

การศึกษาผลกระทบการซื้อหุ้นคืนต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดเอ็ม เอ ไอ

อ.นราทิพย์ ทับเที่ยง**

บทคัดย่อ

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอ มีการซื้อหุ้นคืนครั้งแรกตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม 2544 ด้วยวัตถุประสงค์ของการซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงินในการรักษาระดับราคาหุ้น ดังนั้น การศึกษานี้เพื่อสำรวจการตอบสนองของตลาดที่มีต่อราคาหุ้นโดยศึกษาจากอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ในช่วงประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ช่วงดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนและในช่วงประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้ว รวมทั้งศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานด้านอัตราส่วนทางการเงินก่อนและหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

ผลการศึกษา พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเมื่อมีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน แต่ทั้งนี้ไม่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเมื่อมีการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน และผลการดำเนินงานของบริษัทที่ซื้อหุ้นคืนวัดโดยอัตราส่วนทางการเงิน ได้แก่ เงินปันผลต่อหุ้นมีการปรับตัวในทิศทางที่ดีภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนทั้งในระยะสั้นและระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ รวมทั้งพบว่าราคาของหลักทรัพย์มีการปรับตัวในเชิงลบก่อนที่จะมีการประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วของบริษัทที่ไม่สามารถจำหน่ายหุ้นคืนได้ภายในระยะเวลา 3 ปี

* ขอขอบคุณ ผศ. ดร. กนกพร นาคทับที และ น.ส.เกษวดี พัดชื่น นักศึกษาคณะบริหารธุรกิจ

** คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

The Effects of Share Repurchases on Cumulative Abnormal Returns of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment

ABSTRACT

The announcement of the second revision of Public Limited Company Act that was imposed on July 4, 2001 allowed listed companies in the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment (MAI) to repurchase their own shares. One of the main objectives of treasury shares is to maintain stock price stability when current stock prices are lower than expected stock prices based on fundamental analysis. This research aims to study market reaction on share prices by investigating abnormal returns and cumulative abnormal returns on share repurchase announcement dates, during share repurchase periods and during the reduction of share capital periods. In addition, the comparative study of related financial ratios before and after share repurchase announcement is also examined.

The findings indicate that increases in abnormal stock returns are significantly correlated with repurchase announcements but not with actual repurchases. The market responses the most favorably to share repurchases that are performed by small firms and large proportion of outstanding shares. Besides, the financial ratio that represents market prospect which is measured by dividend per share is significantly improved in the post announcement period. Finally, the results showed that the firm which does not resell its treasury shares within three years, stock price decreases before the reduction of issued and outstanding share capital.

ประเทศไทยเริ่มมีการอนุญาตให้บริษัทมหาชน สามารถซื้อหุ้นของบริษัทตนเอง คืบได้ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ.2544 เมื่อมีการแก้ไข พ.ร.บ.บริษัทมหาชน พ.ศ. 2535 เป็น พ.ร.บ.บริษัทมหาชน (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 ด้วยวัตถุประสงค์หลักเพื่อให้บริษัท สามารถบริหารทางการเงินในกรณีผู้บริหารเห็นว่าราคาหุ้นในตลาดต่ำกว่าราคาตาม ปัจจัยพื้นฐานที่ควรจะเป็น ทั้งนี้บริษัทต้องมีกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกินเพียงพอ นับได้ว่าหุ้นซื้อคืนเป็นเรื่องค่อนข้างใหม่สำหรับประเทศไทยเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศ สหรัฐอเมริกาอนุญาตให้บริษัทซื้อหุ้นคืนได้ใน พ.ศ. 2511 (Cook, Krigman and Leach, 2003) ประเทศอังกฤษอนุญาตให้บริษัทซื้อหุ้นคืนครั้งแรก โดยกำหนดในกฎหมาย The Public Limited Companies Act พ.ศ. 2524 (Vermaelen, 2002) ในขณะที่ประเทศ ออสเตรเลียอนุญาตให้บริษัทซื้อหุ้นคืนได้ใน พ.ศ. 2534 (Ekanayake, S., 2004) ส่วน ประเทศสิงคโปร์ (Simon Riley, 2000) และฝรั่งเศส (Ginglinger and Hamon, 2006) เริ่มมี การอนุญาตให้ซื้อหุ้นคืนได้เมื่อ พ.ศ. 2541

อย่างไรก็ตาม จนถึงปัจจุบันหุ้นซื้อคืนได้ผ่านมาประมาณ 8 ปี พบว่ามีเพียง 61 บริษัทที่ซื้อหุ้นคืน โดยแบ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 59 บริษัท จาก 475 บริษัท (หรือ 12.42%) ไม่รวมกองทุนอสังหาริมทรัพย์และบริษัทจดทะเบียนในตลาดเอ็ม เอ ไอ 2 บริษัทจาก 59 บริษัท (หรือ 3.39%) พบว่ามี 23 บริษัทที่ โครงการเสร็จสิ้นแล้ว จากบริษัทที่ซื้อหุ้นคืน 61 บริษัท (หรือ 37.70%) ด้วยระยะเวลา ซื้อหุ้นคืนเริ่มมีในประเทศไทยประมาณ 8 ปี งานวิจัยเรื่องหุ้นซื้อคืนในประเทศไทยจึงยังมีค่อนข้างน้อยเพียง 3 เรื่อง โดยเป็นการศึกษาผลกระทบจากนโยบายการซื้อหุ้นคืนต่อราคา ตลาดของหุ้นสามัญ 2 เรื่องได้แก่ งานวิจัยของ สิริวรรณ นิตยดำรง (2546) การศึกษา ใช้ข้อมูลบริษัทที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนรวม 7 บริษัท พบว่า มีผลตอบแทนที่

ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นในช่วง 15 วัน หลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน และงานวิจัยของ **รักจิตา เอี่ยมวิจารณ์ (2549)** ซึ่งใช้ข้อมูลบริษัทที่มีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนรวม 25 บริษัท พบว่า มีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นในช่วง 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน และอีก 1 เรื่องเป็นงานวิจัยของ **ดาวหทัย ประจงจิต (2548)** ศึกษาประเด็นทางด้านกฎหมาย

งานวิจัยในต่างประเทศเกี่ยวกับหุ้นซื้อคืนมีหลายประเด็น ได้แก่ งานวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบของการประกาศโครงการหุ้นซื้อคืนที่มีต่อราคาของหลักทรัพย์ เช่น งานวิจัยของ **Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen (1994)**, **Ekanayake (2004)** และงานวิจัยด้านผลกระทบของการดำเนินโครงการหุ้นซื้อคืน (การซื้อคืนจริง) ที่มีต่อราคาของหลักทรัพย์ เช่น งานวิจัยของ **Zhang (2005)**, **Ginglinger and Hamon (2006)**, **Wang and Johnson (2008)** รวมทั้งงานวิจัยในประเด็นการปรับตัวของผลการดำเนินงานอันเนื่องมาจากการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน เช่น งานวิจัยของ **Evans (2001)** แต่ทั้งนี้ไม่พบการศึกษาเกี่ยวกับการปรับตัวของราคาของหลักทรัพย์อันเกิดจากการประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วของบริษัทที่ไม่สามารถจำหน่ายหุ้นคืนได้ภายในระยะเวลา 3 ปี

วัตถุประสงค์การศึกษา

การประกาศและดำเนินการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอ มีผลกระทบต่อกลไกการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยราคาของหลักทรัพย์มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลที่เกิดขึ้น หากนักลงทุนประเมินว่าข้อมูลข่าวสารที่ได้รับเป็นข่าวดี จะส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น แต่หากนักลงทุนประเมินว่าข้อมูลข่าวสารที่ได้รับเป็นข่าวร้าย จะส่งผลให้ราคาของ

หลักทรัพย์ลดลง ดังนั้น การประกาศและดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน รวมทั้งการประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้ว ภายหลังการซื้อคืนจริงแล้วเสร็จของบริษัทที่ไม่สามารถจำหน่ายหุ้นคืนได้ภายในระยะเวลา 3 ปี ตามกฎกระทรวง กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนและการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ. 2544² อาจส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์และเป็นการส่งสัญญาณต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้น งานวิจัยในครั้งนี้จึงมุ่งเน้นศึกษาในขอบเขตงานที่ครอบคลุมถึงผลกระทบต่อราคาหุ้นก่อนและหลังการซื้อหุ้นคืน รวมทั้งการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานด้านอัตราส่วนทางการเงินทั้งในระยะสั้นและระยะยาว โดยแบ่งการศึกษาเป็น 4 ส่วน ได้แก่ ส่วนที่ 1 การศึกษาการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ส่วนที่ 2 การศึกษาการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน ส่วนที่ 3 การศึกษาการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ภายหลังการซื้อคืนจริงแล้วเสร็จของบริษัทที่ไม่สามารถจำหน่ายหุ้นคืนได้ภายในระยะเวลา 3 ปี และประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้ว และส่วนที่ 4 การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานด้านอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนทั้งในระยะสั้นและระยะยาว

สมมติฐานการวิจัย

การประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกว่า บริษัทมีความเชื่อมั่นต่อการปรับตัวของผลการดำเนินงาน จึงมีสมมติฐาน ดังนี้ H_1 : อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนเป็นบวก

การดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนไม่น่าจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน จึงมีสมมติฐาน ดังนี้ H_2 : อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนไม่เปลี่ยนแปลง

การประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วคาดว่าจะเป็นการส่งสัญญาณเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน มีสมมติฐาน ดังนี้ H_3 : อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วเป็นลบ

การประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ผู้บริหารของบริษัทต้องการส่งสัญญาณจากข้อมูลภายในที่คาดว่าผลประกอบการของบริษัทน่าจะปรับตัวดีขึ้นภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนจึงมีสมมติฐาน ดังนี้ H_4 : ผลการดำเนินงานด้านอัตราส่วนทางการเงินปรับตัวดีขึ้นภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

วิธีการศึกษา

การศึกษาใช้วิธีการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยใช้ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่ประกาศและดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 ถึงวันที่ 31 มีนาคม พ.ศ. 2552 รวม 61 บริษัท ดังตารางที่ 1 รวบรวมจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) อ้างอิงข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และฐานข้อมูล DATASTREAM

ตารางที่ 1 : จำนวนบริษัทที่ซื้อหุ้นคืนจำแนกตามบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และบริษัทจดทะเบียนในตลาดเอ็ม เอ ไอ³

บริษัทใน SET จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัทที่ซื้อหุ้นคืน	ร้อยละ	รวมจำนวนบริษัททั้งหมด	ร้อยละของรวม
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	3	5.09	41	7.32
2. สินค้าอุปโภคบริโภค	5	8.48	41	12.20
3. ธุรกิจการเงิน	9	15.25	62	14.52
4. สินค้าอุตสาหกรรม	7	11.86	70	10.00
5. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	9	15.25	91	9.89
6. ทฤษฎากร	3	5.09	27	11.11
7. บริการ	14	23.73	84	16.67
8. เทคโนโลยี	9	15.25	38	23.68
บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน	0	0.00	21	0.00
รวม	59	100.00	475	12.42
บริษัทใน MAI	จำนวนบริษัทที่ซื้อหุ้นคืน	ร้อยละ	รวมจำนวนบริษัททั้งหมด	ร้อยละของรวม
บริษัทใน MAI	2	100	59	3.39
รวม	2	100	59	3.39

การศึกษาในส่วนที่ 1, ส่วนที่ 2 และส่วนที่ 3 เป็นการศึกษาผลกระทบของการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลา 15 วันก่อนและหลังเหตุการณ์ และ ณ วันที่เกิดเหตุการณ์ โดยการศึกษาส่วนที่ 1 ตัดข้อมูลหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีสถานะยกเลิกโครงการซื้อหุ้นคืนออกจากการศึกษา การศึกษาส่วนที่ 2 เลือกศึกษาเฉพาะข้อมูลหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีสถานะซื้อคืนครบและจบโครงการแล้ว เพื่อให้สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศฮ่องกงของ Zhang (2005) และการศึกษาในส่วนที่ 3 ศึกษาเฉพาะ

ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่ประกาศและดำเนินการลดทุนจดทะเบียนและหุ้นที่ออกและชำระแล้ว ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 : ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาแต่ละส่วน

ข้อมูลหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษา	ส่วนที่ 1	ส่วนที่ 2	ส่วนที่ 3	ส่วนที่ 4	
				ระยะสั้น	ระยะยาว
ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 ถึงวันที่ 31 มีนาคม พ.ศ. 2552	1	เฉพาะบริษัท ที่จบโครงการ	เฉพาะบริษัท ที่ลดทุน	2 ไตรมาส	12 ไตรมาส
หลักทรัพย์ที่มีการซื้อหุ้นคืนทั้งหมด	61	23	13	61	61
หัก หลักทรัพย์ที่ยกเลิกโครงการ	3	0	0	3	3
หัก หลักทรัพย์ที่เสนอซื้อจาก ผู้ถือหุ้นเป็นการทั่วไป	3	3	2	3	3
หัก หลักทรัพย์ที่ประกาศและ ดำเนินโครงการหุ้นซื้อคืนมากกว่า 1 ครั้ง	5	4	3	5	5
หัก หลักทรัพย์ที่มีข้อมูล ไม่ครบถ้วนสำหรับการศึกษา	0	0	0	2	35
ข้อมูลหลักทรัพย์ทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา	50	16	8	48	15

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาข้างต้นนำมาทดสอบสมมติฐานโดยนำค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Mean Abnormal Return; \overline{AR}_i) มาทดสอบทางสถิติ Two Tailed T-Test โดยมีสมมติฐาน คือ $H_0: \overline{AR}_i = 0$ (เหตุการณ์ดังกล่าวไม่ส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์) โดยการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return; AR_i) ของแต่ละหลักทรัพย์ได้จากอัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Actual Return) หักด้วยอัตราผลตอบแทนปกติ (Normal Return) โดยอัตราผลตอบแทนปกติ (Normal Return) คำนวณจากสมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของตลาด (Market Model: $R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + \varepsilon_{it}$)

ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (β_i) และค่าสัมประสิทธิ์แอลฟา (α_i) ได้จากการเก็บข้อมูลราคาปิดและดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) รวมทั้งดัชนีตลาดเอ็ม เอ ไอ (MAI Index) ย้อนหลัง 60 วัน

การศึกษาในส่วนที่ 4 เป็นการศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานด้านอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ในช่วงระยะเวลาก่อนและหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน โดยแบ่งออกเป็น 2 ช่วง ได้แก่ ระยะสั้น 2 ไตรมาส และระยะยาว 12 ไตรมาส มีข้อมูลหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาดังตารางที่ 2 ทดสอบสมมติฐานโดยการเก็บข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินเพื่อใช้เป็นตัวแทนในการวัดผลการดำเนินงาน ได้แก่ กำไรต่อหุ้น (Earnings per Share ; EPS) มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (Book Value per Share ; BV/Share) อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Return on Equity ; ROE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets ; ROA) และเงินปันผลต่อหุ้น (Dividend per Share ; DPS) แล้วทำการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้ Paired T - Test โดยมีสมมติฐาน คือ $H_0: \overline{Ratio}_{pre} \geq \overline{Ratio}_{post}$ (ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนทางการเงินก่อนการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน มากกว่าหรือเท่ากับ ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนทางการเงินหลังการซื้อหุ้นคืน)

ผลการศึกษานส่วนที่ 1 การศึกษาการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

ผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ⁴ ตามตารางที่ 3 พบว่า การประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมี

นัยสำคัญในช่วงระยะเวลา 15 วัน ก่อนและหลังเหตุการณ์ และ ณ วันที่เกิดเหตุการณ์ โดยเป็นวันที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงบวกเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% รวม 2 วัน ได้แก่ วันประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ($t = 0$) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยมีค่า 2.20% และวันหลังประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน 1 วัน ($t = 1$) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยมีค่า 1.51% สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ **Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen (1994)** อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยเกิดขึ้นในวันประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนเท่ากับ 3.5% แต่ทั้งนี้ มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงลบรวม 7 วัน หมายถึง การประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ อาจเกิดจากเหตุการณ์อื่นที่อยู่นอกเหนือการควบคุม เช่น สภาวะของตลาด การประกาศเหตุการณ์อื่นที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ เช่น การประกาศควบรวม การประกาศผลการดำเนินงาน

ตารางที่ 3 : ผลการทดสอบสมมติฐานของค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของวันที่ปฏิเสสมมติฐาน H_0

Day	N	Positive	Negative	Mean (%)	Std.Deviation	t-statistic	Sig.(2-tailed)
-14	50	20	30	-1.41994	5.32618	-1.885	0.065*
-11	50	17	33	-1.1382	3.18265	-2.529	0.015**
-9	50	11	39	-2.29457	4.96173	-3.27	0.002**
-3	50	20	30	-1.26981	3.41634	-2.628	0.011**
-2	50	20	30	-0.99249	4.01154	-1.749	0.086*
0	50	31	19	2.20464	7.50576	2.077	0.043**
1	50	28	22	1.50869	5.07628	2.102	0.041**
5	50	21	29	-1.0094	3.50412	-2.037	0.047**
15	50	17	33	-1.44591	3.20074	-3.194	0.002**

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%, ** ระดับความเชื่อมั่น 95%, * ระดับความเชื่อมั่น 90%

จากผลการศึกษาดังต้นจะเห็นได้ว่าสอดคล้องกับการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมได้ผลการทดสอบดังตารางที่ 4 พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงทดสอบระยะสั้น คือ 1 วัน ก่อนและหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน (CAR(-1,+1)) แตกต่างจากศูนย์และมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยเป็นบวกเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีค่า 3.46% หมายถึง ช่วงทดสอบการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนในระยะสั้นส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวก สะท้อนให้เห็นถึงการที่นักลงทุนระดมซื้อเพื่อเก็งกำไรในระยะสั้นส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นจนส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยจะเกิดขึ้นเพียงระยะสั้น จากนั้นจึงปรับตัวเข้าสู่ระดับปกติภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน สอดคล้องกับการศึกษาของ **รักขิภา เอี่ยมวิจารณ์ (2549)**

ตารางที่ 4 : ผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม Cumulative Abnormal Return (CAR)	Mean (%)	Std.Deviation	t-statistic	Sig.(2-tailed)
CAR(-15,+15)	-6.87163	44.63743	-1.089	0.282
CAR(-15,-1)	-11.21223	22.33085	-3.55	0.001***
CAR(-10,-5)	-3.74933	8.4588	-3.134	0.003***
CAR(-5,-1)	-2.99733	7.3814	-2.871	0.006***
CAR(-5,+5)	-1.23842	15.13334	-0.579	0.565
CAR(0,+5)	1.7589	13.74025	0.905	0.37
CAR(-1,+1)	3.46034	9.50924	2.573	0.013**
CAR(+5,+10)	3.3198	36.2415	0.648	0.52
CAR(+5,+15)	1.57228	37.07883	0.3	0.766
CAR(+1,+15)	2.13595	38.35627	0.394	0.695

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%, ** ระดับความเชื่อมั่น 95%, * ระดับความเชื่อมั่น 90%

ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของข้อมูลหลักทรัพย์จัดกลุ่มโดยวัดจากขนาดของบริษัท

การจัดลำดับบริษัทตามขนาดมูลค่าหลักทรัพย์โดยวัดจากมูลค่าตลาดรวม (Market Capitalization) แบ่งออกเป็น 4 ควอร์ไทล์ (Quartile) โดยบริษัทในควอร์ไทล์ที่ 1 เป็นบริษัทขนาดเล็ก และบริษัทในควอร์ไทล์ที่ 4 เป็นบริษัทขนาดใหญ่ การทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ดังตารางที่ 5 พบว่า ข้อมูลหลักทรัพย์ของบริษัทในควอร์ไทล์ที่ 3 มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ (ปฏิเสธสมมติฐาน $H_0: \overline{AR}_i = 0$ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%) หมายถึง การประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ และเมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม พบว่า ข้อมูลหลักทรัพย์ของบริษัทในควอร์ไทล์ที่ 1 และในควอร์ไทล์ที่ 3 ในช่วงทดสอบ ณ วันประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนจนถึง 1 วันหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ($CAR(0,+1)$) แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ (ปฏิเสธ สมมติฐาน $H_0: \overline{CAR}_i = 0$ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%) โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยของบริษัทในควอร์ไทล์ที่ 1 (บริษัทขนาดเล็ก) เท่ากับ 4.02% มากกว่าบริษัทในควอร์ไทล์ที่ 2 และในควอร์ไทล์ที่ 4 แต่ทั้งนี้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยของบริษัทในควอร์ไทล์ที่ 3 มีค่ามากที่สุด 8.34% ผลการศึกษาสอดคล้องกับการศึกษาในสหรัฐอเมริกาของ **Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen (1994)** และการศึกษาในประเทศออสเตรเลียของ **Ekanayake (2004)** โดยพบว่า บริษัทขนาดเล็กได้รับผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ในเชิงบวกมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่

ตารางที่ 5 : ผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ณ วันประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (%) ของข้อมูลหลักทรัพย์จัดกลุ่มโดยวัดจากขนาดของบริษัท

มูลค่าหลักทรัพย์ตามมูลค่าตลาดรวม (Market Capitalization)	จำนวนบริษัท	ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ณ วันประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน Abnormal Return; $AR_{t=0}$	ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม Cumulative Abnormal Return; $CAR(0,+1)$
ควอร์ไทล์ที่ 1	13	1.61325 (0.298)	4.01984* (0.079)
ควอร์ไทล์ที่ 2	12	0.92593 (0.535)	1.93751 (0.200)
ควอร์ไทล์ที่ 3	12	6.51100* (0.058)	8.33928* (0.053)
ควอร์ไทล์ที่ 4	13	0.0013 (0.999)	0.77595 (0.723)

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%, ** ระดับความเชื่อมั่น 95%, * ระดับความเชื่อมั่น 90%, ค่า Sig.(2-tailed) อยู่ในวงเล็บ

ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของข้อมูลหลักทรัพย์จัดกลุ่มโดยวัดจากร้อยละของจำนวนหุ้นที่ประกาศซื้อคืน

อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจำแนกโดยวัดจากปริมาณหุ้นที่ประกาศซื้อคืน ดังตารางที่ 6 พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ไม่เปลี่ยนแปลง แต่เมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม พบว่า ข้อมูลหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีร้อยละของจำนวนหุ้นที่ประกาศซื้อคืนน้อยกว่าหรือเท่ากับ 3.00 % ข้อมูลหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีร้อยละของจำนวนหุ้นที่ประกาศซื้อคืนมากกว่า 3.00% - น้อยกว่าหรือเท่ากับ 5.00% และข้อมูลหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีร้อยละของจำนวนหุ้นที่ประกาศซื้อคืนมากกว่า 8.00% - น้อยกว่าหรือเท่ากับ 10.00% ในช่วงทดสอบ ณ วันประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนจนถึง 1 วันหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ($CAR(0,+1)$) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ (ปฏิเสธสมมติฐาน $H_0: \overline{CAR}_i = 0$ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%) โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยของบริษัทที่มีร้อยละของจำนวน

หุ้นที่ประกาศซื้อคืนมากกว่า 3.00% - น้อยกว่าหรือเท่ากับ 5.00% มีค่า 5.97% ซึ่งมากกว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยของบริษัทที่มีร้อยละของจำนวนหุ้นที่ประกาศซื้อคืนน้อยกว่าหรือเท่ากับ 3.00 % เท่ากับ -0.32% แต่ทั้งนี้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยของบริษัทที่มีร้อยละของจำนวนหุ้นที่ประกาศซื้อคืนมากกว่า 8.00% - น้อยกว่าหรือเท่ากับ 10.00% มีค่าเพียง 3.06% อาจเกิดจากนักลงทุนไม่มั่นใจกับการประกาศร้อยละของจำนวนหุ้นที่ซื้อคืนว่าเป็นเพียงการส่งสัญญาณที่ดีแต่บริษัทอาจไม่สามารถซื้อหุ้นคืนจริงได้ดังที่ประกาศไว้ ผลการศึกษาสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ **Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen (1994)** และการศึกษาในประเทศออสเตรเลียของ **Ekanayake (2004)**

ตารางที่ 6 : ผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ณ วันประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (%) ของข้อมูลหลักทรัพย์จัดกลุ่มโดยวัดจากร้อยละของจำนวนหุ้นที่ประกาศซื้อคืน

ร้อยละของจำนวนหุ้น ที่ประกาศซื้อคืน	จำนวน บริษัท	ค่าเฉลี่ยอัตรา- ผลตอบแทนที่ผิดปกติ- ณ วันประกาศ - โครงการซื้อหุ้นคืน Abnormal Return; $AR_{t=0}$	ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม Cumulative Abnormal Return; $CAR(0,+1)$
น้อยกว่าหรือเท่ากับ 3.00 %	4	-0.75820 (0.239)	-0.31947* (0.085)
มากกว่า 3.00% - น้อยกว่าหรือเท่ากับ 5.00%	11	4.53122 (0.127)	5.96679* (0.073)
มากกว่า 5.00% - น้อยกว่าหรือเท่ากับ 8.00%	3	4.60400 (0.254)	7.76444 (0.105)
มากกว่า 8.00% - น้อยกว่าหรือเท่ากับ 10.00%	32	1.55030 (0.254)	3.06302* (0.077)

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%, ** ระดับความเชื่อมั่น 95%, * ระดับความเชื่อมั่น 90%, ค่า Sig.(2-tailed) อยู่ในวงเล็บ

ผลการศึกษาลำดับที่ 2 การศึกษาการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของ หลักทรัพย์ของบริษัทที่ดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน

ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทน ที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน (ซื้อคืนจริง)

การทดสอบสมมติฐานทางสถิติ พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทั้งสิ้น 20 ครั้ง (ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% รวม 15 ครั้ง, ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% รวม 4 ครั้ง, ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% รวม 1 ครั้ง) จากการซื้อคืนจริงรวม 56 ครั้ง โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงลบทั้งหมด นั่นคือ การดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน (ซื้อคืนจริง) ส่งผลกระทบในเชิงลบกับราคาของหลักทรัพย์ อาจเกิดจากเหตุการณ์อื่นที่อยู่นอกเหนือการควบคุม เช่น สภาพของตลาด การประกาศเหตุการณ์อื่นที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ เช่น การประกาศควมรวม การประกาศผลการดำเนินงาน ผลการศึกษาที่ได้ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศฮ่องกงของ Zhang (2005) แต่สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศฝรั่งเศสของ Ginglinger and Hamon (2006)

ผลการศึกษาข้างต้นสอดคล้องกับการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ตามตารางที่ 7 พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงทดสอบ คือ 5-10 วันก่อนการซื้อคืนจริง (CAR(-10,-5)) และ 5-10 วันหลังการซื้อคืนจริง (CAR(+5,+10)) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ (ปฏิเสธสมมติฐาน $H_0: \overline{CAR}_i = 0$ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%) โดยมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยเท่ากับ -7.11% และ -5.75% ตามลำดับ สะท้อนว่า

นักลงทุนได้ตอบสนองต่อข่าวการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนไปแล้ว ส่งผลให้ระดับราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นในระยะสั้นและกลับเข้าสู่ระดับราคาปกติ เป็นผลให้ในช่วงที่มีการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน (ซื้อคืนจริง) จึงไม่ส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์

ตารางที่ 7 : ผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน

อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม Cumulative Abnormal Return (CAR)	Mean (%)	Std.Deviation	t-statistic	Sig.(2-tailed)
CAR(-15,+15)	11.4945	156.06188	0.551	0.584
CAR(-15,-1)	8.57305	141.60511	0.453	0.652
CAR(-10,-5)	-7.11176	10.95237	-4.859	0.000***
CAR(-5,-1)	1.18013	35.98885	0.245	0.807
CAR(-5,+5)	7.78465	58.80283	0.991	0.326
CAR(0,+5)	6.60453	46.46792	1.064	0.292
CAR(-1,+1)	4.65905	36.98161	0.943	0.35
CAR(+5,+10)	-5.75054	12.27118	-3.507	0.001***
CAR(+5,+15)	-3.7647	34.54231	-0.816	0.418
CAR(+1,+15)	-1.7896	50.34752	-0.266	0.791

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%, ** ระดับความเชื่อมั่น 95%, * ระดับความเชื่อมั่น 90%

ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของข้อมูลหลักทรัพย์จัดกลุ่มโดยวัดจากขนาดของบริษัท

การจัดลำดับบริษัทตามขนาดมูลค่าหลักทรัพย์โดยวัดจากมูลค่าตลาดรวม (Market Capitalization) จากน้อยไปมาก แบ่งตามควอร์ไทล์ (Quartile) ผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ดังตารางที่ 8 พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ไม่เปลี่ยนแปลง หมายถึง เหตุการณ์การดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน (ซื้อคืนจริง) ไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ และพบว่า อัตรา

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ไม่เปลี่ยนแปลง ผลการศึกษาที่ได้ ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศฮ่องกงของ Zhang (2005)

ตารางที่ 8 : ผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ณ วันดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน และอัตรา
ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (%) ของข้อมูลหลักทรัพย์จัดกลุ่มโดยวัดจากขนาดของบริษัท

มูลค่าหลักทรัพย์ ตามมูลค่าตลาดรวม (Market Capitalization)	จำนวน ครั้ง	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ณ วันที่มีการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน Abnormal Return; $AR_{t=0}$	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม Cumulative Abnormal Return; $CAR(0,+1)$
ควอร์ไทล์ที่ 1	14	0.33335 (0.528)	-0.06405 (0.943)
ควอร์ไทล์ที่ 2	14	-1.05323 (0.502)	-1.91110 (0.332)
ควอร์ไทล์ที่ 3	14	-1.41991 (0.323)	-3.59904 (0.208)
ควอร์ไทล์ที่ 4	14	20.98397 (0.235)	28.37079 (0.148)

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%, ** ระดับความเชื่อมั่น 95%, * ระดับความเชื่อมั่น 90%, ค่า Sig.(2-tailed) อยู่ในวงเล็บ

ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนที่ ผิดปกติสะสมของข้อมูลหลักทรัพย์จัดกลุ่มโดยวัดจากร้อยละของจำนวนหุ้นที่ ประกาศซื้อคืน

อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจำแนกโดยวัดจากปริมาณหุ้นที่ประกาศซื้อคืน แบ่ง
ช่วงการทดสอบตามค่าเฉลี่ยของผลรวมของร้อยละของจำนวนหุ้นที่ประกาศซื้อคืนรวม 56
ครั้ง ดังตารางที่ 9 ผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ
พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ไม่เปลี่ยนแปลง แต่ทั้งนี้จะ
พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยในช่วงทดสอบ ณ วันซื้อคืนจริงจนถึง 1 วัน
หลังการซื้อคืนจริง ($CAR(0,+1)$) ของบริษัทที่มีร้อยละของจำนวนหุ้นที่ซื้อคืนจริงน้อยกว่า
หรือเท่ากับ 0.42851% มีค่าเท่ากับ 5.25% ซึ่งน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม

เฉลี่ยของบริษัทที่มีร้อยละของจำนวนหุ้นที่ซื้อคืนจริงมากกว่า 0.42851% เท่ากับ 8.41% สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศฮ่องกงของ Zhang (2005)

ตารางที่ 9 : ผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ณ วันดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (%) ของข้อมูลหลักทรัพย์จัดกลุ่มโดยวัดจากร้อยละของจำนวนหุ้นที่ประกาศซื้อคืน

ร้อยละของจำนวนหุ้นที่ซื้อคืนจริงเฉลี่ยต่อครั้ง	จำนวนครั้ง	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ณ วันที่มีการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน Abnormal-Return; $AR_{t=0}$	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม Cumulative Abnormal Return; $CAR(0,+1)$
น้อยกว่าหรือเท่ากับ 0.42851%	48	5.86858 (0.248)	5.24667 (0.300)
มากกว่า 0.42851%	8	-2.23418 (0.375)	8.41400 (0.644)

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%, ** ระดับความเชื่อมั่น 95%, * ระดับความเชื่อมั่น 90%, ค่า Sig.(2-tailed) อยู่ในวงเล็บ

ผลการศึกษาล้วนที่ 3 การศึกษาการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ภายหลังการซื้อคืนจริงแล้วเสร็จของบริษัทที่ไม่สามารถจำหน่ายหุ้นคืนได้ภายในระยะเวลา 3 ปี และประกาศลดทุนจดทะเบียนและทูนชำระแล้ว

ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงประกาศลดทุนจดทะเบียนและทูนชำระแล้ว

การทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ พบว่า ไม่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ จากรวม 31 วัน ยกเว้นวันที่ 14 ก่อนการประกาศลดทุนจดทะเบียนและทูนชำระแล้ว⁷ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยเป็นวันที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงลบ นั่นคือ การประกาศลดทุนจดทะเบียนและทูนชำระแล้วส่งผลกระทบต่อในเชิงลบกับราคาของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

อาจเกิดจากการคาดการณ์ของนักลงทุนถึงผลสำเร็จของโครงการซื้อหุ้นคืนจากงบการเงิน หรือนักลงทุนบางกลุ่มทราบข่าวการประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วก่อนการประกาศอย่างเป็นทางการ

ผลการศึกษาข้างต้นสอดคล้องกับการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ผลการทดสอบดังตารางที่ 10 พบว่า มีเพียงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงทดสอบ คือ 1-5 วันก่อนการประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้ว (CAR(-5,-1)) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ (ปฏิเสธสมมติฐาน $H_0: \overline{CAR}_i = 0$ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%) โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยเท่ากับ -8.45% หมายถึง ช่วงทดสอบการประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้ว ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในเชิงลบ!

ตารางที่ 10 : ผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้ว

อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม Cumulative Abnormal Return (CAR)	Mean (%)	Std.Deviation	t-statistic	Sig.(2-tailed)
CAR(-15,+15)	-0.41103	55.10792	-0.021	0.984
CAR(-15,-1)	9.60134	47.51512	0.572	0.586
CAR(-10,-5)	27.59704	52.63532	1.483	0.182
CAR(-5,-1)	-8.45163	11.87371	-2.013	0.084*
CAR(-5,+5)	4.01016	17.38289	0.653	0.535
CAR(0,+5)	12.46179	26.51492	1.329	0.225
CAR(-1,+1)	1.66573	26.24289	0.18	0.863
CAR(+5,+10)	-4.42832	19.81249	-0.632	0.547
CAR(+5,+15)	-21.13698	38.6323	-1.548	0.166
CAR(+1,+15)	-14.23039	30.05516	-1.339	0.222

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%, ** ระดับความเชื่อมั่น 95%, * ระดับความเชื่อมั่น 90%

ผลการศึกษารายที่ 4 การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานด้านอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

ผลการวิเคราะห์เปรียบเทียบการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะสั้น

การทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในระยะสั้น (ก่อนและหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน 2 ไตรมาส) ได้ผลการทดสอบดังตารางที่ 11 พบว่า มีอัตราส่วนทางการเงินปรับตัวเพิ่มขึ้นภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนในระยะสั้น (ปฏิเสธสมมติฐาน $H_0: \overline{Ratio}_{pre} \geq \overline{Ratio}_{post}$ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%) เพียง 1 ตัวแปร ได้แก่ เงินปันผลต่อหุ้น อาจเกิดจากนักลงทุนคาดการณ์ว่าหากมีการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน (ซื้อคืนจริง) จะทำให้จำนวนหุ้นลดลง และคาดว่าจะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนต่อหุ้นมากขึ้น ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ **Wang and Johnson (2008)** ศึกษาการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ พบว่า ไม่ปรับตัวดีขึ้นภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนในระยะสั้น สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศออสเตรเลียของ **Evans (2001)** ศึกษาการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น อัตรากำไรสุทธิ มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และอัตราการเติบโตยั่งยืน พบว่า มีอัตราส่วนทางการเงินปรับตัวเพิ่มขึ้นภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนในระยะสั้น ได้แก่ กำไรต่อหุ้น แต่มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นปรับตัวลดลงภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนในระยะสั้น ทั้งนี้มีผลการศึกษาไม่สอดคล้อง ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นภายหลังการ

ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนในระยะสั้น รวมทั้งอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ปรับตัว ลดลงภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนในระยะสั้น

ตารางที่ 11 : ผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราส่วนทางการเงินในระยะสั้น (ก่อนและหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้น
คืน 2 ไตรมาส)

อัตราส่วนทางการเงิน	ก่อน (1)	หลัง (2)	เปลี่ยนแปลง (2) - (1)	ร้อยละการ เปลี่ยนแปลง	t-statistic	Sig.(1-tailed)
กำไรต่อหุ้น (บาท)	0.48875	0.49392	0.00517	1.05780	0.073	0.471
เงินปันผลต่อหุ้น (บาท)	0.47469	0.6217	0.14701	30.96969	1.469	0.0745*
มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (บาท)	16.1275	14.95875	-1.16875	-7.24694	-1.418	0.4185
อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (%)	17.17458	15.63635	-1.53823	-8.95643	-0.953	0.3275
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (%)	11.47417	14.31899	2.84483	24.79325	0.781	0.219

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%, ** ระดับความเชื่อมั่น 95%, * ระดับความเชื่อมั่น 90%

ผลการวิเคราะห์เปรียบเทียบการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนต่อผลการ ดำเนินงานของบริษัทในระยะยาว

การทดสอบสมมติฐานทางสถิติของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในระยะยาว (ก่อนและหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน 12 ไตรมาส) ดังตารางที่ 12 พบว่า มีอัตราส่วนทางการเงินปรับตัวเพิ่มขึ้นภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนในระยะยาว (ปฏิเสธสมมติฐาน $H_0: \overline{Ratio}_{pre} \geq \overline{Ratio}_{post}$ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%) เพียง 1 ตัวแปร นั่นคือ เงินปันผลต่อหุ้น ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ **Wang and Johnson (2008)** ศึกษาการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ พบว่า ไม่ปรับตัวดีขึ้นภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนในระยะยาว แต่สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศออสเตรเลียของ **Evans (2001)** ศึกษาการ

เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น อัตรากำไรสุทธิ มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และอัตรากาเริบโตยั่งยืน พบว่า กำไรต่อหุ้น มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ปรับตัวลดลงภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนในระยะยาว แต่มีผลการศึกษาไม่สอดคล้อง ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนในระยะยาว รวมทั้งอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ปรับตัวลดลงภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนในระยะยาว

ตารางที่ 12 : ผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราส่วนทางการเงินในระยะยาว (ก่อนและหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน 12 ไตรมาส)

อัตราส่วนทางการเงิน	ก่อน (1)	หลัง (2)	เปลี่ยนแปลง (2) - (1)	ร้อยละการ เปลี่ยนแปลง	t-statistic	Sig.(1-tailed)
กำไรต่อหุ้น (บาท)	1.44731	0.85529	-0.59203	-40.90485	-1.899	0.461
เงินปันผลต่อหุ้น (บาท)	0.56495	1.45382	0.88888	157.33605	3.186	0.0035***
มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (บาท)	44.55272	23.03499	-21.51773	-48.29723	-1.702	0.4445
อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (%)	18.31322	16.54408	-1.76914	-9.66045	-0.272	0.1055
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (%)	10.6085	12.01436	1.40586	13.25220	0.604	0.278

*** ระดับความเชื่อมั่น 99%, ** ระดับความเชื่อมั่น 95%, * ระดับความเชื่อมั่น 90%

สรุปผลการศึกษา

ผลการศึกษาข้อมูลหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอ ที่ประกาศและดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 ถึงวันที่ 31 มีนาคม พ.ศ. 2552 สรุปได้ดังนี้ การศึกษาในส่วนแรกพบว่า ณ วันประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen (1994) และเกิดอัตรา

ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเชิงบวกในช่วงทดสอบระยะสั้น คือ 1 วันก่อนและหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน (CAR(-1,+1)) อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% สอดคล้องกับการศึกษาของ **รักจิภา เอี่ยมวิจารณ์ (2549)**

การจัดกลุ่มข้อมูลหลักทรัพย์ตามขนาดของบริษัท โดยวัดจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามมูลค่าตลาดรวม (Market Capitalization) และจัดข้อมูลให้อยู่ในรูปควอร์ไทล์ (Quartile) พบว่า บริษัทขนาดเล็กได้รับผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ในเชิงบวกมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ เมื่อมีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศออสเตรเลียของ **Ekanayake (2004)** แต่ทั้งนี้ข้อมูลของหลักทรัพย์ในควอร์ไทล์ที่ 3 ได้รับผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ในเชิงบวกมากที่สุด

การจัดกลุ่มข้อมูลหลักทรัพย์ตามร้อยละของจำนวนหุ้นที่ประกาศซื้อคืนพบว่า บริษัทที่มีร้อยละของจำนวนหุ้นที่ประกาศซื้อคืนมากได้รับผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ในเชิงบวกมากกว่าบริษัทที่มีร้อยละของจำนวนหุ้นที่ประกาศซื้อคืนน้อยกว่า เมื่อมีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% แต่ทั้งนี้ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่ร้อยละของจำนวนหุ้นที่ประกาศซื้อคืนมากกว่า 8.00% - น้อยกว่าหรือเท่ากับ 10.00% ไม่ได้ได้รับผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ในเชิงบวกมากกว่าบริษัทที่มีร้อยละของจำนวนหุ้นที่ประกาศซื้อคืนน้อยกว่า สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศออสเตรเลียของ **Ekanayake (2004)**

การศึกษาในส่วนที่สอง พบว่า วันดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน (วันซื้อคืนจริง) ไม่ส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ ซึ่งไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศฮ่องกง

ของ **Zhang (2005)** แต่สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศฝรั่งเศสของ **Ginglinger and Hamon (2006)**

การจัดกลุ่มข้อมูลหลักทรัพย์ตามขนาดของบริษัท โดยวัดจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามมูลค่าตลาดรวม (Market Capitalization) และจัดข้อมูลให้อยู่ในรูปควอร์ไทล์ (Quartile) ผลการศึกษาไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่คาดไว้ โดยพบว่าบริษัทขนาดเล็กจะได้รับผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ในเชิงบวกน้อยกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ เมื่อมีการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน (วันซื้อคืนจริง) ไม่สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศฮ่องกงของ **Zhang (2005)**

การจัดกลุ่มข้อมูลหลักทรัพย์ตามร้อยละของจำนวนหุ้นที่ซื้อคืนจริง พบว่า บริษัทที่มีร้อยละของจำนวนหุ้นที่ซื้อคืนจริงมากจะได้รับผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ในเชิงบวกมากกว่าบริษัทที่มีร้อยละของจำนวนหุ้นที่ซื้อคืนจริงน้อยกว่า เมื่อมีการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน (วันซื้อคืนจริง) สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศฮ่องกงของ **Zhang (2005)**

การศึกษาในส่วนที่สาม พบว่า เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในเชิงลบ ณ วันที่ 14 ก่อนการประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้ว ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% และเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงลบในช่วงทดสอบ คือ 1-5 วันก่อนการประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้ว ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% นั่นคือ การประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์

การศึกษาในส่วนที่สี่ พบว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะสั้น (2 ไตรมาส) และในระยะยาว (12 ไตรมาส) วัดจากอัตราส่วนทางการเงิน ได้แก่ เงินปันผลต่อหุ้น

ปรับตัวดีขึ้นภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนอย่างมีนัยสำคัญ แต่ทั้งนี้พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นทั้งในระยะสั้นและระยะยาวภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาของ **Wang and Johnson (2008)** และพบว่า กำไรต่อหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะสั้นและปรับตัวลดลงในระยะยาวภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นปรับตัวลดลงทั้งในระยะสั้นและระยะยาวภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศออสเตรเลียของ **Evans (2001)**

ผลสรุปของการศึกษาสะท้อนให้เห็นว่า การประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนในระยะสั้น ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นถึงการที่นักลงทุนระดมซื้อเพื่อเก็งกำไรในระยะสั้น ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์บางตัวมีการปรับตัวสูงขึ้นจนส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม โดยเกิดขึ้นเพียงระยะสั้น จากนั้นจึงปรับตัวเข้าสู่ระดับปกติภายหลังการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน รวมทั้งผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราส่วนทางการเงิน ได้แก่ เงินปันผลต่อหุ้นมีการปรับตัวเพิ่มขึ้น สาเหตุอาจเกิดจากนักลงทุนคาดการณ์ว่า หากมีการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน (ซื้อคืนจริง) จะทำให้จำนวนหุ้นลดลง ส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนต่อหุ้นมากขึ้น และเมื่อมีการดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืน (ซื้อคืนจริง) จึงไม่มีผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ เนื่องจากนักลงทุนได้ตอบสนองต่อข่าวการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนไปแล้ว ท้ายที่สุดเมื่อบริษัทไม่สามารถจำหน่ายหุ้นซื้อคืนได้ภายในกำหนดระยะเวลา จึงประกาศดำเนินการลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้ว โดยนักลงทุนสามารถคาดการณ์ได้จากงบการเงินหรืออาจเกิดจากนักลงทุนบางกลุ่มทราบข่าวการประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วก่อนการประกาศอย่างเป็นทางการ ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉี่ยใน

เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญในช่วงวันที่ 14 ก่อนการประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้ว

ข้อเสนอแนะของการศึกษาต่อในอนาคต

1. ควรมีการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนของบริษัท
2. ควรมีการศึกษาถึงผลกระทบของการซื้อหุ้นคืนต่อที่มีต่อสภาพคล่องการซื้อขาย อาจวัดได้จากส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย (Bid-Ask Spreads)
3. ควรมีการศึกษาถึงผลกระทบของการซื้อหุ้นคืนที่มีต่อการปรับตัวของความเสี่ยงที่เป็นระบบและต้นทุนของเงินทุน

หมายเหตุ

¹ดูรายละเอียดใน นราทิพย์ ทับเที่ยง, การศึกษาการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอ, Working Paper, ธันวาคม 2552.

²ดูรายละเอียดใน กฎกระทรวง กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนและการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ. 2544. ราชกิจจานุเบกษา. ฉบับกฤษฎีกา 118, ตอนที่ 110ก (30 พฤศจิกายน): 10-15.

³⁻⁷ ดูรายละเอียดใน นราทิพย์ ทับเที่ยง, การศึกษาผลกระทบการซื้อหุ้นคืนต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอ, Working Paper, ธันวาคม 2552.

บรรณานุกรม

- ดาวหทัย ประจงจิตร. 2548. ปัญหากฎหมายของการซื้อหุ้นคืนตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- นราทิพย์ ทับเที่ยง, การศึกษาผลกระทบการซื้อหุ้นคืนต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอ, Working Paper, ธันวาคม 2552.
- นราทิพย์ ทับเที่ยง, การศึกษาการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอ, Working Paper, ธันวาคม 2552.
- รักธิภา เอี่ยมวิจารณ์. 2549. การศึกษาปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีนโยบายซื้อหุ้นคืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ศิริวรรณ นิตย์ดำรง. 2546. ผลกระทบจากนโยบายการซื้อหุ้นคืนต่อราคาตลาดและความผันผวนของราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียน. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- Cook, O., D., Krigman, L., Leach, J., 2003. "An Analysis of SEC Guidelines for Executing Open Market Repurchase". **Journal of Business** 2 : 289-315.
- Ekanayake, S., 2004. "Information Signaling of Share Buy-Back Announcements-Recent Australian Evidence". **Working Paper**
- Evans, J., P., Evans, R., T., 2001. "Accounting Performance of Firm Pursuing a Share Repurchase Strategy". **Journal of Asian Review of Accounting** 9 : 56-74.
- Ginglinger, E., Hamon, Jacques., 2006. "Actual Share Repurchases, Timing and Liquidity". **Journal of Banking & Finance** 31 : 915-938.

- Ikenberry, D., Lakonishok, J., Vermaelen, T., 1994. “Market Underreaction to Open Market Share Repurchases”. **Journal of Financial Economics** 39 : 181-208.
- Simon Riley. 2002. **Singapore Companies' Share Repurchases**. From <http://www.accaglobal.com/archive/2888864/31204>
- Vermaelen, T., 2002. “Regulation, Taxes, and Share Repurchases in the United Kingdom”. **Journal of Business** 75 : 245-281.
- Wang, J., Johnson, L.D. 2008. “Information Asymmetry, Signaling, and Share Repurchase”. **Working Paper**
- Zhang, H., 2005. “Share Price Performance Following Actual Share Repurchase”. **Journal of Banking&Finance** 29 : 1887-1901.