่าว

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

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

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

2.3.2 งานวิจัยเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนและผลกระทบจากประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนที่มีต่อราคาหลักทรัพย์

Dann (1981) พบว่ามีหลักฐานการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ที่ผิดปกติของบริษัทอย่างเด่นชัด หลังจากการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน

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

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

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

Bandyopadhyay and Kao (1996) ให้การวิเคราะห์เป็นครั้งแรกถึงเรื่องราวของบทบาทของแผนการซื้อหุ้นคืน เขากล่าวว่าขณะที่บริษัทที่มีการแจ้งเรื่องการดำเนินการซื้อหุ้นคืน บริษัทจะได้รับผลกำไรในช่วงการประกาศนั้น บริษัทที่มีการดำเนินการได้แผนการซื้อหุ้นคืนมาก่อนนั้น จะได้รับผลกำไรจากการดำเนินการดังกล่าวในจำนวนที่มากกว่าบริษัทที่มีได้มีการซื้อหุ้นคืน ซึ่งการศึกษาของเขาได้ใช้ตัวแปรต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับเหตุการณ์ที่ผ่านมาในการซื้อหุ้นคืน ปริมาณการซื้อ-ขาย การเสนอซื้อ และตระหนักถึงผลกระทบของผลของการประกาศการซื้อหุ้นคืนอีก

Li-Chin Jennifer Ho, Chao-Shin Liu and Ramachandran Ramanan (1997) จากการตรวจสอบได้ข้อสรุปว่าตลาดทำการประเมินมูลค่าของข้อมูลทางการบัญชีงวดก่อนหลังจากมีการประกาศการซื้อหุ้นคืน การตอบสนองของตลาดต่อการประกาศการซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์โดยตรงกับความสามารถในการทำกำไรของการเติบโตของยอดขายงวดก่อน ผล

ดังกล่าวสอดคล้องกับข้อสมมติฐานเรื่อง Information Asymmetry โดยที่กิจการที่มีขนาดเล็กจะมีการตอบสนองของตลาดมากกว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่

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

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

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

สุภิญญา พรพิทักษ์พงศ์ (2545) ได้ศึกษาถึงวิธีการและปัญหาของการบัญชีเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืน และผลกระทบจากการซื้อหุ้นคืนที่มีต่อบริษัท ผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุน

ผลกระทบจากการซื้อหุ้นคืนที่มีต่อการดำเนินงานของบริษัทโดยสรุปมีดังนี้

- บริษัทสามารถใช้เป็นเครื่องมือที่จะสะท้อนมูลค่าหุ้นที่เหมาะสมโดยการสร้างอุปสงค์ในหลักทรัพย์จากการซื้อหุ้นคืน หากเห็นว่าราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น
- ช่วยให้หุ้นของบริษัทมีสภาพคล่องเพิ่มขึ้น ซึ่งสามารถช่วยพยุงราคาหุ้น หรือทำให้ราคาหุ้นของบริษัทมีแนวโน้มสูงได้
- มีผลให้กำไรต่อหุ้นสูงขึ้น เนื่องจากหุ้นทุนซื้อคืนไม่มีสิทธิได้รับเงินปันผลจึงส่งผลให้จำนวนหุ้นถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่จะนำไปคำนวณกำไรสุทธิต่อหุ้นลดลง ส่งผลให้ราคาตลาดของหุ้นมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นได้

ผลกระทบจากการซื้อหุ้นคืนที่มีต่อผู้ลงทุนโดยสรุปมีดังนี้

- ทำให้กำไรต่อหุ้นของบริษัทสูงขึ้น ซึ่งผู้ลงทุนที่ไม่รู้กระบวนการวิธีการบัญชีอาจเข้าใจผิดว่ากำไรต่อหุ้นสูงขึ้นจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของบริษัท
- เป็นการกระตุ้นปริมาณซื้อขายหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้ราคาหุ้นของบริษัทสูงขึ้นได้ ผู้ลงทุนสามารถพิจารณาขายหุ้นเพื่อรับกำไรในรูปของส่วนต่างผลกำไรจากการขายหุ้น (Capital Gains)

ศิริวรรณ นิตยดำรง (2545) ได้ศึกษาผลกระทบจากนโยบายการซื้อหุ้นคืนต่อราคาตลาดและความผันผวนของราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียน โดยทำการเก็บข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนที่ประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนตั้งแต่ปี 2544 - 2545 ทั้งหมด ซึ่งมีบริษัททั้งหมดจำนวน 7 บริษัท

ผลจากการวิจัย

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

2. การทดสอบเพื่อดูผลกระทบของนโยบายการซื้อหุ้นคืนต่อความผันผวนของราคาตลาดของหุ้นสามัญ โดยใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญใน

การวัดความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 3 ช่วงเวลา คือ ในช่วงก่อนและหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน 15 วัน 60 วัน และ 180 วัน พบว่า ความผันผวนของราคาตลาดก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนไม่ต่างกันไม่ว่าจะ คำนึงผลกระทบของตลาดหรือไม่

วรศักดิ์ ทูมมานนท์ (2548) ได้ขยายขอบเขตการศึกษาของ ศิริวรรณ นิตย์ ดำรง (2545) โดยศึกษาการตอบสนองของตลาดที่มีต่อการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียน จำนวน 27 บริษัท (ข้อมูลตั้งแต่ปี 2544 - 2547) ช่วงเวลาที่ใช้ในการทดสอบ ครอบคลุม 21 วัน คือ ก่อนและหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน 10 วัน และมีช่วงเวลากการ ประมาณค่าพารามิเตอร์ 10 วัน โดยใช้ Market Model เป็นเครื่องมือในการทดสอบ ทำการ คำนวณหาค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (CAR) ของแต่ละบริษัท และค่าเฉลี่ยของค่าสะสม ของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (MCAR) ของทุกบริษัทในช่วงเวลาการทดสอบ

ผลการวิจัย

1. พบว่า 14 บริษัทที่ซื้อหุ้นคืนมีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (CAR) เป็นบวกในช่วงเวลาในการทดสอบ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าผู้ลงทุนมองว่าการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนเป็นสัญญาณ (ข่าวดี) ที่ผู้บริหารส่งให้แก่ผู้ถือหุ้นว่ากำไรในอนาคตจะสูงขึ้น และอีก 13 บริษัท มีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (CAR) ติดลบในช่วงเวลาในการทดสอบ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า ผู้ลงทุนมองว่าการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนเป็นสัญญาณ (ข่าวร้าย) ที่ผู้บริหารส่งให้แก่ผู้ถือหุ้น ว่าเป็นความต้องการในการพุงกำไรต่อหุ้นไว้ไม่ให้ต่ำลงมาก สำหรับค่าเฉลี่ยของค่าสะสมของ ผลตอบแทนที่ผิดปกติ (MCAR) ของ 27 บริษัทคือ 0.442%

2. ผลการทดสอบทางสถิติพบว่าตลาดไม่มีการตอบสนองต่อการประกาศ โครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัท ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

2.3.3 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับ ผลตอบแทนที่ผิดปกติ

Lev and Thiagarajan (1993) ได้ทำการทดสอบหาความสัมพันธ์ระหว่าง ผลตอบแทนกับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน โดยใช้ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี ค.ศ. 1974 ถึง ค.ศ. 1988 ซึ่งใช้ปัจจัยพื้นฐานทั้งหมด 12 ค่า พบว่ามี 7 ค่าใน 12 ค่า ที่ ได้รับการยอมรับว่ามีนัยสำคัญทางสถิติ คือสินค้ำคงเหลือ ลูกหนี้การค้า รายจ่ายฝ่ายทุน กำไร

ขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร อัตราภาษีที่แท้จริง และ labour farce ซึ่งการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของสัญญาณจะนำไปสู่ข่าวดีและข่าวร้ายของผลตอบแทนในอนาคต

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

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

อาภรณ์ ชื่นชะง้อ (2548) ได้ทำการทดสอบการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเพื่อใช้บ่งบอกถึงผลตอบแทนที่ผิดปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้า และทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ไม่ปกติและการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้า โดยผลการทดสอบพบว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงกำไรขั้นต้นและอัตรากำไรขั้นต้นค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่การเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้ามีความสัมพันธ์กับ อัตราการเปลี่ยนแปลงกำไรขั้นต้น อัตราการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการขาย

และบริหาร การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น และการเปลี่ยนแปลงอัตรากำไรรวมเวียนของสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

2.4 การพัฒนาสมมติฐาน

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

งานวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนนั้น พบว่า ศิริวรรณ นิตยดำรง (2545) ได้ทำการทดสอบในช่วงเวลาก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนเป็นระยะเวลา 15 วัน และมีช่วงพารามิเตอร์ก่อนการทดสอบ 60 วัน โดยในขณะนั้นมีบริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืนเพียง 7 บริษัทเท่านั้น ต่อมาในปี 2548 ดร.วรศักดิ์ ทุมมานนท์ ได้ทำการศึกษาอีกครั้ง โดยทำการทดสอบในช่วงเวลาก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนเป็นระยะเวลา 10 วัน และมีช่วงพารามิเตอร์ก่อนการทดสอบ 10 วัน ดังนั้นการศึกษาของผู้วิจัยในครั้งนี้จึงต้องการขยายผลการตรวจสอบให้มีความชัดเจนมากขึ้นจึงได้มีการกำหนดช่วงเวลาในการทดสอบเป็น 5 และ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน และมีช่วงพารามิเตอร์ก่อนการทดสอบ 60 วัน อีกทั้งผู้วิจัยต้องการขยายผลเพิ่มเติมว่าการประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทภายหลังจากการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน จะก่อให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนหรือไม่ จึงได้ทำการทดสอบเพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมดังกล่าว โดยมีช่วงเวลาในการทดสอบ 5 และ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน และช่วงพารามิเตอร์ 60 วัน โดยมีสมมติฐานงานวิจัย ดังนี้

H_1 : เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

H₂ : เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

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

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

H₃ : การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ขึ้นอยู่กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน

H₄ : การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ขึ้นอยู่กับ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน

ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่นำมาใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ได้แก่

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