

บทที่ 5

บทสรุป อภิปรายผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

การศึกษาปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีนโยบายการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นผลมาจากการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ออกพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ.2544 ซึ่งมีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 โดยอนุญาตให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถทำการซื้อหุ้นของตนคืนได้ จึงทำให้มีบางบริษัทมีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน ทั้งนี้การซื้อหุ้นคืนต้องเป็นไปตามหลักการและเงื่อนไขที่กำหนด ซึ่งบริษัทที่จะทำการซื้อหุ้นคืนได้ต้องมีพื้นฐานทางการเงิน สภาพคล่อง และการทำกำไรที่ดี อย่างไรก็ตาม มีความเป็นไปได้ว่าการซื้อหุ้นคืนอาจเป็นเพียงเครื่องมือของบริษัทที่จ่ายราคาหลักทรัพย์ในตลาด ไม่เกิดจากความต้องการบริหารสภาพคล่องของบริษัท ดังนั้น การวิจัยครั้งนี้จึงต้องการทดสอบการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) รวมถึง การทดสอบปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่อาจส่งผลต่อการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเป็นสิ่งที่สะท้อนให้เห็นถึงศักยภาพ และ แนวโน้มการทำกำไรในอนาคตของบริษัท การวิจัยครั้งนี้จึงมีวัตถุประสงค์การวิจัย ดังนี้

1. เพื่อศึกษาว่าบริษัทมีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) หรือไม่
2. เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่หาได้จากข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินที่ประกาศต่อสาธารณะ(ครั้งล่าสุด) ก่อนมีการประกาศซื้อหุ้นคืน
3. เพื่อศึกษาว่าบริษัทมีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นในช่วงเวลาการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) หรือไม่
4. เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่หาได้จากข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินที่ประกาศต่อสาธารณะ (ครั้งแรก) ภายหลังจากการซื้อหุ้นคืน

รูปแบบการวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม 2544 จนถึง วันที่ 30 มิถุนายน 2549 ซึ่งไม่นับรวม

1. การซื้อหุ้นคืนของบริษัทย่อยที่ซื้อหุ้นบริษัทใหญ่
2. บริษัทในกลุ่มธนาคาร จำนวน 2 บริษัท เนื่องจากหมวดอุตสาหกรรมนี้มีลักษณะเฉพาะ มีนโยบายการจัดทำบัญชีที่พิเศษ และแตกต่างจากหมวดอุตสาหกรรมอื่น
3. บริษัท ประกันคุ้มภัย จำกัด (มหาชน) (SAFE) เนื่องจากวันประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน และวันประกาศผลการดำเนินงานภายหลังการซื้อหุ้นคืน มีเวลาที่ใกล้เคียงกันมากจึงทำให้ช่วง Event Window ที่นำมาใช้เพื่อคำนวณหาผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม มีช่วงเวลาคาบเกี่ยวกัน

โดยมีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเป็นไปตามเงื่อนไข จำนวน 25 บริษัท

การวิเคราะห์ข้อมูลจะใช้โปรแกรม Statistical Package for Social Science (SPSS for window) เนื่องจากเป็นโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติที่สามารถใช้วิเคราะห์ข้อมูลได้อย่างมีประสิทธิภาพ และเป็นที่ยอมรับโดยแพร่หลาย โดยแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 4 ส่วน ดังนี้

1. การวิเคราะห์การเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
2. การวิเคราะห์การเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
3. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
4. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

เทคนิคที่ใช้ในการวิเคราะห์ ทั้ง 4 ส่วน คือ สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และสถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics)

5.1 บทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย

สำหรับบทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย จะแบ่งประเด็นการนำเสนอบทสรุปและอภิปรายผลการวิจัยออกเป็น 4 ส่วนหลัก ๆ ตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย โดยผลการวิจัยในแต่ละส่วนมีสาระสังเขป ดังนี้

1. การศึกษาการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

การเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ วัดจากค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบ (Event window) คือ $[-5, +5]$ และ $[-15, +15]$

ผลการวิเคราะห์จากค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ ในช่วงทดสอบ $[-5, +5]$ พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.1 เท่ากับ 4.63% สำหรับค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ ในช่วงทดสอบ $[-15, +15]$ พบว่าไม่มีการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ 0.1 จึงสรุปได้ว่า มีการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ที่ส่งผลต่อราคาตลาดของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ในช่วง 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

2. การศึกษาการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

การเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ วัดจากค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบ (Event window) คือ $[-5, +5]$ และ $[-15, +15]$

ผลการวิเคราะห์จากค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ ในช่วงทดสอบ [-5, +5] และ [-15, +15] พบว่า ทั้ง 2 ช่วงการทดสอบไม่มีการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ 0.1 จึงสรุปได้ว่า ไม่มีการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของบริษัท ที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ทั้งในช่วง 5 วัน และ 15 วัน ก่อนและหลัง การผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ตามลำดับ

3. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) โดยมีปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่สนใจนำมาศึกษา ดังนี้

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

ผลการวิเคราะห์ ในช่วงทดสอบ [-5, +5] พบว่า Selling and Administrative Expenses และ Accounts Receivable มีผลต่อการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) อย่างมีนัยสำคัญ (ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05) โดย Selling and Administrative Expenses มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ส่วน Accounts Receivable มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม สำหรับ

ในช่วงทดสอบ [-15, +15] พบว่า ไม่มีปัจจัยพื้นฐานทางการเงินตัวใดเลยที่มีความสัมพันธ์กับการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) อย่างมีนัยสำคัญ

4. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) โดยมีปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่สนใจนำมาศึกษาเช่นเดียวกับ "ส่วนที่ 3"

ผลการวิเคราะห์ ในช่วงทดสอบ [-5, +5] และ [-15, +15] พบว่า ไม่มีปัจจัยพื้นฐานทางการเงินตัวใดเลยที่มีความสัมพันธ์กับการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศ ผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) อย่างมีนัยสำคัญ

5.2 ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

การวิจัยเรื่อง "การศึกษาปัจจัยพื้นฐานทางการเงินกับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีนโยบายการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย" ได้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 ซึ่งมีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 โดยมีหลายบริษัทให้ความสนใจการซื้อหุ้นของตนกลับคืน และพบว่า บริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ให้เหตุผลของการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนว่าเพื่อบริหารสภาพคล่องของบริษัท เนื่องจากบริษัทมีสภาพคล่องทางการเงินและภาระหนี้คงค้างน้อย ซึ่งแสดงถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท และความเชื่อมั่นในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท แต่การประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบางบริษัทจดทะเบียน มีเหตุผลมาจากความต้องการรักษาเสถียรภาพราคาหุ้นของบริษัทไม่ให้ต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น หรือ ในกรณีที่มีการซื้อขายหุ้นของบริษัทในตลาดมีการซื้อขายที่บางเบา การซื้อ

หุ้นคืนยังอาจถูกใช้เป็นเครื่องมือในการเพิ่มสภาพคล่องให้กับหุ้นของบริษัท ผลของงานวิจัยนี้จะช่วยให้สามารถอธิบายแนวโน้มของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นั่นคือ ตลาดจะมีการตอบสนองต่อการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนในทิศทางบวก ช่วงเวลา 5 วันก่อนและหลังการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน แต่การตอบสนองดังกล่าวจะมีปฏิกริยารุนแรงมากในวันที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงแสดงให้เห็นว่านักลงทุนสามารถลงทุนเพื่อเก็งกำไรในบริษัทที่มีการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนได้ในระยะสั้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วง 5 วันก่อนมีการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน อย่างไรก็ตาม นักลงทุนต้องพิจารณาแล้วว่าบริษัทจดทะเบียนที่มีการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนนั้น มีสถานะทางการเงินและสภาพคล่องที่ดี โดยสามารถนำปัจจัยพื้นฐานทางการเงินของบริษัทมาพิจารณาเพื่อช่วยในการตัดสินใจ ซึ่งจากงานวิจัยครั้งนี้แสดงให้เห็นว่าความสามารถในการทำกำไรและสภาพคล่องของบริษัทมีความสำคัญในการนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของนักลงทุน อีกทั้งนักลงทุนควรพิจารณาถึงที่มาที่ไปของตัวเลขในงบการเงินด้วย และไม่ควรมองแค่ข้อมูลตัวเลขในช่วงที่เกิดเหตุการณ์นั้น แต่ควรพิจารณาถึงข้อมูลย้อนหลังในอดีต และแนวโน้มของธุรกิจในอนาคต ทั้งนี้ เพื่อลดความเสี่ยงในการตัดสินใจ รวมทั้งการได้รับผลตอบแทนสูงสุดจากการลงทุนด้วย

5.3 ข้อเสนอแนะของการศึกษาต่อในอนาคต

1. บริษัทจดทะเบียนที่สามารถประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนได้ มีเงื่อนไขการกันกำไรสะสมเป็นเงื่อนไขสำคัญ โดยในปี พ.ศ. 2546 ได้ระบุว่าบริษัทที่สามารถซื้อหุ้นคืนได้นั้น ต้องกันกำไรสะสมไว้เป็นเงินสำรองเท่ากับจำนวนเงินที่ได้จ่ายซื้อหุ้นคืนจนกว่าจะมีการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้หมด หรือลดทุนที่ชำระแล้วโดยวิธีตัดหุ้นซื้อคืนที่จำหน่ายไม่หมดแล้วแต่กรณี จึงส่งผลให้บริษัทที่ซื้อหุ้นคืนก่อนหน้านั้น ต้องทำการกันกำไรสะสมเพิ่มจนครบเต็มจำนวน ดังนั้น ในการวิจัยครั้งต่อไป อาจนำการกำไรสะสมมาเป็นตัวแปรเพื่อศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืน

2. การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยในระยะสั้น ดังนั้นในการวิจัยครั้งต่อไป อาจทำการทดสอบในระยะยาว เพื่อศึกษาว่าภายหลังจากการประกาศนโยบายซื้อหุ้นคืนแล้ว บริษัทได้ทำการซื้อหุ้นคืนและจำหน่ายหุ้นซื้อคืนได้หมดตามจำนวนที่ได้ระบุไว้หรือไม่ หรือบริษัทต้องทำการลดทุนเนื่องจากไม่สามารถจำหน่ายหุ้นซื้อคืนได้หมด ซึ่งจะแสดงถึงความสำเร็จของการซื้อหุ้นคืนของบริษัท