

ผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ธนพงศ์ ศิริไพบุลย์

งานนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาบริหารธุรกิจ สำหรับผู้บริหาร  
วิทยาลัยพาณิชยศาสตร์ มหาวิทยาลัยบูรพา  
มิถุนายน 2559  
ลิขสิทธิ์เป็นของมหาวิทยาลัยบูรพา

อาจารย์ผู้ควบคุมงานนิพนธ์และคณะกรรมการสอบปากเปล่างานนิพนธ์ ได้พิจารณา  
งานนิพนธ์ของ ธนพงศ์ ศิริไพบูลย์ จบนี้แล้ว เห็นสมควรรับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตาม  
หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สำหรับผู้บริหาร ของมหาวิทยาลัยบูรพาได้

อาจารย์ผู้ควบคุมงานนิพนธ์

..... อาจารย์ที่ปรึกษาหลัก  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ยอดยิ่ง ธนทวี)

คณะกรรมการสอบปากเปล่า

..... ประธาน  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ยอดยิ่ง ธนทวี)

..... กรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมถวิล จริตควร)

..... กรรมการ  
(ดร.ธีทัต ตริศิริโชติ)

วิทยาลัยพาณิชยศาสตร์อนุมัติให้รับงานนิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา  
ตามหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สำหรับผู้บริหาร ของมหาวิทยาลัยบูรพา

..... คณบดีวิทยาลัยพาณิชยศาสตร์  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.บรรพต วิรุณราช)

วันที่ 26 เดือน กรกฎาคม พ.ศ. 2559

## กิตติกรรมประกาศ

งานนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลงได้ด้วยความกรุณาจาก ดร.ยอดยิ่ง ธนทวี อาจารย์ที่ปรึกษา ที่กรุณาให้คำปรึกษาแนะนำแนวทางที่ถูกต้อง ตลอดจนแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ด้วยความละเอียดถี่ถ้วน และเอาใจใส่ด้วยดีเสมอมา ผู้วิจัยรู้สึกซาบซึ้งเป็นอย่างยิ่ง จึงขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อไพโรจน์ คุณแม่ศิริพร ศิริไพบุลย์ ที่ให้การสนับสนุน และเปิดโอกาสทางการศึกษามาตลอด รวมถึงสนับสนุนทางด้านทุนทรัพย์ในการศึกษาที่ผ่านมา ขอขอบคุณเพื่อน ๆ EX-MBA รุ่นที่ 37 มหาวิทยาลัยบูรพาทุกคน ที่คอยให้กำลังใจ และสนับสนุน ผู้วิจัยทั้งด้านการเรียน และการวิจัยเสมอมา

หากงานนิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อการศึกษาหรือมีส่วนดีประการใด ขอยกความดีนี้แก่บิดา มารดา และอาจารย์ทุกท่าน และหากมีข้อบกพร่องประการใด ผู้วิจัยขอน้อมรับไว้แต่ผู้เดียว

ธนพงศ์ ศิริไพบุลย์

56710179: สาขาวิชา: บริหารธุรกิจ สำหรับผู้บริหาร; บธ.ม. (บริหารธุรกิจ สำหรับผู้บริหาร)

คำสำคัญ: การขายหุ้นคืน/ การขายหุ้นคลังซื้อคืน/ สภาพคล่อง

รณพงศ์ ศิริไพบูลย์: ผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (IMPACT OF SELLING TREASURY STOCK OF REGISTRERED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND)  
อาจารย์ผู้ควบคุมงานนิพนธ์: ยอดยิ่ง ธนทวี, Ph.D., 53 หน้า. ปี พ.ศ. 2559.

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพิจารณาการขายหุ้นคลังซื้อคืนทำให้สภาพคล่องของหุ้นลดลง (ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น) ซึ่งกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีนโยบายขายหุ้นคลังซื้อคืน ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2553 จนถึงวันที่ 17 มิถุนายน พ.ศ. 2558

ผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า การขายหุ้นคลังซื้อคืนทำให้สภาพคล่องของหุ้นลดลง (ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น) ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Barclay and Smith (1988) แสดงว่า ในประเทศไทยการขายหุ้นคลังซื้อคืนจะทำให้สภาพคล่องของหุ้นลดลง ซึ่งแตกต่างกับของ De Cesari, Espenlaub & Khurshed (2011) ในประเทศอิตาลี คือ การขายหุ้นคลังซื้อคืนจะทำให้สภาพคล่องสูงขึ้น

ผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา คือ จำนวนหุ้นที่ขายคืน (Sell) โดยมีตัวแปรควบคุม คือ ปริมาณการซื้อขาย (Volume) ราคาหุ้น (Price) และความผันผวน (Volatility) พบว่า จำนวนหุ้นที่ขายคืน ปริมาณการซื้อขาย ความผันผวน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งบ่งชี้ให้เห็นว่าการขายหุ้นคลังซื้อคืนทำให้สภาพคล่องของหุ้นลดลง (ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น)

56710179: MAJOR: BUSINESS ADMINISTRATION FOR EXECUTIVES; M.B.A.  
(BUSINESS ADMINISTRATION FOR EXECUTIVES)

KEYWORDS: SELLING OF RETURN STOCK/ SELLING OF TREASURY STOCK/  
LIQUIDITY

THANAPONG SIRAPAIBOOL: IMPACT OF SELLING TREASURY STOCK OF  
REGISTRERED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND.

ADVISOR: YORDYING THANATAWEE, Ph.D., 53 P. 2016.

The research attempts to study impacts of selling treasury stock on liquidity of the shares of the registered companies in the Stock Exchange of Thailand (SET) considering selling of return stock to lessen share liquidity (The margin of bid and offer price is broader) The subjects in this study were registered companies in SET whose policy included selling treasury stock since 1 January, 2010 to 17 June 2015.

It was found from the study on impacts of selling treasury stock on liquidity of the shares of the registered companies in the Stock Exchange of Thailand (SET) that selling of return stock could lessen share liquidity (The margin of bid and offer price was broader.) and this conform with the study of Barclay and Smith (1988). This means that selling of treasury stock in Thailand lessen liquidity. In contrast to the study of De Cesari, Espenlaub & Khurshed (2011) in Italy, selling of return stock could raise share liquidity.

The study of the impact of selling treasury stock on liquidity of the shares of the registered companies in the Stock Exchange of Thailand (SET) via amount of return share with volume of sales, price and volatility as independent variables showed that number of return share, sales volumes, and volatility positively correlated with the share liquidity significantly. price and volatility. This indicates that selling treasury stock could lessen share liquidity (The margin of bid and offer price was broader).

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
สารบัญ.....	ฉ
สารบัญตาราง.....	ช
สารบัญภาพ.....	ฅ
บทที่	
1 บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	4
สมมติฐานของการวิจัย.....	4
กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	5
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย.....	5
ขอบเขตของการวิจัย.....	6
ข้อจำกัดของการวิจัย.....	6
นิยามศัพท์เฉพาะ.....	6
2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	8
หลักเกณฑ์และวิธีการซื้อหุ้นคืนและการขายหุ้นคลังซื้อคืนของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	8
แนวคิดและทฤษฎี.....	10
การวัดสภาพคล่อง.....	16
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	19
3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	23
กลุ่มตัวอย่าง.....	23
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	23
วิธีการดำเนินการวิจัย.....	24
ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย.....	24
สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล.....	25

## สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
4 ผลการวิจัย.....	26
ลักษณะทั่วไปของข้อมูล.....	26
ส่วนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics).....	26
ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics).....	28
5 สรุปผล อภิปราย และข้อเสนอแนะ.....	35
สรุปผล.....	35
อภิปรายผล.....	36
ข้อเสนอแนะ.....	39
ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป.....	40
บรรณานุกรม.....	41
ภาคผนวก.....	45
ภาคผนวก ก.....	46
ภาคผนวก ข.....	49
ประวัติย่อของผู้วิจัย.....	53

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
4-1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาประเภทอุตสาหกรรมของกลุ่มตัวอย่าง.....	27
4-2 ค่าสถิติของสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายขายหุ้นคลังซื้อคืน.....	27
4-3 ค่าสหสัมพันธ์ทางสถิติของค่าสถิติของสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายขายหุ้นคลังซื้อคืน (Correlation matrix).....	29
4-4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสภาพคล่องของหุ้น QSpread.....	30
4-5 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสภาพคล่องของหุ้น RSpread.....	32
4-6 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย.....	34
ภาคผนวก ก-1 รายชื่อหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีนโยบายการประกาศขายหุ้นคลังซื้อคืน.....	47
ภาคผนวก ข-1 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรจากโปรแกรมทางสถิติ SPSS.....	50



## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1-1 กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	5
2-1 ขั้นตอนในการซื้อหุ้นคืน.....	9
2-2 ขั้นตอนในการขายหุ้นซื้อคืน.....	10

# บทที่ 1

## บทนำ

### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การซื้อขายหุ้นเป็นเครื่องมือในการบริหารทางการเงิน เมื่อบริษัทมีกำไรสะสมและมีสภาพคล่องทางการเงินสูงหมายถึง บริษัทมีเงินเพียงพอที่จะนำไปลงทุนในหุ้นบริษัทเอง เมื่อบริษัทเห็นว่าหุ้นมีราคาต่ำเกินจริง การลงทุนในหุ้นของบริษัทจะได้รับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่าการลงทุนประเภทอื่น นอกจากนี้ยังเป็นเครื่องมือในการปรับโครงสร้างทางการเงินของบริษัท โดยแต่ละครั้งจะทำให้จำนวนหุ้นลดลง ทำให้ EPS เพิ่มขึ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2554) สำหรับการซื้อหุ้นคืนไม่ใช่เป็นกลยุทธ์ที่ใช้ในเวลาหุ้นเข้าสู่ภาวะขาขึ้นแต่เลือกใช้เมื่อตลาดเป็นขาลง ราคาหุ้นของบริษัทที่มีผลประกอบการดีเยี่ยมหรือผู้บริหารมั่นใจว่าดีเยี่ยม และบริษัทต้องการรักษามูลค่าผู้ถือหุ้นเอาไว้ไม่ให้ไหลเลื่อนไปตามกระแสตลาดขาลงมากเกินไป การซื้อหุ้นคืนยังเป็นการกอบกู้ภาพลักษณ์ด้านราคาและต้องการสร้างความภักดีต่อผู้ถือหุ้นเอาไว้เป็นระยะเวลานาน ในปัจจุบันกฎหมายได้กำหนดให้บริษัทที่จะซื้อหุ้นคืนไม่เกิน 10% ของทุนจดทะเบียน หลังจากที่คณะกรรมการของตลาดหลักทรัพย์ฯ มีมติไปแล้ว สามารถใช้วิธีแจ้งกับผู้ถือหุ้นโดยใช้หนังสือเวียนแทนการเรียกประชุมผู้ถือหุ้นได้ ข้อดีของการใช้วิธีดังกล่าวคือ 1) ทำให้ระยะเวลาเร็วขึ้น และจะทำให้ราคาหุ้นสะท้อนภาพราคาที่แท้จริงได้ทันสถานการณ์มากขึ้น 2) กำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้นหลังมีประกาศซื้อหุ้นคืนเป็นกำไรจากส่วนต่างของราคาที่ไม่ต้องเสียภาษี (ได้รับการยกเว้นกำไรจากส่วนต่างราคาหรือ Capital gain tax) ส่วนกำไรจากเงินปันผล ในระยะเวลาที่ยังไม่ต้องขายหุ้นคืน หรือถ่วงเก็งกำไรเป็นแค่ของแถมเท่านั้น (พลวัต, 2558)

สำหรับวิธีการซื้อหุ้นคืนจะเป็นการซื้อบนกระดานหลัก (Main board) ของตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยราคาที่ซื้อต้องไม่เกินกว่า 115% ของราคาปิดของหุ้นเฉลี่ย 5 วันทำการซื้อขายก่อนหน้า อย่างไรก็ตาม กรณีนี้จะใช้ได้เมื่อบริษัทมีการซื้อหุ้นคืนไม่เกิน 10% ของทุนชำระแล้วเท่านั้น การเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นเป็นการทั่วไป (General Offer: GO) (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2554)

ในประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐอเมริกา อังกฤษ ฝรั่งเศส เป็นต้น นิยมใช้วิธีการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์เป็นวิธีของการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นทางอ้อม โดยเฉพาะประเทศอเมริกามีการซื้อขายหุ้นคืนในนามบริษัทจดทะเบียนได้ขยายเพิ่มมากขึ้นเป็นอย่างมาก

โดยในปี ค.ศ. 1994 และปี ค.ศ. 2000 ได้ใช้การซื้อหุ้นคืนมาเป็นวิธีหลักในการประกาศนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา (ยอคยั้ง ธนทวี, 2554) สำหรับในประเทศอื่น ๆ เช่น ประเทศฝรั่งเศส เดิมกฎหมายบริษัทของประเทศฝรั่งเศสไม่ได้อนุญาตให้บริษัทมหาชนจำกัด สามารถซื้อหุ้นของตนเองคืนได้ แต่เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม ค.ศ. 1998 ประเทศฝรั่งเศสได้มีการปฏิรูปกฎหมายบริษัทใหม่ทำให้เกิดการแก้ไขกฎหมายบริษัทในส่วนที่เกี่ยวข้องกับบริษัทมหาชนจำกัด ให้บริษัทมหาชนจำกัดสามารถซื้อหุ้นของตนเองคืนได้โดยมีเนื้อหาดังนี้ การซื้อหุ้นคืนเพื่อนำหุ้นมาแจกจ่ายหรือให้สิทธิซื้อหุ้นแก่ลูกจ้างที่เข้าร่วม โครงการแบ่งกำไร เพื่อลดทุนร้อยละสิบหรือมากกว่า โดยไม่ใช่เพราะบริษัทขาดทุนและการซื้อหุ้นคืนโดยบริษัทมหาชนจำกัดตั้งแต่ร้อยละสิบของทุนเพื่อวัตถุประสงค์ต่าง ๆ เป็นต้น โดยมีวิธีการซื้อหุ้นคืน คือบริษัทสามารถซื้อหุ้นของตนเองคืนได้ใน 2 ช่องทางคือในตลาดหลักทรัพย์หรือ OTC (Over-the-counter market) เป็นการซื้อหุ้นคืนนอกตลาดหลักทรัพย์โดยการตกลงกันระหว่างบริษัทกับผู้ถือหุ้นที่ต้องการขายหุ้น เป็นต้น (ปิยะ ดำรงฤทธิกุล, 2553)

การซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยในอดีตที่ผ่านมาเมื่อ 10 ปี มีการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปลายปี พ.ศ. 2544 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ได้มีการอนุญาตให้บริษัทจดทะเบียนสามารถดำเนินการซื้อหุ้นคืนได้ ซึ่งขณะนั้นมีบริษัทที่เข้าจดทะเบียนเพียง 59 บริษัท เท่านั้น เหตุผลที่บริษัทมีการจดทะเบียนน้อยเนื่องมาจากการขาดความรู้และความเข้าใจในหลักการ ประโยชน์ที่จะได้รับจากการซื้อหุ้นคืนของฝ่ายบริหารของบริษัท ฯ (ยอคยั้ง ธนทวี, 2554) ปัจจุบันตลาดหุ้นไทย ราคาหุ้นปรับลดลงอย่างต่อเนื่องและราคาหุ้นหลาย ๆ ตัว แตะระดับต่ำสุดในรอบหลายปี บรรยากาศดังกล่าวทำให้ในช่วงครึ่งปีหลังได้เห็นการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน (Treasury stock) ของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่หลาย ๆ แห่ง ด้วยเหตุผลเพื่อการบริหารสภาพคล่องส่วนเกินของบริษัทให้ได้ประโยชน์สูงสุด และแสดงถึงสถานะที่แข็งแกร่งของบริษัท เมื่อราคาหุ้นปรับตัวต่ำกว่าราคาพื้นฐานที่ควรจะเป็นหรือราคาถูกเกินไปแล้ว การซื้อหุ้นคืนถือเป็นกลยุทธ์ที่บริษัทจดทะเบียนนำมาใช้เพื่อพยุงราคาหุ้น สำหรับการเริ่มการซื้อหุ้นคืนนั้นต้องมีการประเมินแล้วว่าราคาหุ้น ณ เวลานั้นต่ำกว่าราคาที่เป็นจริง ซึ่งไม่แตกต่างจากนักลงทุนที่ตัดสินใจซื้อหุ้น การซื้อหุ้นคืนมีผลเชิงบวกต่ออัตราส่วนทางการเงิน เพราะจำนวนหุ้นที่ลดลงจะทำให้อัตรากำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) สูงขึ้นอีกด้วย เนื่องจากจำนวนหุ้นที่ซื้อคืนจะ โคนหักออกไปจากจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดของบริษัทที่ใช้ในการคำนวณกำไรต่อหุ้น อย่างไรก็ตามกำไรต่อหุ้นที่เพิ่มขึ้นนั้น ไม่ได้มาจากปัจจัยพื้นฐานที่เป็นจริง เพราะหากในระยะยาวเมื่อบริษัทขายหุ้นคืนสู่ตลาด กำไรต่อหุ้นอาจจะกลับมาสู่จุดเดิมหรือต่ำกว่าถ้าไม่สามารถสร้างส่วนของกำไรให้เติบโตได้ โครงการซื้อหุ้นคืนเป็นการสะท้อนให้เห็นถึงวิสัยทัศน์

ของผู้บริหารที่คอยดูแลผลประโยชน์ ความมั่นคงของผู้ถือหุ้นและมีความมั่นใจในการเติบโตทางธุรกิจ รวมทั้งมีกระแสเงินสดที่แข็งแกร่ง (ฐิติเมธ โภคชัย, 2558)

ประเทศต่าง ๆ ได้มีการผ่อนคลายนโยบายของหลักทรัพย์ต่าง ๆ ลงไปเป็นจำนวนมาก อันเนื่องมาจากการที่สถานะเศรษฐกิจที่ตกต่ำทำให้บริษัทมหาชนต่าง ๆ ต้องการปรับตัวเพื่อให้อยู่รอดและการซื้อหุ้นคืนนั้นก็ยังมีประโยชน์ดังนี้คือ การซื้อหุ้นกลับคืนนั้นเพื่อป้องกันการถูกรอบงำกิจการ (Defensive tactic) เป็นการขจัดความขัดแย้งของผู้ถือหุ้นหรือผู้บริหารเพื่อประโยชน์ต่อการบริหารงานของบริษัท เพื่อรักษาระดับของราคาหุ้นของบริษัท ๆ เพื่อแปรสภาพจากบริษัทมหาชนจำกัดเป็นบริษัทเอกชน เป็นต้น (ปิยะ ดำรงฤทธิกุล, 2553) ข้อจำกัดเกี่ยวกับการซื้อหรือขายหุ้นคืน คือ ไม่ใช่บริษัทจะสามารถทำได้ตลอดเวลาเนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้มีข้อกำหนดห้ามบริษัทเข้าทำการซื้อหุ้นคืนหรือขายหุ้นที่ซื้อคืนในช่วงที่อยู่ระหว่างกำลังจะประกาศข้อมูลสำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัทและสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้นได้ เช่น บริษัทกำลังจะประกาศจ่ายเงินปันผล ประกาศเพิ่มทุน เป็นต้น เพื่อความเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นทุกราย รวมถึงยังเป็นการสร้างความเชื่อมั่นต่อตลาดว่าจะไม่มีการใช้ข้อมูลภายในอีกด้วย (สำนักงาน ก.ล.ต., 2551)

ในสถานะที่มีความเสี่ยงในการลงทุนซึ่งขึ้นอยู่กับเหตุการณ์หลาย ๆ เหตุการณ์ เช่น สภาพเศรษฐกิจในประเทศและต่างประเทศ ผลการดำเนินงานของแต่ละบริษัท เป็นต้น เป็นสิ่งที่ยากต่อการคาดเดาในการลงทุนซื้อหุ้นคืนสำหรับนักลงทุนเมื่อประสบปัญหาภาวะวิกฤติตลาดหุ้นและเข้ามาซื้อหุ้นแม้ในราคาที่ต่ำมาก จะต้องยอมรับความเสี่ยงที่สูงกว่าปกติ แต่สำหรับบริษัทแล้วภาวะวิกฤติในตลาดหุ้นที่ทำให้ราคาหุ้นของบริษัทตกต่ำลงมามากและดูเหมือนว่าจะเป็นโอกาสที่ดีเยี่ยมในการซื้อหุ้นตัวเองคืน ถ้าบริษัทมีเงินสดอยู่ในมือมากพอหรือมีความสามารถในการระดมเงินสดได้มากพอ เหตุผลก็คือ บริษัทหรือผู้บริหารย่อมที่จะต้องรู้จักสถานะในการดำเนินงานและการเงินของตนเองดีพอที่จะมั่นใจได้ว่า หุ้นของบริษัทถูกเกินความเป็นจริงไปมาก และการซื้อหุ้นของบริษัทก็จะเป็นผลดีต่อผู้ถือหุ้นในอนาคต (วีระชาติ ชุตินันท์วิโรดม, 2556)

เหตุผลหลักของการซื้อหุ้นคืน เพราะผู้บริหารเชื่อว่าหุ้นของบริษัทของตัวเองต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เป็นการส่งสัญญาณแสดงให้เห็นว่าผู้บริหารสามารถใช้ประกาศซื้อหุ้นคืนเพื่อส่งสัญญาณข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดในอนาคตและมูลค่าของบริษัทที่ดำเนินไป (Ofer & Thakor, 1987) อย่างไรก็ตามการซื้อหุ้นคืนมีผลต่อสภาพคล่องของหุ้น ทำให้สภาพคล่องของหุ้นดีขึ้นหรือลดลง มีการศึกษาเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนหลากหลายมาก เช่น (Barclay & Smith, 1988) พบว่าการซื้อหุ้นคืนทำให้สภาพคล่องของหุ้นลดลง ซึ่งมีผลเชิงลบต่อสภาพคล่องของหุ้น บางคนมีผลเชิงบวกต่อสภาพคล่องของหุ้น ผลยังไม่แน่ชัด ยกเว้นเพียงคณะผู้วิจัยเดียวคือ (De Cesari,

Espenlaub & Khurshed, 2011) ศึกษาการขายหุ้นคลังซื้อคืน ในประเทศอิตาลี การขายหุ้นคลังซื้อคืนจะทำให้สภาพคล่องสูงขึ้น ซึ่งสภาพคล่องของหุ้นของการขายหุ้นคลังซื้อคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัยจึงยังไม่แน่ชัดว่าการขายหุ้นซื้อคืนจะทำให้สภาพคล่องดีขึ้นหรือลดลง เพราะยังไม่เคยมีใครศึกษามาก่อน ทำให้ผู้วิจัยสนใจที่จะศึกษาเรื่องดังกล่าวนี้

การวิจัยมุ่งศึกษาสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อลดความเสี่ยงของบริษัทในการลงทุนขายหุ้นซื้อคืนเพื่อสร้างกำไรและสร้างความเชื่อถือต่อผู้ถือหุ้นให้เกิดความมั่นใจในการลงทุนให้กับนักลงทุน อีกทั้งผู้บริหารสามารถที่จะรับรู้ข้อมูลที่จะส่งผลกระทบต่อตัดสินใจและบริหารสภาพคล่องทางการเงินของบริษัทได้อย่างถูกต้อง อีกทั้งยังสามารถแข่งขันกับบริษัทต่าง ๆ ที่เป็นคู่แข่งของบริษัทได้เป็นอย่างดี

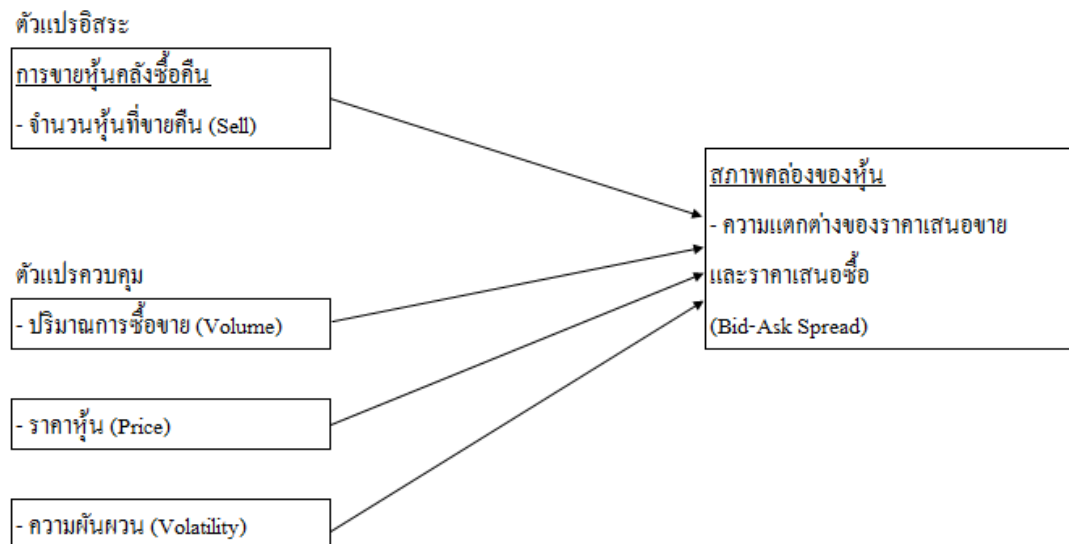
### **วัตถุประสงค์ของการวิจัย**

เพื่อศึกษาผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### **สมมติฐานของการวิจัย**

การขายหุ้นคลังซื้อคืนทำให้สภาพคล่องของหุ้นลดลง (ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น)

## กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1-1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

## ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย

1. ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถนำผลการวิจัยไปใช้ในการกำหนดนโยบายการขายหุ้นคลังซื้อคืนที่เหมาะสม
2. นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลที่ทำกรทดสอบไปเป็นแนวทางในการลงทุนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. ผลของการศึกษาสามารถนำไปเป็นข้อมูลพื้นฐานเพื่อสืบค้นสำหรับผู้สนใจศึกษาในเรื่องเกี่ยวกับผลกระทบของการดำเนินนโยบายขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ศึกษาเรื่อง ผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2553 จนถึงวันที่ 17 มิถุนายน พ.ศ. 2558 ซึ่งมีขอบเขตของการวิจัยดังนี้ คือ

ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการทดสอบการวิจัยครั้งนี้ จะพิจารณาจากจำนวนหุ้นที่ขายคืน (Sell) โดยมีตัวแปรควบคุม คือ ปริมาณการซื้อขาย (Volume) ราคาหุ้น (Price) และความผันผวน (Volatility)

## ข้อจำกัดของการวิจัย

ผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกอื่น ๆ เช่น ภาวะเศรษฐกิจทั้งภายในและภายนอกประเทศ ภาวะทางการเมือง ภาวะอุตสาหกรรม รวมไปถึงผลการดำเนินงานของบริษัท เป็นต้น ซึ่งการวิจัยนี้จะถือว่าในช่วงเวลาที่ทำการทดสอบไม่ได้รับผลกระทบใด ๆ จากปัจจัยดังกล่าวข้างต้น ซึ่งอาจทำให้ผลการวิจัยไม่สมบูรณ์

## นิยามศัพท์เฉพาะ

ซื้อหุ้นคืน (Stock repurchase) หมายถึง หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และตราสารทุนอื่นที่มีสิทธิและลักษณะเทียบเท่าหุ้นสามัญของบริษัท ซึ่งบริษัทได้ซื้อคืนกลับมา โดยหุ้นซื้อคืนที่บริษัทถือไว้ดังกล่าวเป็นหุ้นที่ไม่มีสิทธิในการออกเสียงและไม่ได้รับเงินปันผล

ขายหุ้นคลังซื้อคืน (Stock resale) หมายถึง การขายหุ้นที่บริษัทจดทะเบียนได้ทำการซื้อหุ้นคืนกลับมา เรียกว่าหุ้นคลังซื้อคืน และได้ทำการขายหุ้นคลังซื้อคืนกลับเข้าไปในตลาดหลักทรัพย์

ปริมาณการซื้อขาย (Volume) หมายถึง ปริมาณการซื้อขายของหุ้น โดยความสัมพันธ์ระหว่างราคากับปริมาณการซื้อขาย

ราคาหุ้น (Price) หมายถึง ราคาหุ้น ณ ราคาปิดตลาด

ความผันผวน (Volatility) หมายถึง ความแตกต่างระหว่างราคาสูงสุดและราคาต่ำสุดระหว่างวัน

ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ (Bid-ask spread) หมายถึง ส่วนต่างระหว่างราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อของคำสั่งซื้อขายที่ส่งเข้ามาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในเล่มนี้จะใช้ Quoted bid-ask spread (QSPREAD) และ Relative spread (RSPREAD)

Quoted bid-ask spread (QSPREAD) ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ ณ ราคาปิดของวัน Relative spread (RSPREAD) ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ ณ ราคาปิดของวัน หาค่าเฉลี่ยทั้ง 2 ราคา (Ginglinger & Hamon, 2007; Rhee & Wang, 2009; Jacoby & Zheng, 2010)

ราคาปิด (Closing price) หมายถึง ราคาของหลักทรัพย์ใด ๆ ที่เกิดจากการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เป็นรายการสุดท้ายของแต่ละวัน

สภาพคล่อง (Liquidity) หมายถึง ความสามารถของบริษัทในการเปลี่ยนสินทรัพย์ไปเป็นเงินสดได้ในระยะเวลาอันสั้น สินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงสามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ทันที ส่วนสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำจะไม่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ทันที แต่ต้องใช้ระยะเวลาหนึ่ง โดยขึ้นอยู่กับประเภทของสินทรัพย์นั้น

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหมายถึงบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand หรือ SET)



## บทที่ 2

### เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการทบทวนวรรณกรรมต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืน ต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีดังนี้

#### หลักเกณฑ์และวิธีการซื้อหุ้นคืนและการขายหุ้นคลังซื้อคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

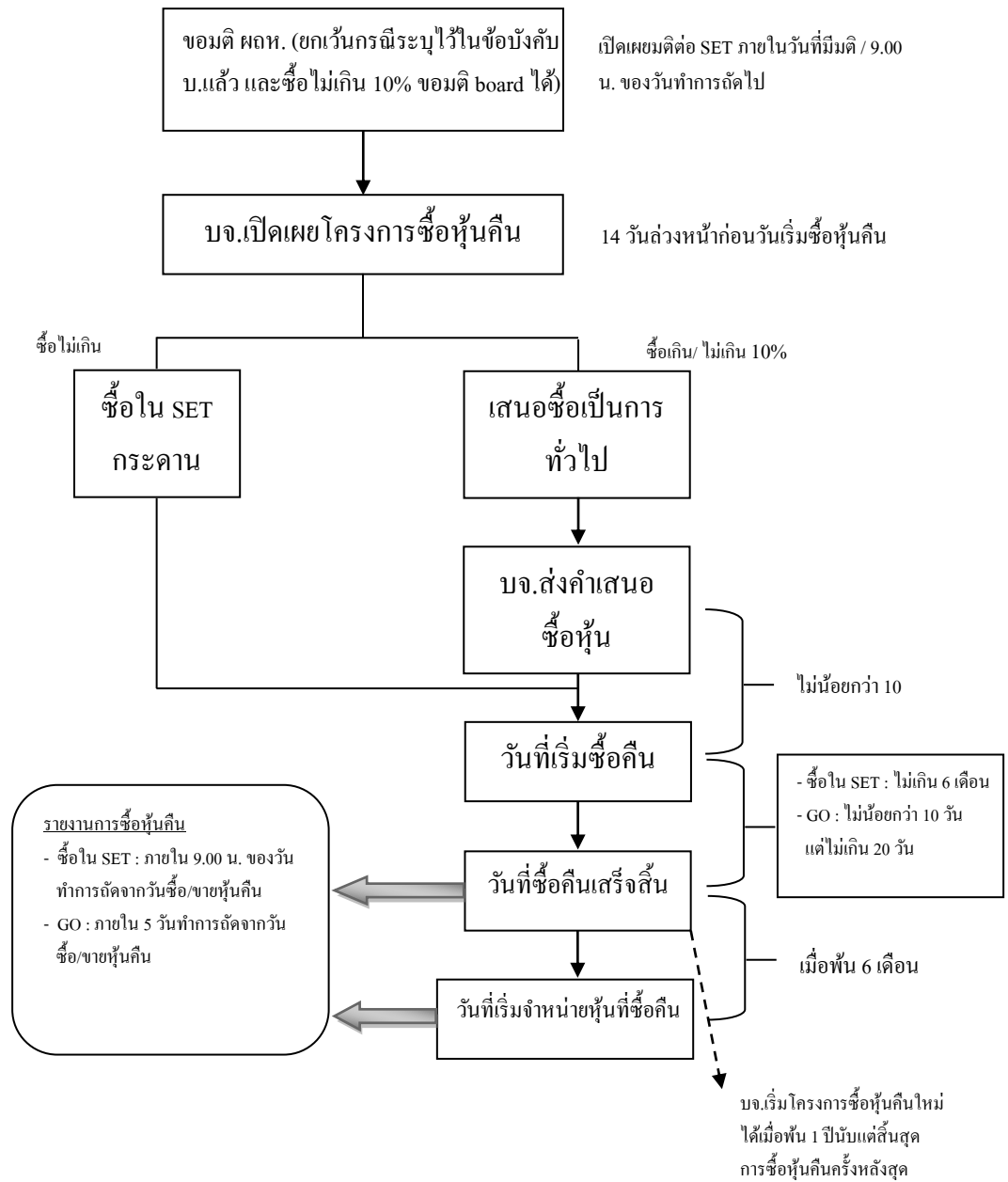
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถซื้อหุ้นคืนได้ตั้งแต่วันที่ 21 ธันวาคม พ.ศ. 2544 ซึ่งสามารถซื้อหุ้นคืนได้ไม่เกิน 10% ของทุนที่ชำระแล้ว เพื่อป้องกันผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่อาจจะเกิดขึ้นจากการซื้อหุ้นคืน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ห้ามไม่ให้บริษัทซื้อหุ้นคืน กับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันเพื่อจุดประสงค์ในการครอบครองบริษัท นอกจากนี้ บริษัทที่จะซื้อหุ้นคืนต้องมีกำไรสะสมเพียงพอและมีความสามารถในการจ่ายหนี้สิน ในช่วงเวลาระยะเวลา 6 เดือนสำหรับการซื้อหุ้นคืน

บริษัทที่จะซื้อหุ้นคืนต้องแจ้งมติที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท เกี่ยวกับการอนุมัติโครงการซื้อหุ้นคืน ต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทันทีในวันที่คณะกรรมการบริษัทมีมติ หรืออย่างช้าไม่เกินกว่าวันทำการถัดไปก่อนเวลาเปิดซื้อขายหลักทรัพย์ไม่น้อยกว่า 1 ชั่วโมง และต้องแจ้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 14 วัน ก่อนวันแรกที่จะทำการซื้อหุ้นคืน และต้องดำเนินการให้แล้วเสร็จภายใน 6 เดือน นับจากวันที่ทำการซื้อหุ้นคืนวันแรก ราคาที่ซื้อหุ้นคืนต้องไม่เกิน 115% ของราคาปิดของหุ้นเฉลี่ย 5 วันทำการย้อนหลัง

บริษัทจะทำการขายหุ้นซื้อคืนได้ภายหลัง 6 เดือน นับตั้งแต่การซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น แต่ไม่เกิน 3 ปี ถ้าเกิน 3 ปี ต้องทำการตัดหุ้นที่ซื้อคืนออก ราคาที่ขายหุ้นซื้อคืนต้องไม่น้อยกว่า 85% ของราคาปิดของหุ้นเฉลี่ย 5 วันทำการย้อนหลังก่อนการขายหุ้นซื้อคืน

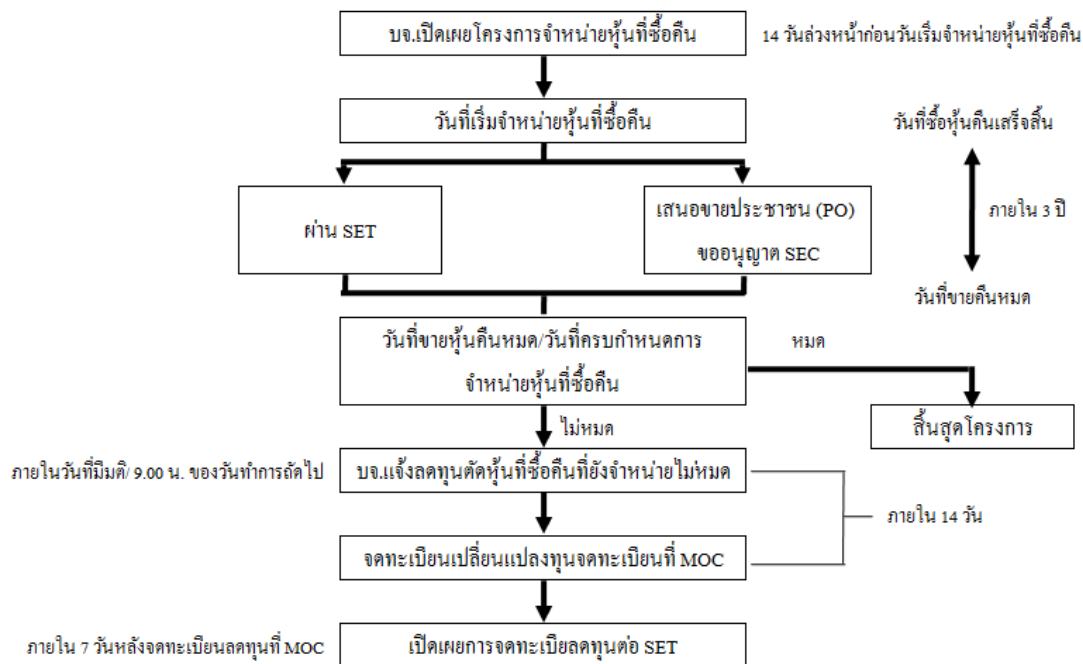
บริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืนและขายหุ้นซื้อคืนต้องรายงานผลการซื้อหุ้นคืนและขายหุ้นซื้อคืนภายในวันที่ทำรายการหรืออย่างช้าภายในวันทำการถัดไปก่อนเวลาเปิดซื้อขายหลักทรัพย์ ไม่น้อยกว่า 1 ชั่วโมง โดยบริษัทต้องเปิดเผยจำนวนหุ้นที่ซื้อขาย ราคาสูงสุด ราคาต่ำสุด ราคาเฉลี่ย และมูลค่ารวมของหุ้นซื้อคืนหรือขายคืน และห้ามไม่ให้ทำการซื้อขายหุ้นในช่วงที่มีการประกาศข้อมูลที่มีผลกระทบต่อราคาและสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้น เช่น ก่อนส่งงบการเงิน ก่อนประกาศจ่ายปันผล หรือก่อนการประกาศเพิ่มทุน เป็นต้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2551)

#### สรุปขั้นตอนในการซื้อหุ้นคืน



ภาพที่ 2-1 ขั้นตอนในการซื้อหุ้นคืน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2551)

สรุปขั้นตอนในการขายหุ้นซื้อคืน



ภาพที่ 2-2 ขั้นตอนในการขายหุ้นซื้อคืน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2551)

### แนวคิดและทฤษฎี

แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการประกาศผลตอบแทนในเชิงบวกและแรงจูงใจของผู้บริหารที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นคืนได้แก่ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ ทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ แนวคิดทางเลือกระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน แนวคิดการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์ ทฤษฎีความยืดหยุ่นทางการเงิน เป็นต้น

#### 1. ทฤษฎีการส่งสัญญาณ

คำอธิบายสำหรับผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวกเกี่ยวกับการประกาศซื้อหุ้นคืนและเหตุผลที่บริษัทซื้อหุ้นคืนในทฤษฎีการส่งสัญญาณ ขึ้นอยู่กับความคิดที่ว่าผู้บริหารทราบถึงข้อมูลภายในบริษัทดีกว่าผู้ถือหุ้นภายนอก ความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างภายในและภายนอกสามารถนำไปสู่โอกาสที่ผู้บริหารมีเกี่ยวกับการทำกำไรในอนาคต แต่ราคาหุ้นไม่สะท้อนราคาที่แท้จริง เพราะนักลงทุนเข้าถึงได้แค่ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะเท่านั้น (Grullon & Ikenberry, 2000)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณแบบดั้งเดิมแสดงให้เห็นว่าการจ่ายเงินปันผลช่วยให้โอกาสที่ดีของบริษัท Bhattacharya (1979) and Miller and Rock (1985) แสดงให้เห็นว่าผู้บริหารที่คาดหวังประสิทธิภาพที่ดีขึ้นสามารถส่งสัญญาณในเชิงบวกต่อตลาดโดยการจ่ายเงินปันผลในวันนี้เพราะพวกเขามีความมั่นใจว่าต้องการเงินทุนในอนาคตและรายได้ในอนาคต ในทางตรงกันข้ามผู้บริหาร

ไม่ได้คาดหวังว่าการปรับปรุงการทำกำไรที่เว้นจากการทำกำไร เพราะพวกเขาอาจจะต้องนำกำไรจากการลงทุนหรือระดมทุนจากภายนอกมาเป็นค่าใช้จ่ายในอนาคต ดังนั้นทฤษฎีการส่งสัญญาณยังแสดงให้เห็นว่าผู้บริหารสามารถใช้ประกาศซื้อหุ้นคืนเพื่อส่งสัญญาณข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดในอนาคตและมูลค่าของบริษัทที่ดำเนินไป (Ofer & Thakor, 1987)

## 2. ทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ

ถ้าผู้บริหารไม่ได้ตั้งใจที่จะส่งสัญญาณการตีราคาต่ำเกินไป ดังนั้นสิ่งที่อธิบายในเชิงบวกของผลตอบแทนของการซื้อหุ้นคืน ตามทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระของ Jensen (1986) ค่าใช้จ่ายของหน่วยงานระหว่างผู้จัดการและผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นทำให้บริษัทมีกระแสเงินสดสูงขึ้น เนื่องจากผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะใช้เงินส่วนเกินของบริษัทในโครงการ NPV เชิงลบ ดังนั้นโครงการซื้อหุ้นคืนเป็นข่าวดีสำหรับผู้ถือหุ้นเพราะมันลดโอกาสที่ผู้บริหารจะใช้กระแสเงินสดของบริษัท

การศึกษาจำนวนมากได้มุ่งเน้นไปที่การทดสอบทฤษฎีการส่งสัญญาณเมื่อเทียบกับทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระในการซื้อหุ้นคืน ยกตัวอย่างเช่น Howe, He, and Kao (1992) ทดสอบคำแนะนำซื้อหุ้นคืนและเงินปันผลที่ได้รับเป็นพิเศษ (SDDs) เพื่อตรวจสอบว่าทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระมีพลังที่จะอธิบายสำหรับการตอบสนองในเชิงบวกกับราคาของบริษัทประกาศ คณะผู้วิจัยแบ่งกลุ่มตัวอย่าง ประกอบด้วย 55 คำเสนอซื้อหุ้นคืนและ 60 SDDs โดยใช้อัตราส่วน Tobin's Q ถ้า Q ต่ำ (ลงทุนมากกว่า) และ Q สูง (เพิ่มมูลค่า) บริษัท คณะผู้วิจัยพบว่าปฏิริยาของตลาดที่จะซื้อหุ้นคืนและ SDDs มีประมาณเดียวกันสำหรับทั้งบริษัท Q สูง และบริษัท Q ต่ำ นอกจากนี้พวกเขาทดสอบว่าบริษัท Q ต่ำที่มีกระแสเงินสดมากขึ้นมีผลตอบแทนที่สูงกว่าบริษัท Q สูง อย่างไรก็ตามการวัดกระแสเงินสดอิสระเพิ่มเล็กน้อยเพื่อให้คำอธิบายของผลตอบแทนของผลลัพธ์เหล่านี้มีความสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณมากกว่าทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ

Grullon and Michaely (2004) พบว่า ไม่มีหลักฐานการซื้อหุ้นคืนของบริษัทในการทำกำไรในอนาคต ในทางตรงกันข้ามการวัดผลการปฏิบัติงานบางอย่างบ่งชี้ว่าการซื้อหุ้นคืนของบริษัทต่ำกว่า นอกจากนี้ก็วิเคราะห์คาดการณ์การแก้ไขที่ลดลงหลังจากการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน อย่างไรก็ตามผลการวิจัยเชิงประจักษ์ของคณะผู้วิจัยให้การสนับสนุนสำหรับทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ คณะผู้วิจัยพบว่า การซื้อหุ้นคืนของบริษัทลดระดับค่าใช้จ่ายด้านทุนและการวิจัยและพัฒนา (R & D) นอกจากนี้ระดับของเงินสดสำรองลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ปฏิริยาตลาดหลังประกาศซื้อหุ้นคืนจะแข็งแกร่งขึ้นท่ามกลางบริษัทที่มีแนวโน้มที่จะลงทุนมากกว่า การค้นพบนี้แสดงให้เห็นว่า บริษัทเพิ่มการจ่ายเงินสดในการตอบสนองต่อการลดลงของโอกาสในการลงทุนของคณะผู้วิจัย ในที่สุดพวกเขาตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงในต้นทุนของเงินทุนและค่าที่เปลี่ยนแปลงในระยะยาวที่สังเกตหลังจากประกาศซื้อหุ้นคืน คณะผู้วิจัยพบว่าค่า

ที่เปลี่ยนแปลงในระยะยาวมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการลดลงของความเสี่ยงและต้นทุนของเงินทุนของบริษัทที่ซื้อหุ้นคืน

Chan, Ikenberry, and Lee (2004) ประเมินปฏิกริยาของตลาดและประสิทธิภาพการทำงานในระยะยาว โดยใช้กลุ่มตัวอย่างที่ครอบคลุมกว่า 5,000 หุ้นซื้อคืนในสหรัฐอเมริกา ในช่วงปี 1980-1989 และช่วงปี 1990-1999 คณะผู้วิจัยพบว่าการสนับสนุนบางส่วนของผู้ถือหุ้น การส่งสัญญาณ ก่อนที่จะมีการประกาศซื้อหุ้นคืนตลาดได้รับข้อมูลเชิงลบในรูปแบบของกำไรเชิงลบกว่าสี่ปีหลังจากการประกาศ แต่ที่น่าประหลาดใจคือผลประกอบการมีแนวโน้มที่จะเป็นบวก และมีความสำคัญ การควบคุมขนาดและผลกระทบออกสู่ตลาด คณะผู้วิจัยพบว่าค่าเฉลี่ยสี่ปีที่ผิดปกติของการซื้อหุ้นและถือหุ้นเป็นผลตอบแทนสูงถึง 23.56% แสดงให้เห็นว่าข้อมูลจริงที่ไม่คาดคิดถูกเปิดเผยหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืนและผลของตลาดแรกคือเอนเอียงและไม่สมบูรณ์

Chan, Ikenberry, and Lee (2004) สามารถรับการสนับสนุนจากทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ หลักฐานของคณะผู้วิจัยแสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีแนวโน้มที่จะซื้อหุ้นคืนสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกระแสเงินสดอิสระเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมของคณะผู้วิจัย และค่าที่เปลี่ยนแปลงในระยะยาวสำหรับกระแสเงินสดอิสระที่สูงของบริษัทเมื่อเทียบกับกระแสเงินสดอิสระที่ต่ำของบริษัท อย่างไรก็ตามกำไรสำหรับกระแสเงินสดอิสระที่สูงของบริษัทจะไม่เชื่อมโยงกับการซื้อหุ้นคืนที่เกิดขึ้นจริงในการที่จะบอกกระแสเงินสดอิสระของบริษัทให้ผู้ถือหุ้น

Espenlaub, Lin, Strong, and Wang (2006) ทดสอบทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระและทฤษฎีการส่งสัญญาณ โดยใช้ตัวอย่าง 5,159 หุ้นซื้อคืนจาก 301 บริษัทในสหราชอาณาจักรในช่วงกันยายน 1997 ถึงเดือนกรกฎาคม 2003 คณะผู้วิจัยพบว่าการทำกำไรของบริษัทที่ซื้อหุ้นคืนไม่ดีขึ้นหลังจากการซื้อหุ้นคืนจริง ค่าใช้จ่ายเงินทุนและเงินสดสำรองลดลง นอกจากนี้คณะผู้วิจัยพบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดการซื้อหุ้นคืนและหลังการจัดกิจกรรมการดำเนินงาน โดยรวมผลของคณะผู้วิจัยไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ แต่สอดคล้องกับทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ

Li and McNally (2007) ตรวจสอบลักษณะบริษัทและข้อมูลภายในภาคเอกชน ในการส่งผลกระทบต่อความคิดเห็นซื้อหุ้นคืนของบริษัทในแคนาดาและระยะเวลาการประกาศผลตอบแทนของหุ้น คณะผู้วิจัยพบว่าบริษัทที่มีแนวโน้มที่จะซื้อหุ้นคืนหากพวกเขามีกระแสเงินสดอิสระมากขึ้น อัตราส่วนที่ต่ำกว่าราคาตลาด ประสิทธิภาพของหุ้นก่อนที่แย่ง และการถือหุ้นขนาดใหญ่ของผู้ถือหุ้นภายในบริษัท นอกจากนี้คณะผู้วิจัยพบว่าผลตอบแทนที่ได้รับการประกาศมีความสัมพันธ์ทางบวกกับข้อมูลส่วนตัวของหน่วยงานภายในบริษัทเกี่ยวกับค่าใช้จ่ายที่กระแสเงินสดอิสระ

### 3. แนวคิดทางเลือกระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน

Modigliani and Miller (1961) แสดงให้เห็นว่าในตลาดทุนที่สมบูรณ์ของบริษัทที่เป็นอิสระจากนโยบายการจ่ายเงินของบริษัท หมายความว่า การจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนทดแทนกันได้สมบูรณ์แบบ เนื่องจากตลาดไม่สมบูรณ์ แต่ทางเลือกของบริษัทระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน กระทบต่อมูลค่าของบริษัทที่แตกต่างกัน อย่างน้อยที่เกี่ยวกับภาษีที่บริษัทควรซื้อหุ้นคืนแทนที่จะจ่ายเงินปันผลเพราะการซื้อหุ้นคืนได้เสียภาษีในอัตราที่ต่ำกว่าการจ่ายเงินปันผล แต่ยังเป็นปริศนาว่าทำไม บริษัทจ่ายเงินปันผลแม้จะมีข้อเสียเรื่องภาษีเมื่อเทียบกับการซื้อหุ้นคืนในฐานะที่เป็นทางเลือกของการกระจายเงินสดให้แก่ผู้ถือหุ้น

ความพยายามหลายงานวิจัยที่จะอธิบายปริศนานี้จากมุมมองทางทฤษฎี ยกตัวอย่างเช่น Ofer and Thakor (1987) พัฒนารูปแบบทฤษฎีการส่งสัญญาณในการที่ผู้จัดการสามารถส่งสัญญาณบริษัทของคณะผู้วิจัยโดยการจ่ายเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืน หรือทั้งสองอย่าง เงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนมีค่าใช้จ่ายเพราะคณะผู้วิจัยอาจจำเป็นต้องมีการจัดหาเงินทุนจากภายนอก ในอนาคตเมื่อบริษัทต้องการที่จะทำการลงทุน นอกจากนี้การซื้อหุ้นคืนทำให้ผู้จัดการที่ไม่ชอบความเสี่ยงจะมีความเสี่ยงสูงขึ้น เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของการถือครองหุ้นบริษัท การส่งสัญญาณแตกต่างกันของโครงสร้างต้นทุนระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน กำหนดประโยชน์ของแต่ละสัญญาณในสถานการณ์ที่แตกต่างกัน รูปแบบนี้แสดงให้เห็นว่าเมื่อความแตกต่างระหว่างมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทและมูลค่าตลาดค่อนข้างต่ำ บริษัทเลือกที่จะส่งสัญญาณโดยจ่ายเงินปันผลเพราะค่าใช้จ่ายในการส่งสัญญาณค่อนข้างต่ำกว่าการซื้อหุ้นคืน แต่เมื่อมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทสูงกว่ามูลค่าตลาด บริษัทเลือกที่จะส่งสัญญาณโดยการซื้อหุ้นคืน เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับการส่งสัญญาณ จึงมีเพียงบริษัทที่ค่อนข้างใหญ่จะซื้อหุ้นคืน ในขณะที่บริษัทที่มีขนาดเล็กจะจ่ายเงินปันผล Ofer and Thakor (1987) สรุปได้ว่าทั้งการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนจะถูกใช้เป็นสัญญาณ โดยทั่วไปภายใต้สถานการณ์ทั้งหมด

Brennan and Thakor (1990) พัฒนารูปแบบการอธิบายว่าทำไมการจ่ายเงินปันผลเป็นรูปแบบที่ดีของการจ่ายเงินเมื่อเทียบกับการซื้อหุ้นคืน เมื่อผู้ถือหุ้นรู้แนวโน้มของบริษัทดีกว่าคนอื่น ๆ ซึ่งโปรแกรมการซื้อหุ้นคืนจะช่วยให้พวกเขาที่จะใช้ประโยชน์จากความไม่สมดุลข้อมูล นั่นคือคณะผู้วิจัยสามารถซื้อหุ้นคืนในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐาน ดังนั้นนักลงทุนที่ไม่รู้ข้อมูลจะเสียเปรียบ เมื่อบริษัทจะจ่ายเงินสดในรูปแบบของเงินปันผลทั้งนักลงทุนที่รู้ข้อมูลและไม่รู้ข้อมูลอย่างเท่าเทียมกัน เพราะคณะผู้วิจัยได้รับเป็นสัดส่วน เป็นผลให้นักลงทุนไม่รู้ข้อมูลชอบเงินปันผลมากกว่าการซื้อหุ้นคืน

Hausch and Seward (1993) พัฒนารูปแบบแสดงการลุ่ม (เช่นการซื้อหุ้นคืน) และการกำหนด (เช่นเงินปันผล) ของนโยบายการจ่ายเงิน ในรูปแบบนี้ทางเลือกของบริษัทคือส่งสัญญาณการจ่ายเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืนขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของบริษัท เนื่องจากจะลดความเสี่ยงหมายความว่าบริษัทมีเงินสดมากขึ้นและมีต้นทุนที่ต่ำลงในการซื้อหุ้นคืน บริษัทที่มีคุณภาพสูงสามารถแยกตัวออกมาจากบริษัทที่มีคุณภาพต่ำโดยใช้โปรแกรมการซื้อคืนหุ้น

Chowdhry and Nanda (1994) เสนอว่าคำเสนอซื้อหุ้นคืนเป็นสาเหตุการเพิ่มขึ้นของราคาหุ้น ที่ไม่น่าดึงดูด เป็นผลให้บริษัทจ่ายเงินบางส่วนในรูปแบบของเงินปันผลแม้จะมีข้อเสียทางภาษี คณะผู้วิจัยพัฒนารูปแบบในการที่บริษัทอาจเลือกที่จะไม่ซื้อหุ้นคืนแม้จะมีประโยชน์ภายในรูปแบบนี้จะสันนิษฐานว่าผู้บริหารมีข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับมูลค่าของสินทรัพย์ของบริษัทภายในมากกว่าบุคคลภายนอกนั้น เงินปันผลเพิ่มขึ้นด้วยระดับของเงินสดสะสม และระดับที่คาดหวังเงินปันผลหรือขนาดการซื้อหุ้นคืนในงวดถัดไปมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระดับการจ่ายเงินปันผลในงวดปัจจุบัน และในระดับของรายได้ที่ไม่คาดคิดในงวดถัดไป ด้วยสมมติฐานเหล่านี้รูปแบบแสดงให้เห็นว่า บริษัทที่ซื้อหุ้นคืนน้อยจะมีราคาหุ้นสูงขึ้นเกี่ยวข้องกับการประกาศซื้อหุ้นคืน

Jain, Shekhar, and Torbey (2009) ทดสอบทางเลือกของการเริ่มต้นจ่ายเงินนำไปใช้กับบริษัทเสนอขายหุ้น IPO 1,886 บริษัทในช่วงปี 1990-2000 ผลของคณะผู้วิจัยแสดงให้เห็นว่าการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนจะถูกใช้โดยความแตกต่างของบริษัทภายใต้สถานการณ์ที่แตกต่างกัน คณะผู้วิจัยพบว่า บริษัทเสนอขายหุ้น IPO ส่วนใหญ่ชอบซื้อหุ้นคืนมากกว่าจ่ายเงินปันผลในการเริ่มต้นบริษัท บริษัทเสนอขายหุ้น IPO มีแนวโน้มที่จะเลือกซื้อหุ้นคืนมากกว่าจ่ายเงินปันผล เมื่อคณะผู้วิจัยมีความต้องการ กองทุนภายนอก การร่วมทุนที่สนับสนุนและการแข่งขันในตลาดสินค้าที่สูง ในทางกลับกันบริษัทเสนอขายหุ้น IPO ที่ชอบจ่ายเงินปันผลมากกว่าซื้อหุ้นคืนเมื่อความต้องการของนักลงทุนต้องการเงินปันผลสูง

#### 4. แนวคิดการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์

Ikenberry and Vermaelen (1996) อธิบายแนวคิดการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์ เป็นตัวเลือกในการแลกเปลี่ยนมูลค่าตลาดของหุ้นในบริษัทสำหรับค่าที่แท้จริงของมัน โปรแกรมการซื้อหุ้นคืนช่วยให้ผู้จัดการใช้ทรัพยากรของบริษัทพร้อมกับข้อมูลภายในของคณะผู้วิจัยให้ได้รับประโยชน์ของผู้ถือหุ้นในระยะยาวโดยการซื้อหุ้นคืนเมื่อคณะผู้วิจัยรู้ว่าหุ้นราคาเป็นเท่าไร

ในทำนองเดียวกัน Oded (2005) พิจารณาการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์เป็นตัวเลือกในการซื้อหุ้นคืน ผู้วิจัยสร้างสองรูปแบบทฤษฎีการส่งสัญญาณที่จะอธิบายว่า ทำไมบริษัทประกาศการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์ ในรูปแบบแรก บริษัทที่ได้รับการเลือกที่จะซื้อหุ้นคืนเมื่อมีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ตัวเลือกเป็นโอกาสในการใช้ข้อมูลส่วนตัวที่จะซื้อหุ้นคืนในอนาคต

บริษัทจะใช้สิทธิที่จะซื้อเฉพาะในกรณีที่ราคาหุ้นจะถูกลง เนื่องจากผู้ถือหุ้นภายนอก รู้ว่าคณะผู้วิจัยกำลังเผชิญกับการเลือกที่ไม่พึงประสงค์ ที่คณะผู้วิจัยจะไม่เต็มใจที่จะจ่ายในราคาที่สูงและลดการเสนอราคาของคณะผู้วิจัยทำให้ราคาหุ้นลดลง ในตลาดการแข่งขันตัวเลือกและการสูญเสียจากการลดลงของราคาหุ้น ถูกชดเชยกันในมูลค่าปัจจุบัน ดังนั้น โครงการซื้อหุ้นคืน ไม่ได้สร้างผลตอบแทน ในรูปแบบสอง บริษัทที่มีค่าที่คาดหวังที่สูงขึ้นและความแปรปรวนสูงกว่าบริษัทที่ไม่ดี เมื่อบริษัทที่ดีประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนนั้นจะมีตัวเลือกที่จะซื้อหุ้นคืนในขณะที่ตลาดยังเล็กอยู่ มักจะสันนิษฐานว่าราคาหุ้นปัจจุบันมีการตั้งราคาสำหรับบริษัทที่ดี การสูญเสียของผู้ถือหุ้นในระยะสั้นจะได้รับชดเชยถ้าถือหุ้นในระยะยาว ถ้าบริษัทไม่เปลี่ยนแปลงแบบผู้ถือหุ้นในระยะยาวจะได้ตัวเลือกของบริษัทที่ไม่ดี ซึ่งลดลงเนื่องจากความแปรปรวนลดลงและกำไรจากการตัวเลือกนี้ไม่สามารถชดเชยการสูญเสียของผู้ถือหุ้นในระยะสั้น ดังนั้นบริษัทที่ไม่ดีจะไม่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

Bhattacharya and Dittmar (2004) พัฒนารูปแบบที่จะอธิบายสถานการณ์ที่บริษัทใช้โปรแกรมการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์เป็นสัญญาณบอกค่าใช้จ่ายมากหรือค่าใช้จ่ายน้อยขึ้นอยู่กับว่าบริษัทซื้อหุ้นคืนจริงเท่าไร คณะผู้วิจัยแสดงให้เห็นว่าภายใต้สัญญาณบอกค่าใช้จ่ายน้อยบริษัทมูลค่าน้อยสามารถแยกตัวเองจากบริษัทมูลค่ามาก โดยการดึงดูจากนักเก็งกำไร ดังนั้นบริษัทมูลค่ามากจะไม่เปลี่ยนแปลง ภายใต้การส่งสัญญาณบอกค่าใช้จ่ายมากที่เกี่ยวข้องกับการใช้จ่ายเงิน บริษัทมูลค่าน้อยสามารถแยกตัวเองจากบริษัทมูลค่ามากเพราะสามารถบอกค่าใช้จ่ายมากกว่าสำหรับบริษัทมูลค่ามากที่จะเปลี่ยนแปลง ดังนั้นจึงเห็นได้ชัดว่า บริษัทมูลค่าน้อยอยากแยกตัวเองโดยใช้สัญญาณบอกค่าใช้จ่ายน้อยมากกว่าสัญญาณบอกค่าใช้จ่ายมาก Bhattacharya and Dittmar (2004) แสดงให้เห็นว่าการแยกสัญญาณบอกค่าใช้จ่ายน้อยทำงานเฉพาะในกรณีที่ได้รับประโยชน์จากการตรวจสอบข้อเท็จจริงที่สูงพอ นั่นคือบริษัทมูลค่าน้อยส่วนมากไม่สนใจจึงช่วยเพิ่มผลกำไรที่มีศักยภาพสำหรับการซื้อขายเก็งกำไร

### 5. ทฤษฎีความยืดหยุ่นทางการเงิน

เนื่องจากโปรแกรมการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้ทำให้บริษัทที่จะซื้อหุ้นคืนมีความยืดหยุ่นมากขึ้นกว่าที่ประกาศจ่ายเงินปันผล ซึ่งมอบความไว้วางใจให้บริษัทที่จะรักษาหรือเพิ่มระดับของการจ่ายเงินปันผลในอนาคต การสำรวจล่าสุดของผู้บริหารทางการเงินโดย Brav, Harvey, Graham, and Michaely (2005) แสดงให้เห็นว่าผู้บริหารจำนวนมากในขณะที่เลือก โครงการซื้อหุ้นคืนเพราะความยืดหยุ่น ความยืดหยุ่นนี้จะช่วยให้ผู้จัดการที่จะปรับเปลี่ยนการจ่ายเงินในการตอบสนองต่อความพร้อมของโอกาสในการลงทุนที่ดี นอกจากนี้ผู้บริหารเชื่อว่าการซื้อหุ้นคืนสามารถใช้ในเวลาตลาดเพื่อเพิ่มรายได้ต่อหุ้นหรือเพื่อชดเชยการลดสัดส่วนหุ้น



Jagannathan, Stephens, and Weisbach (2000) ตรวจสอบการตัดสินใจของบริษัทที่จะจ่ายเงินออกจากงบกระแสเงินสดในรูปแบบของเงินปันผลหรือการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์ คณะผู้วิจัยพบว่าการซื้อหุ้นคืนและจ่ายเงินปันผลจะใช้ในเวลาที่แตกต่างกันของบริษัท ในขณะที่การจ่ายเงินปันผลเป็นไปอย่างราบรื่น การซื้อหุ้นคืนมีความต่างกันมากกับวงจรธุรกิจ บริษัทที่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่สูงขึ้นมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผล ในขณะที่บริษัทที่มีกระแสเงินสดที่ไม่ใช่จากการดำเนินงานที่สูงขึ้นมีแนวโน้มที่จะซื้อหุ้นคืน ดังนั้นคุณลักษณะความยืดหยุ่นของโครงการซื้อหุ้นคืนเป็นหนึ่งในเหตุผลที่บริษัทเลือกที่จะซื้อหุ้นคืนแทนที่จะจ่ายเงินปันผล

ในทำนองเดียวกัน Guay and Harford (2000) สมมติฐานคือบริษัทเพิ่มเงินปันผลที่จะจ่ายกระแสเงินสดถาวรและซื้อหุ้นคืนเพื่อกระจายกระแสเงินสดชั่วคราว คณะผู้วิจัยพบว่ากระแสเงินสดของเงินปันผลเพิ่มขึ้นเป็นสิ่งสำคัญที่มากกว่าการซื้อหุ้นคืน หรือเพิ่มเงินปันผลเล็กน้อย หรือไม่จ่ายเงินทั้งหมด และตลาดได้ปรับปรุงการประเมินเกี่ยวกับกระแสเงินสดถาวรเมื่อวิธีการจ่ายเงินไม่ตรงกับความคาดหวัง การค้นพบนี้แสดงให้เห็นว่าผู้บริหารใช้วิธีการจ่ายเงินที่จะส่งสัญญาณเกี่ยวกับกระแสเงินสดถาวร สุดท้ายพวกเขาสรุปได้ว่าทั้งสองวิธีการจ่ายเงินส่งสัญญาณที่แตกต่างกัน โดยพื้นฐาน

Lie (2005) ทดสอบผลกระทบของความยืดหยุ่นทางการเงินและระดับความแน่นอนของผลการดำเนินงานในการเลือกที่จะเปลี่ยนการจ่ายเงินปันผล จ่ายเงินปันผลพิเศษ และซื้อหุ้นคืน ผู้วิจัยพบว่าการปรับปรุงรายได้ในปัจจุบันที่สูงขึ้นสำหรับบริษัทที่เพิ่มเงินปันผลดีกว่าบริษัทที่ซื้อหุ้นคืน ในขณะที่ความผันผวนของรายได้จากการดำเนินงานจะลดลงและความผันผวนของรายได้จากการดำเนินงานลดลงมากขึ้น สำหรับบริษัทที่เพิ่มการจ่ายเงินปันผลหรือจ่ายเงินปันผลพิเศษมากกว่าบริษัทที่ซื้อหุ้นคืน ผลการศึกษานี้แสดงให้เห็นว่าผู้บริหารที่ต้องการซื้อหุ้นคืนเมื่อต้องเผชิญกับความผันผวนของรายได้เนื่องจากการซื้อหุ้นคืนไม่ใช่การจ่ายเงินในอนาคตจึงให้ความยืดหยุ่นมากขึ้นกว่าการเพิ่มการจ่ายปันผลหรือการจ่ายเงินปันผลพิเศษ

## การวัดสภาพคล่อง

### 1. Bid-Ask Spread ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ

มีงานวิจัยจำนวนมากที่ศึกษาเกี่ยวกับการวัดสภาพคล่องของหลักทรัพย์ โดยมีการใช้ตัววัดหลายชนิด ตัววัดแรกที่มีการใช้อย่างแพร่หลายในการศึกษา คือ Bid-Ask Spread

Amihud and Mendelson (1986) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับสภาพคล่องโดยใช้ Bid-Ask Spread เป็นตัวแทนในการวัดสภาพคล่องของหุ้น ทำการทดสอบแบบจำลองโดยการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับความแตกต่างของราคา

เสนอขายและราคาเสนอซื้อ ผลการศึกษาปรากฏว่า อัตราผลตอบแทนส่วนเกินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ ต่อมา Eleswarapu and Reinganum (1993) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับสภาพคล่อง โดยใช้ Bid-Ask Spread เป็นตัวแทนในการวัดสภาพคล่องของหุ้นเช่นกัน ผลการศึกษาปรากฏว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ เฉพาะเดือนมกราคม ซึ่งหมายความว่ามีความ Liquidity Premium เป็นบวกเฉพาะเดือนมกราคม เมื่อทดสอบเดือนอื่น ๆ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้กลับไม่มีนัยสำคัญ ซึ่งหมายความว่าไม่พบว่ามี Liquidity Premium ในเดือนอื่น ๆ หลังจากการศึกษาของ Eleswarapu and Reinganum (1993) ได้มีการศึกษาเรื่องนี้อีกโดย Brennan and Subrahmanyam (1996) ซึ่งได้ผลความสัมพันธ์ออกมาในเชิงบวก สันนิษฐาน Amihud and Mendelson (1986) แต่ขัดแย้งกับ Eleswarapu and Reinganum (1993)

## 2. Share Turnover อัตราการหมุนของหุ้น

Peterson and Fialkowski (1994) and Brennan and Subrahmanyam (1996) ได้ตั้งข้อสงสัยเกี่ยวกับการใช้ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ ว่าเป็นตัวแทนที่ไม่เหมาะสม และรู้คุณภาพในการเป็นตัวแทนการวัดสภาพคล่อง อีกทั้งจากงานศึกษาในประเทศ โดย จิราลักษณ์ สุวรรณศิริ (2545) ซึ่งทำการศึกษาโดยใช้ค่าประมาณของความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อเป็นตัวแทนวัดสภาพคล่อง ผลการศึกษาพบว่าแทบจะไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนกับสภาพคล่องเลย แต่เมื่อใช้ อัตราการหมุนของหุ้น (Share turnover) ซึ่งเป็นอัตราที่ได้จากจำนวนหุ้นที่มีการซื้อขายหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมด เป็นตัววัดสภาพคล่อง กลับพบว่าสภาพคล่องมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้น ผลการศึกษาที่ได้จึงไม่สามารถสรุปได้แน่ชัดว่าอัตราผลตอบแทนกับสภาพคล่องของหุ้นมีความสัมพันธ์กันในทิศทางใด แต่ก็พบว่าความสัมพันธ์นี้มีอยู่

นอกจากนั้น มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนกับสภาพคล่องโดยใช้อัตราการหมุนของหุ้น เป็นตัววัด Amihud and Mendelson (1986) พบว่าสภาพคล่องมีความสัมพันธ์กับความถี่ในการซื้อขาย ดังนั้นหากไม่สามารถวัดสภาพคล่องได้โดยตรงสามารถใช้อัตราการหมุนของหุ้นเป็นตัวแทนสภาพคล่องได้ ต่อมา Datar, Naik and Radcliffe (1998) ศึกษาความสัมพันธ์โดยใช้ อัตราการหมุนของหุ้น ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า สภาพคล่องซึ่งวัดโดยใช้อัตราการหมุนของหุ้นมีบทบาทสำคัญในการอธิบายความแปรผันของอัตราผลตอบแทนของหุ้น โดยพบว่าอัตราการหมุนของหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนของหุ้น ซึ่งเป็นการยืนยันว่าหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นที่มีสภาพคล่องสูง สอดคล้องกับ Amihud and Mendelson (1986) และความสัมพันธ์นี้ยังคงมีนัยสำคัญหลังจากที่ได้นำปัจจัยอื่นที่มีผลต่ออัตรา

ผลตอบแทน นอกจากนี้ Datar, Naik and Radcliffe (1998) ยังศึกษาผลของเดือนมกราคม โดยลองตัดข้อมูลของเดือนมกราคมออกไป ก็พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราหมุนของหมุนยังคงเป็นลบ และมีนัยสำคัญไม่ว่าจะรวมปัจจัยควบคุมอื่น ๆ เข้าไปด้วยหรือไม่ และขนาดของค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้ก็ไม่แตกต่างกันมากนัก แสดงให้เห็นว่า สภาพคล่องมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนตลอดทั้งปี นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยในประเทศอื่น โดย Shing-Yang Hu (1997) ศึกษาผลกระทบของสภาพคล่องต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในญี่ปุ่น ใช้ข้อมูลในช่วงปี ค.ศ.1976-1993 ของ Tokyo Stock Exchange Shing-Yang Hu (1997) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราหมุนของหุ้นกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินรายเดือน โดยใช้วิธี Fama-Macbeth Regression ผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนส่วนเกินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราหมุนของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ เช่นกัน นอกจากนี้ยังมีการใช้ตัวแทนอื่น ๆ ในการศึกษาของ Stoll (1978), Brennan and Subrahmanyam (1995) ใช้มูลค่าการซื้อขายเป็นตัวแทนทางสภาพคล่องในการศึกษาของเขา พบว่ามูลค่าการซื้อขายมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับสภาพคล่อง ถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญ และ Keene and Peterson (2007) พบว่าการใช้อัตราหมุนของหุ้น ให้ผลการศึกษาที่ชัดเจนและมีนัยสำคัญมากที่สุดเหนือตัวแทนอื่น ๆ ดังนั้นจึงจะเลือกใช้อัตราการหมุนของหุ้น เป็นตัวแทนในการวัดสภาพคล่อง

### 3. Depth ความลึกของหุ้น

Depth เป็นสัดส่วนที่บ่งบอกความลึกของฐานราคาหุ้น หรือการเข้าแถวต่อของหุ้น ทางอเมริกามีการเก็บข้อมูลราย 15 นาที แต่ของประเทศไทยไม่มีเลย จึงไม่เลือกใช้วิธีนี้ เนื่องจากประเทศไทยไม่มีข้อมูลจึงเลือกใช้ Bid-Ask Spread แต่ไม่ได้ใช้ค่าระหว่างวัน ใช้เฉพาะราคาปิด

### 4. Amihud illiquidity ratio

Amihud (2002) พัฒนาผลกระทบของราคาที่สูงผลต่อการตอบสนองราคารายวันกับปริมาณการซื้อขาย เขาใช้อัตราส่วนของเขาเองคือ

$$\text{Illiquidity} = \text{Average} \left( \frac{|r_t|}{\text{Volume}_t} \right)$$

โดยที่  $r_t$  เป็นผลตอบแทนของหุ้นในวัน  $t$  และ  $\text{Volume}_t$  เป็นปริมาณที่ซื้อขายในวัน  $t$  ค่าเฉลี่ยของการคำนวณจะมากขึ้นในวันที่มีปริมาณการซื้อขายเป็นบวก เนื่องจากอัตราส่วนไม่ได้กำหนดวันที่ปริมาณการซื้อขายเป็นศูนย์

## งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Amihud and Mendelson (1986) ได้ศึกษาราคาสินทรัพย์และความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ

คณะผู้วิจัยศึกษาผลกระทบของความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อของหลักทรัพย์ต่อผลตอบแทนของคณะผู้วิจัย คณะผู้วิจัยจำลองตลาดที่ผู้ประกอบการมีระยะเวลาในการถือหุ้น และสินทรัพย์ที่มีความแตกต่างกัน มีลักษณะดังต่อไปนี้

1. ตลาดที่สังเกตผลตอบแทนเฉลี่ยที่จะเพิ่มขึ้นของความแตกต่าง
2. ผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่เป็นของผู้ถือหุ้น ค่าใช้จ่ายในการซื้อขายกับความแตกต่างที่เพิ่มขึ้น
3. มีผลกระทบต่อลูกค้าโดยหุ้นที่มีความแตกต่างสูงที่ถือโดยนักลงทุนที่มีระยะเวลาการถือครองยาวนานและ
4. เนื่องจากผลที่ลูกค้าลงทุนในหุ้นที่มีความแตกต่างสูงกว่า หุ้นที่มีความแตกต่างน้อยกว่าให้เกิดความแตกต่างที่สัมพันธ์กลับมา

การออกแบบการทดสอบรายละเอียดเกี่ยวกับพฤติกรรมที่สังเกตผลตอบแทนและผลของการสนับสนุนทฤษฎี ความทนทานและความสำคัญทางสถิติของผลลัพธ์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเทียบกับมาตรฐานของ Fama-MacBeth (1973) ผลไม่ได้ชี้ไปที่ความผิดปกติหรือความรู้ประสิทธิภาพของตลาด ผู้วิจัยสะท้อนให้เห็นถึงการตอบสนองที่มีเหตุผลของนักลงทุนในตลาดที่มีประสิทธิภาพเมื่อต้องเผชิญกับการแรงซื้อขายและต้นทุนทางธุรกรรม

อัตราผลตอบแทนที่สูงในความแตกต่างที่สูงของหุ้น จะเพิ่มแรงจูงใจให้บริษัทเพิ่มสภาพคล่องของหลักทรัพย์ของคณะผู้วิจัยจึงช่วยลดต้นทุนค่าเสียโอกาสของคณะผู้วิจัย ดังนั้นสภาพคล่องเพิ่มมากขึ้นนโยบายทางการเงินอาจเพิ่มมูลค่าของบริษัท โดยเฉพาะบุคคลทั่วไป (เมื่อเทียบกับบุคคลในวงจำกัด) มาตรฐานของรูปแบบสัญญาของหลักทรัพย์ และการเปิดเผยการแลกเปลี่ยนข้อมูล อาจจะถูกตีความว่าเป็นเงินลงทุนในสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้น การตรวจสอบสิ่งที่อยู่ในขอบเขตนโยบายทางการเงินขององค์กร สามารถอธิบายได้ด้วยแรงจูงใจที่มีในสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้น การตรวจสอบดังกล่าวสามารถสร้างการเชื่อมโยงระหว่างตลาดหลักทรัพย์และนโยบายทางการเงินขององค์กร

นอกจากนี้ยังแสดงให้เห็นว่ารูปแบบที่ครอบคลุมมากขึ้นของผลตอบแทนของความแตกต่างอาจจะพิจารณาการตอบสนองของบริษัท แทนที่จะหาความแตกต่างจากภายนอก บริษัทอาจมีส่วนร่วมในการปรับการเพิ่มสภาพคล่องของหลักทรัพย์ของคณะผู้วิจัยที่ค่าใช้จ่ายจะอยู่ในภาวะสมดุลที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย เนื่องมาจากสภาพคล่องที่ดีขึ้นจะเท่ากับค่าใช้จ่ายในการ

ปรับปรุง จากนั้นความแตกต่างในความสามารถของบริษัทที่จะส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องที่จะสะท้อนให้เห็นความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อและกระจายความเสี่ยงที่ปรับผลตอบแทนหลักทรัพย์

Barclay and Smith (1988) ได้ศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทเมื่อเทียบกับการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์

คณะผู้วิจัยเสนอสองสมมติฐานการอธิบายผลกระทบของสภาพคล่องในการซื้อหุ้นคืน คือ สมมติฐานสนับสนุนราคา และ สมมติฐานข้อมูลที่ไม่สมดุล ซึ่งพบว่าราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น จากการประกาศซื้อหุ้นคืน

สมมติฐานสนับสนุนราคา ซึ่งการซื้อหุ้นคืนช่วยเพิ่มสภาพคล่องเพราะ บริษัทส่งคำสั่งซื้อได้ต่ำกว่าราคาเสนอซื้อ ซึ่งจะสนับสนุนราคาหุ้นที่ลดลง ในทางตรงกันข้าม

สมมติฐานข้อมูลที่ไม่สมดุล ข้อมูลคาดการณ์ว่าการซื้อหุ้นคืนทำให้เสียสภาพคล่อง เพราะผู้บริหารจะใช้ข้อมูลภายในเพื่อการค้ากับบุคคลภายนอก ในช่วงระยะเวลาซื้อหุ้นคืน สภาพคล่องจะถูกปรับสูงขึ้น เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงความจริงที่ว่านักลงทุนที่ไม่รู้ข้อมูลภายใน จะมีการซื้อขายมากกว่ากับนักลงทุนที่รู้ข้อมูลภายใน

Fried (2005) แสดงให้เห็นว่าหน่วยงานกำกับดูแลควรให้ความสำคัญกับข้อเสียของการซื้อหุ้นคืน เช่น ศักยภาพของผู้บริหารที่จะใช้ข้อมูลภายในมีโอกาสมุ่งเพิ่มกำไรของพวกเขากับค่าใช้จ่ายของการลงทุน เช่นเดียวกันกับ บริษัทขายหุ้นซื้อคืนในแง่ของความขัดแย้งหน่วยงานกำกับดูแลอาจจำกัดสิทธิของบริษัท ในการขายหุ้นซื้อคืน อย่างไรก็ตามบริษัทในประเทศอิตาลีรวมทั้งสหรัฐอเมริกาเผชิญกับอุปสรรคมากขึ้น ในเรื่องเกี่ยวกับการขายหุ้นซื้อคืนในตลาดหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าข้อจำกัด ในการซื้อขายของบริษัทอาจไม่เพียงแต่จำกัด พฤติกรรมการฉวยโอกาสจากภายใน แต่ยังสามารถหาผลประโยชน์ของการค้าในแง่ของการลดลงของความแตกต่างและความผันผวน ที่ส่งผลให้ค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมลดลง และค่าใช้จ่ายของเงินทุน ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น มูลค่าของบริษัทที่สูงขึ้น หน่วยงานกำกับดูแลจะต้องตระหนักถึงผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายหุ้นคืนและความสมดุลของผลประโยชน์เหล่านี้กับข้อเสียของการซื้อขาย ก่อนที่จะตัดทอนสิทธิในบริษัท ในการขายหุ้นซื้อคืน

Brockman, Howe & Mortal (2008) ได้ศึกษาสภาพคล่องในตลาดหุ้นและการตัดสินใจซื้อหุ้นคืน

คณะผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่าสภาพคล่องในตลาดหุ้นส่งผลกระทบต่อนโยบายการจ่ายเงินของบริษัทส่วนใหญ่ผ่านการตัดสินใจที่จะซื้อหุ้นคืน ผู้จัดการขอซื้อหุ้นคืนมากกว่าเงินปันผล เพราะมีข้อดีในเรื่องภาษีและความยืดหยุ่น แม้ว่าความสามารถในการดำเนินการซื้อหุ้นคืนอยู่ภายใต้

ข้อจำกัดต่าง ๆ ผู้จัดการจะถูกจำกัดโดยความไม่แน่นอนเกี่ยวกับค่าใช้จ่ายของการจัดการราคา กิจกรรมซื้อหุ้นคืนเพิ่มขึ้นอย่างมากหลังจากที่ข้อจำกัดของกฎระเบียบถูกยกขึ้น โดยการพิจารณาของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในปี 1982 คณะผู้วิจัยยืนยันว่าสภาพคล่องในตลาดหุ้นส่งผลกระทบต่อโดยตรงต่อการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนและผลกระทบต่อทางอ้อมด้านการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล

ผลการศึกษายืนยันว่าผู้จัดการใช้สภาพคล่องในตลาดหุ้นเป็นตัวแปรในการตัดสินใจในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงิน คณะผู้วิจัยแบ่งผลออกเป็นสองส่วนที่สอดคล้องกับการตัดสินใจเริ่มต้นจ่ายเงิน และการตัดสินใจจ่ายเงินอย่างต่อเนื่อง คณะผู้วิจัยพบว่าบริษัทที่เริ่มต้นซื้อหุ้นคืนมีสภาพคล่องมากขึ้นกว่าบริษัทที่ไม่ได้เริ่มต้นซื้อหุ้นคืนอย่างมีนัยสำคัญ และบริษัทที่เริ่มต้นจ่ายเงินปันผลมักจะมีสภาพคล่องน้อยกว่าบริษัทที่ไม่ได้เริ่มต้นจ่ายเงินปันผล ผลของการเริ่มต้นซื้อหุ้นคืนมีผลที่ดีกว่าเริ่มต้นจ่ายเงินปันผล ตามการตั้งสมมติฐาน

คณะผู้วิจัยยืนยันว่าการตัดสินใจจ่ายเงินอย่างต่อเนื่อง แสดงให้เห็นว่าขนาดของการซื้อหุ้นคืนเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญกับสภาพคล่องของตลาดของบริษัทที่ซื้อหุ้นคืน ผลการซื้อหุ้นคืนมีความสำคัญสำหรับทุกตัวชี้วัดของสภาพคล่องในตลาด คณะผู้วิจัยพบว่าขนาดของเงินปันผลโดยทั่วไปลดลงตามสภาพคล่องของการจ่ายเงินปันผลของบริษัท แม้ว่าผลของการจ่ายเงินปันผลมีผลแยกจากการซื้อหุ้นคืนทั้งในแง่ของเศรษฐกิจ และนัยสำคัญทางสถิติ สภาพคล่องในตลาดหุ้นมีผลเป็นอันดับแรกในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืน และการปรับตัวลดลงมีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล การเริ่มต้นจ่ายเงิน และการตัดสินใจจ่ายเงินอย่างต่อเนื่องให้การสนับสนุนมากสำหรับสมมติฐานสภาพคล่องของการซื้อหุ้นคืน

De Cesari, Espenlaub & Khurshed (2011) ได้ศึกษาการซื้อหุ้นคืนและการขายหุ้นซื้อคืน คณะผู้วิจัยรักษาเสถียรภาพของราคาและเพิ่มสภาพคล่องได้อย่างไร

จากผลการวิจัยพบว่าบริษัทสามารถเพิ่มสภาพคล่องและรักษาเสถียรภาพของราคาหุ้นของพวกเขาโดยขายหุ้นซื้อคืน ในการซื้อขายหุ้นซื้อคืนอาจจะสนับสนุนสภาพคล่องในเวลาตลาดอ่อนแอ นอกจากนี้ถ้าการซื้อขายจะซื้อขายหนักในทิศทางที่พวกเขาอาจจะนำไปสู่การรักษาเสถียรภาพราคา ซึ่งกิจกรรมการรักษาเสถียรภาพราคาจะนำไปใช้เป็นหลักในการตอบสนองต่อของราคาที่ลดลง

คณะผู้วิจัยวิเคราะห์ตัวอย่างของการหุ้นซื้อคืน โดย บริษัทของประเทศอิตาลีที่ได้รับการอนุมัติการซื้อหุ้นคืนในช่วงปี 1997-2004 การวิเคราะห์ชุดข้อมูลนี้ ได้พบว่าการซื้อขายหุ้นของตัวเองอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องในแง่ของความแตกต่างที่ลดลง ผลกระทบนี้จะดีขึ้นสำหรับหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำ (ความแตกต่างจะสูง) ผลการวิจัยยังชี้ให้เห็นว่า

การซื้อขายหุ้นของบริษัท ประสบความสำเร็จโดยที่ สามารถลดราคาและความไม่แน่นอนของราคา  
ในระยะสั้น การควบคุมความแปรปรวนในระยะยาว การลดลงของความแปรปรวนในระยะสั้น  
ที่เกี่ยวข้องกับการทำธุรกรรมในหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

นอกจากนี้ยังพบว่าปริมาณการซื้อขายที่ไม่ได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ อาจจะเป็น  
เพราะขนาดของการซื้อขายที่น้อย เมื่อเทียบกับปริมาณการซื้อขายโดยรวมของในหุ้น

## บทที่ 3

### วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาวิจัยเรื่อง ผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ครั้งนี้ เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative research) โดยใช้การวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical research) ซึ่งผู้วิจัยได้กำหนดแนวทางในการดำเนินการวิจัย โดยมีรายละเอียด ดังนี้ การกำหนดกลุ่มตัวอย่าง การสุ่มตัวอย่าง การเก็บรวบรวมข้อมูล การจัดทำและการวิเคราะห์ข้อมูล สถิติที่ใช้ในการวิจัย

#### กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีนโยบายการประกาศขายหุ้นคลังซื้อคืน และมีการจัดทำรายงานข้อมูลที่ครบถ้วนสมบูรณ์ อยู่ในช่วงระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2553 จนถึงวันที่ 17 มิถุนายน พ.ศ. 2558 จำนวน 32 บริษัท ซึ่งทำการขายหุ้นคืนมี 606 รายการ โดยการวิจัยนี้ ผู้วิจัยได้ศึกษาสภาพคล่องของหุ้นที่ลดลงจากการประกาศนโยบายการขายหุ้นคลังซื้อคืน (ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น)

#### การเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยใช้วิธีการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical research) โดยใช้ข้อมูลของหลักทรัพย์ ที่มีนโยบายประกาศขายหุ้นคลังซื้อคืน ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2553 จนถึงวันที่ 17 มิถุนายน พ.ศ. 2558 จำนวน 32 บริษัท ซึ่งทำการขายหุ้นคืนมี 606 รายการ ที่เปิดเผยในเว็บไซต์ [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com), [www.set.or.th](http://www.set.or.th), [www.maybank.ke.co.th](http://www.maybank.ke.co.th) และใช้ข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ซึ่งได้จากการรวบรวมข้อมูลจากเอกสาร วิทยานิพนธ์ สิ่งพิมพ์ บทความ ตำรา ต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง จาก Social science research network โดยการวิจัยนี้ ผู้วิจัยได้ศึกษาสภาพคล่องของหุ้นที่ลดลงจากการประกาศนโยบายการขายหุ้นคลังซื้อคืน (ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น) มีทั้งสิ้น 606 รายการ



## วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยนี้ ผู้วิจัยได้ศึกษาสภาพคล่องของหุ้นที่ลดลงจากการประกาศนโยบายการขายหุ้นคลังซื้อคืน (ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น) โดยตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ดังนี้

ผู้วิจัยศึกษาโดยใช้วิธีวิเคราะห์ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ (Bid-ask spread) โดยรวบรวมข้อมูลจากจำนวนขายหุ้นคลังซื้อคืน และความผันผวนรายวัน (Daily volatility) ของทุกบริษัทที่มีการประกาศนโยบายขายหุ้นคลังซื้อคืน

## ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยนี้ ผู้วิจัยได้ศึกษาสภาพคล่องของหุ้นที่ลดลงจากการประกาศนโยบายการขายหุ้นคลังซื้อคืน (ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น) โดยมีตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ดังนี้

วิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างโดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ (Multiple regressions analysis) โดยทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนการขายหุ้นคลังซื้อคืน และสภาพคล่อง โดยทำการควบคุมตัวแปรเพิ่มเติม คือ ปริมาณการซื้อขาย (Trading volume) ราคาหุ้น (Share price) และความผันผวน (Volatility) ดังนี้

$$\text{Liquidity} = \alpha + \beta_1 \text{Sell} + \beta_2 \text{Volume} + \beta_3 \text{Price} + \beta_4 \text{Volatility}$$

โดยที่

Liquidity = สภาพคล่องของความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ ณ ราคาปิด ของหลักทรัพย์ i ในเล่มนี้สภาพคล่องวัดด้วย 2 ตัวคือ Quoted Bid-ask spread (QSPREAD) และ Relative spread (RSPREAD)

QSpread = Quoted Bid-ask spread ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ ณ ราคาปิดของวัน โดยคำนวณจาก Offer-Bid

RSpread = Relative Spread ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ ณ ราคาปิดของวัน หาค่าเฉลี่ยทั้ง 2 ราคา โดยคำนวณจาก  $(\text{Offer} - \text{Bid}) / ((\text{Offer} + \text{Bid}) / 2)$

Sell = จำนวนขายหุ้นคลังซื้อคืนทั้งหมด ของหลักทรัพย์ i

Volume = ปริมาณของจำนวนหุ้นที่มีการซื้อขาย ของหลักทรัพย์ i

Price = ราคาปิดของหุ้น ณ วันนั้น ของหลักทรัพย์ i

Volatility = ความเคลื่อนไหวของราคาหุ้น ณ ช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งของหลักทรัพย์ i

## สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยฉบับนี้เป็นงานวิจัยเชิงประจักษ์ มีการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรม Microsoft Office Excel 2007 และโปรแกรมทางสถิติสำเร็จรูปเพื่อการวิจัย (Statistic package for social sciences หรือ SPSS Version 17) โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทที่ทำการขายหุ้นซื้อคืน ได้มีการนำวิธีการทางสถิติมาใช้ ดังนี้

สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) เป็นสถิติที่ใช้ในการศึกษาเพื่อบรรยายลักษณะของตัวอย่างที่ศึกษา สำหรับสถิติที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานเพื่อวิเคราะห์ข้อมูลปัจจัยพื้นฐานทางการเงินต่าง ๆ ที่ทำการศึกษา โดยจะวิเคราะห์ข้อมูลออกมาในรูปสถิติพื้นฐานแสดงผลในรูปค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation)

สถิติเชิงอนุมาน (Inference statistics) เป็นสถิติที่ใช้ในการศึกษาเพื่อทดสอบหาความสัมพันธ์ระหว่างผลของการขายหุ้นคลังซื้อคืนกับสภาพคล่องของหุ้น โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์สถิติแบบ Multiple regression analysis ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

## บทที่ 4

### ผลการวิจัย

#### ลักษณะทั่วไปของข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้ มุ่งเน้นที่จะศึกษา ผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดย วิเคราะห์ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ (Bid-Ask Spread) โดยรวบรวมข้อมูลจากจำนวนขายหุ้นคลังซื้อคืน และความผันผวนของทุกบริษัทที่มีการประกาศนโยบายขายหุ้นคลังซื้อคืน มาใช้เป็นตัวแปรที่สนใจศึกษา

#### ส่วนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics)

เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานทางการเงินต่าง ๆ ที่ทำการศึกษา โดยจะวิเคราะห์ข้อมูลออกมาในรูปแบบสถิติพื้นฐาน ดังนี้

1. ความถี่ (Frequencies)
2. ร้อยละ (Percentage)
3. ค่าเฉลี่ย (Mean)
4. ค่าสูงสุด (Maximum: Max)
5. ค่าต่ำสุด (Minimum: Min)
6. ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation: SD)

ตารางที่ 4-1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาประเภทอุตสาหกรรมของกลุ่มตัวอย่าง

ประเภทอุตสาหกรรม	กลุ่มตัวอย่าง	
	ความถี่	ร้อยละ
กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	74	12.21
กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)	52	8.58
กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINCIAL)	76	12.54
กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	60	9.90
กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง (PROPCON)	103	17.00
กลุ่มทรัพยากร (RESOURC)	135	22.28
กลุ่มบริการ (SERVICE)	85	14.03
กลุ่มเทคโนโลยี (TECH)	21	3.47
รวม	606	100.00

จากตารางที่ 4-1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาจำแนกตามประเภทของอุตสาหกรรมจาก 8 อุตสาหกรรม พบว่า บริษัทที่ทำการศึกษามากกว่าครึ่งจะเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มทรัพยากร มีจำนวน 135 รายการ คิดเป็นร้อยละ 22.28 รองลงมาคือกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง มีจำนวน 103 รายการ คิดเป็นร้อยละ 17.00 และอุตสาหกรรม มีจำนวนตัวอย่างน้อยที่สุดคือ กลุ่มเทคโนโลยี มีจำนวน 21 รายการ คิดเป็นร้อยละ 3.47

ตารางที่ 4-2 ค่าสถิติของสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายขายหุ้นคลังซื้อคืน

ตัวแปร	จำนวนตัวอย่าง	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
QSpread	606	0.05	1.00	0.10	0.12
RSpread	606	0.01	0.05	0.01	0.01
Sell	606	100	46,706,900	862,913	3,652,752
Volume	606	8,300	299,754,850	9,566,075	27,557,288
Price	606	1.02	38.25	11.16	8.87
Volatility	606	0.000	0.361	0.012	0.025

จากตารางที่ 4-2 ข้อมูลสภาพคล่องของหุ้น ในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายขายหุ้นคลังซื้อคืน จำนวน 606 รายการ พบว่า

1. ค่า QSpread คือ ค่าความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ (บาท) ณ วันสิ้นสุดการซื้อขายในแต่ละวัน ซึ่งมีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.05 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 1.00 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.10 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 0.12

2. ค่า RSpread คือ ค่าความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ (บาท) ณ วันสิ้นสุดการซื้อขายในแต่ละวัน ซึ่งมีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.01 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 0.05 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.01 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 0.01

3. ค่า Sell คือ จำนวนหุ้นคลังซื้อคืนที่มีการขายคืนจริง (หุ้น) ณ วันสิ้นสุดการซื้อขายในแต่ละวัน ซึ่งมีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 100 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 46,706,900 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 862,913 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 3,652,752

4. ค่า Volume คือ จำนวนหุ้นที่มีการซื้อขาย (หุ้น) ณ วันสิ้นสุดการซื้อขายในแต่ละวัน ซึ่งมีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 8,300 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 299,754,850 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 9,566,075 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 27,557,288

5. ค่า Price คือ ราคาปิดของหุ้น (บาท) ณ วันสิ้นสุดการซื้อขายในแต่ละวัน ซึ่งมีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 1.02 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 38.25 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 11.16 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 8.87

6. ค่า Volatility คือ อัตราส่วนของราคาสูงสุดและราคาต่ำสุดของหุ้น ณ วันสิ้นสุดการซื้อขายในแต่ละวัน ซึ่งมีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.000 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 0.361 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.012 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 0.025

## ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics)

1. การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation matrix)

ตารางที่ 4-3 ค่าสหสัมพันธ์ทางสถิติของค่าสถิติของสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายขายหุ้นคลัง  
ซื้อคืน (Correlation matrix)

	QSpread	RSpread	Sell	Volume	Price	Volatility
QSpread	1					
RSpread	0.562**	1				
Sell	-0.239**	-0.060	1			
Volume	-0.296**	-0.235**	0.665**	1		
Price	0.683**	0.076	-0.334**	-0.214**	1	
Volatility	0.081*	0.039	0.293**	0.255**	0.073	1

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

จากตารางที่ 4-3 ค่าสหสัมพันธ์ทางสถิติของค่าสถิติของสภาพคล่องของหุ้นของบริษัท  
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายขายหุ้นคลัง  
ซื้อคืน จำนวน 606 รายการ พบว่า ตัวแปรปัจจัยทั้งหมดมีความสัมพันธ์กับ (QSpread) Quoted  
bid-ask spread ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01  
หรือ 1% แทบทั้งหมด ยกเว้นความผันผวน (Volatility) ที่มีค่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 หรือ  
5% โดยมีค่าระดับนัยสำคัญทางสถิติอยู่ที่ 0.047 หรือ 4.7% ซึ่งผู้วิจัยได้แสดงค่าระดับนัยสำคัญ  
ไว้ในตารางข้อมูลในภาคผนวก นอกจากนี้ตารางข้อมูลยังแสดงถึงทิศทางของความสัมพันธ์ของ  
ตัวแปรปัจจัยกับ QSpread โดยที่ราคาหุ้น (Price) และความผันผวน (Volatility) มีความสัมพันธ์  
ในทิศทางบวกกับ QSpread ในขณะที่ จำนวนหุ้นที่ขายคืน (Sell) และปริมาณการซื้อขาย (Volume)  
มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับ QSpread ซึ่งมีความสอดคล้องและขัดแย้งกับสมมติฐานอยู่มาก

## 2. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสภาพคล่องของหุ้น โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์สถิติแบบ

### Multiple regression

จากวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่ต้องการศึกษาสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียน  
ที่มีการประกาศขายหุ้นคลังซื้อคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีตัวแปรที่ใช้ใน  
การศึกษา คือ จำนวนหุ้นที่ขายคืน (Sell) ปริมาณการซื้อขาย (Volume) ราคาหุ้น (Price) และ  
ความผันผวน (Volatility) โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์สถิติแบบ Multiple Regression ณ ระดับ  
นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน ดังนี้

การขายหุ้นคลังซื้อคืนทำให้สภาพคล่องของหุ้นลดลง (ความแตกต่างของราคาเสนอขาย และราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น)

## 2.1 การวิเคราะห์ข้อมูลสภาพคล่องของหุ้น QSpread

ตารางที่ 4-4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสภาพคล่องของหุ้น QSpread

$$\text{QSpread} = \alpha + \beta_1 \text{Sell} + \beta_2 \text{Volume} + \beta_3 \text{Price} + \beta_4 \text{Volatility}$$

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์	t-value	P-value
Constant	-0.117*	-3.583	0.000
Sell	0.010*	3.497	0.001
Volume	-0.015*	-6.788	0.000
Price	0.096*	21.622	0.000
Volatility	0.264	1.842	0.066
R <sup>2</sup>	50.54%		
Adjusted R <sup>2</sup>	50.21%		
Sample	606		

\* ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

โดยที่

QSpread = Quoted Bid-Ask Spread ความแตกต่างของราคาเสนอขาย และราคาเสนอซื้อ ณ ราคาปิดของวัน ของหลักทรัพย์ i โดยคำนวณจาก Offer - Bid

Sell = จำนวนขายหุ้นคลังซื้อคืนทั้งหมด ของหลักทรัพย์ i

Volume = ปริมาณของจำนวนหุ้นที่มีการซื้อขาย ของหลักทรัพย์ i

Price = ราคาปิดของหุ้น ณ วันนั้น ของหลักทรัพย์ i

Volatility = ความเคลื่อนไหวของราคาหุ้น ณ ช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งของหลักทรัพย์ i

จากตารางที่ 4-4 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรกับ QSpread ของกลุ่มข้อมูลตัวอย่าง 606 รายการ พบว่า ความสัมพันธ์โดยรวมมีค่า P-value หรือ Sig. F อยู่ที่ 0.000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ซึ่งค่าสถิติดังกล่าวใช้ทดสอบสมมติฐานที่ว่า มีตัวแปรอย่างน้อยหนึ่งตัวที่มีความสัมพันธ์กับ QSpread จากผลการทดสอบทำให้สรุปได้ว่ามี

ตัวแปรอย่างน้อย 1 ตัว จาก 4 ตัวมีความสัมพันธ์กับ QSpread เมื่อพิจารณาค่า  $R^2$  พบว่า ความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งหมดที่มีต่อ QSpread มีค่าเท่ากับ 50.54% และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจมีค่าเท่ากับ 0.5021 โดยพิจารณาจากค่า Adjusted  $R^2$  ซึ่งอธิบายได้ว่าตัวแปรสามารถ อธิบายการเปลี่ยนแปลงของ QSpread 50.21% ซึ่งในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณจะใช้ สัมประสิทธิ์การตัดสินใจจากค่า Adjusted  $R^2$  ไม่ใช่ค่า  $R^2$  เพราะเมื่อเพิ่มตัวแปรในสมการถดถอยจะ ทำให้  $R^2$  มากขึ้น ทั้งที่ตัวแปรที่เพิ่มขึ้นอาจไม่มีความสัมพันธ์กับ QSpread ก็ได้ จึงมีการปรับค่า  $R^2$  ให้ถูกต้องขึ้น คือค่า Adjusted  $R^2$  ส่วนตัวแปรอื่น ๆ นั้นสามารถอธิบายรูปแบบความสัมพันธ์กับ QSpread ได้ดังนี้

จำนวนหุ้นที่ขายคืน (Sell) มีค่า Sig เท่ากับ 0.001 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ 0.05 และมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.010 หรือกล่าวได้ว่า จำนวนหุ้นที่ขายคืนมีความสัมพันธ์ใน ทิศทางบวกกับ QSpread โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.010 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 95% แสดงให้เห็นว่าจำนวนหุ้นที่ขายคืนมีผลต่อ QSpread อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติโดยที่เมื่อจำนวนหุ้น ที่ขายคืนมากขึ้น จะส่งผล QSpread กว้างขึ้นด้วย

ปริมาณการซื้อขาย (Volume) มีค่า Sig เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ 0.05 และมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.015 หรือกล่าวได้ว่า ปริมาณการซื้อขายมีความสัมพันธ์ใน ทิศทางลบกับ QSpread โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.015 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 95% แสดงให้เห็นว่าปริมาณการซื้อขายมีผลต่อ QSpread อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติโดยที่เมื่อปริมาณ การซื้อขายมากขึ้น จะส่งผล QSpread ลดลงด้วย

ราคาหุ้น (Price) มีค่า Sig เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และ มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.096 หรือกล่าวได้ว่า ราคาหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับ QSpread โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.096 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 95% แสดงให้เห็นว่าราคาหุ้น มีผลต่อ QSpread อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติโดยที่เมื่อราคาหุ้นสูงขึ้น จะส่งผล QSpread กว้างขึ้นด้วย

ความผันผวน (Volatility) มีค่า Sig เท่ากับ 0.066 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ 0.05 และมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.264 หรือกล่าวได้ว่า ความผันผวนมีความสัมพันธ์ในทิศ ทางบวกกับ QSpread โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.264 แต่ค่าสัมประสิทธิ์ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าความผันผวน ไม่มีผลต่อ QSpread อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากผลการทดลองในตารางที่ 4-4 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กับ QSpread ที่ระดับนัยสำคัญ 95% และมีทิศทางของความสัมพันธ์ที่แตกต่างกัน จะสามารถเขียนเป็นสมการ แสดงความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$\text{QSpread} = -0.117 + 0.010(\text{Sell}) - 0.015(\text{Volume}) + 0.096(\text{Price})$$



## 2.2 การวิเคราะห์ข้อมูลสภาพคล่องของหุ้น RSpread

ตารางที่ 4-5 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสภาพคล่องของหุ้น RSpread

$$\text{RSpread} = \alpha + \beta_1 \text{Sell} + \beta_2 \text{Volume} + \beta_3 \text{Price} + \beta_4 \text{Volatility}$$

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์	t-value	P-value
Constant	0.008*	4.047	0.000
Sell	0.001*	3.134	0.002
Volume	-0.001*	-6.819	0.000
Price	0.000	1.243	0.214
Volatility	0.015	1.796	0.073
R <sup>2</sup>	8.06%		
Adjusted R <sup>2</sup>	7.45%		
Sample	606		

\* ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

โดยที่

RSpread = Relative Spread ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ ณ ราคาปิดของวัน หาดด้วยค่าเฉลี่ยทั้ง 2 ราคา ของหลักทรัพย์ i โดยคำนวณจาก  $(\text{Offer} - \text{Bid}) / ((\text{Offer} + \text{Bid}) / 2)$

Sell = จำนวนขายหุ้นคลังซื้อคืนทั้งหมด ของหลักทรัพย์ i

Volume = ปริมาณของจำนวนหุ้นที่มีการซื้อขาย ของหลักทรัพย์ i

Price = ราคาปิดของหุ้น ณ วันนั้น ของหลักทรัพย์ i

Volatility = ความเคลื่อนไหวของราคาหุ้น ณ ช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งของหลักทรัพย์ i

จากตารางที่ 4-5 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรกับ RSpread ของกลุ่มข้อมูลตัวอย่าง 606 รายการ พบว่า ความสัมพันธ์โดยรวมมีค่า P-value หรือ Sig. F อยู่ที่ 0.000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ซึ่งค่าสถิติดังกล่าวใช้ทดสอบสมมติฐานที่ว่า มีตัวแปรอย่างน้อยหนึ่งตัวที่มีความสัมพันธ์กับ RSpread จากผลการทดสอบทำให้สรุปได้ว่า มีตัวแปรอย่างน้อย 1 ตัว จาก 4 ตัวมีความสัมพันธ์กับ RSpread เมื่อพิจารณาค่า R<sup>2</sup> พบว่า ความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งหมดที่มีต่อ RSpread มีค่าเท่ากับ 8.06% และค่าสัมประสิทธิ์

การตัดสินใจมีค่าเท่ากับ 0.0745 โดยพิจารณาจากค่า Adjusted R2 ซึ่งอธิบายได้ว่าตัวแปรสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ RSpread 7.45% ซึ่งในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณจะใช้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจจากค่า Adjusted R2 ไม่ใช่ค่า R2 เพราะเมื่อเพิ่มตัวแปรในสมการถดถอยจะทำให้ R2 มากขึ้น ทั้งที่ตัวแปรที่เพิ่มขึ้นอาจไม่มีความสัมพันธ์กับ RSpread ก็ได้ จึงมีการปรับค่า R2 ให้ถูกต้องขึ้น คือค่า Adjusted R2 ส่วนตัวแปรอื่น ๆ นั้นสามารถอธิบายรูปแบบความสัมพันธ์กับ RSpread ได้ดังนี้

จำนวนหุ้นที่ขายคืน (Sell) มีค่า Sig. เท่ากับ 0.002 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.001 หรือกล่าวได้ว่า จำนวนหุ้นที่ขายคืนมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับ RSpread โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.001 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 95% แสดงให้เห็นว่าจำนวนหุ้นที่ขายคืนมีผลต่อ RSpread อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติโดยที่เมื่อจำนวนหุ้นที่ขายคืนมากขึ้น จะส่งผล RSpread กว้างขึ้นด้วย

ปริมาณการซื้อขาย (Volume) มีค่า Sig. เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.001 หรือกล่าวได้ว่า ปริมาณการซื้อขายมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับ RSpread โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.001 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 95% แสดงให้เห็นว่าปริมาณการซื้อขายมีผลต่อ RSpread อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติโดยที่เมื่อปริมาณการซื้อขายมากขึ้น จะส่งผล RSpread ลดลงด้วย

ราคาหุ้น (Price) มีค่า Sig. เท่ากับ 0.214 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.000 หรือกล่าวได้ว่า ราคาหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับ RSpread โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.000 แต่ค่าสัมประสิทธิ์ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าราคาหุ้นไม่มีผลต่อ RSpread อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เหตุผลที่ค่าสัมประสิทธิ์ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เพราะว่า RSpread คำนวณจาก  $(\text{Offer}-\text{Bid}) / ((\text{Offer} + \text{Bid})/2)$  ทำให้ค่า Price ลดลง ผลของ Price จึงหายไป

ความผันผวน (Volatility) มีค่า Sig. เท่ากับ 0.073 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.015 หรือกล่าวได้ว่า ความผันผวนมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับ RSpread โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.015 แต่ค่าสัมประสิทธิ์ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าความผันผวนไม่มีผลต่อ RSpread อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากผลการทดลองในตารางที่ 4-5 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กับ RSpread ที่ระดับนัยสำคัญ 95% และมีทิศทางของความสัมพันธ์ที่แตกต่างกัน จะสามารถเขียนเป็นสมการแสดงความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$\text{RSpread} = 0.008 + 0.001(\text{Sell}) - 0.001(\text{Volume})$$

ตารางที่ 4-6 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย

สมมติฐาน	ผลการทดสอบสมมติฐาน ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05	
	QSpread	RSpread
การขายหุ้นคลังซื้อคืนทำให้สภาพคล่องของ หุ้นลดลง (ความแตกต่างของราคาเสนอขาย และราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น)	สอดคล้อง	สอดคล้อง

จากตารางที่ 4-6 ผลของการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย พบว่า Quoted Bid-Ask Spread (QSPREAD) และ Relative spread (RSPREAD) สอดคล้องกับสมมติฐาน การขายหุ้นคลังซื้อคืน ทำให้สภาพคล่องของหุ้นลดลง (ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น)

## บทที่ 5

### สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การศึกษาผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการบังคับใช้พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 เมื่อวันที่ 4 กรกฎาคม 2544 ด้วยวัตถุประสงค์หลักเพื่อให้บริษัทสามารถบริหารทางการเงิน ในกรณีที่ผู้บริหารเห็นว่าราคาหุ้นในตลาด มีมูลค่าที่ต่ำกว่าราคาตามปัจจัยพื้นฐานที่ควรจะเป็น โดยผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลตั้งแต่ วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2553 จนถึง วันที่ 17 มิถุนายน พ.ศ. 2558

รูปแบบของการวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ โดยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลจากโปรแกรม Statistical package for social science หรือ SPSS Version 17 เนื่องจากเป็นโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติที่สามารถใช้วิเคราะห์ข้อมูลได้อย่างมีประสิทธิภาพ และเป็นที่ยอมรับอย่างแพร่หลาย โดยวิเคราะห์ดังนี้

#### สรุปผล

ในการศึกษาเรื่อง ผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์การศึกษาที่สามารถนำมาสรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

1. จากการศึกษากลุ่มตัวอย่างพบว่า กลุ่มตัวอย่างประเภทของอุตสาหกรรม 8 อุตสาหกรรม สภาพคล่องของกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถเรียงลำดับได้ดังนี้ ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีสภาพคล่องลำดับแรก เป็นอุตสาหกรรมประเภทกลุ่มทรัพยากร (RESOURC) มีจำนวน 135 รายการ คิดเป็นร้อยละ 22.28 ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมลำดับที่ 2 ได้แก่ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง (PROPCON) มีจำนวน 103 รายการ คิดเป็นร้อยละ 17 ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมลำดับที่ 3 ได้แก่ กลุ่มบริการ (SERVICE) มีจำนวน 85 รายการ คิดเป็นร้อยละ 14.03 ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมลำดับที่ 4 ได้แก่ กลุ่มธุรกิจการเงิน (FINCIAL) มีจำนวน 76 รายการ คิดเป็นร้อยละ 12.54 ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมลำดับที่ 5 ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) จำนวน 74 รายการ คิดเป็นร้อยละ 12.21 ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมลำดับที่ 6 ได้แก่ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) จำนวน 60 รายการ คิดเป็นร้อยละ 9.90 ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมลำดับที่ 7 ได้แก่ กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค

(CONSUMP) จำนวน 52 รายการ คิดเป็นร้อยละ 8.58 และประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมลำดับสุดท้าย ได้แก่ กลุ่มเทคโนโลยี (TECH) จำนวน 21 รายการ คิดเป็นร้อยละ 3.47

2. เพื่อศึกษาผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า

สภาพคล่องที่มาจาก ค่า Volume มีสภาพคล่องมากที่สุด มีค่าเฉลี่ย 9,566,075 ค่า SD = 27,557,288 สภาพคล่องลำดับที่ 2 ได้แก่ ค่า Sell มีค่าเฉลี่ย 862,913 ค่า SD = 3,652,752 สภาพคล่องลำดับที่ 3 ได้แก่ ค่า Price มีค่าเฉลี่ย 11.16 ค่า SD = 8.87 สภาพคล่องลำดับที่ 4 ได้แก่ ค่า QSpread มีค่าเฉลี่ย 0.10 ค่า SD = 0.12 สภาพคล่องลำดับที่ 5 ได้แก่ ค่า Volatility มีค่าเฉลี่ย 0.012 ค่า SD = 0.025 และสภาพคล่องลำดับสุดท้าย ได้แก่ RSpread ค่าเฉลี่ย 0.01 ค่า SD = 0.01 ตามลำดับ

## อภิปรายผล

จากผลการศึกษาที่ได้จากการทดสอบสมมติฐานในงานวิจัยเรื่องศึกษาผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีประเด็นที่สามารถนำมาอภิปรายผลและอ้างอิงจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องได้ ดังนี้

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า

ผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา คือ จำนวนหุ้นที่ขายคืน (Sell) โดยมีตัวแปรควบคุม คือ ปริมาณการซื้อขาย (Volume) ราคาหุ้น (Price) และความผันผวน (Volatility) ดังนี้

ผลการทดสอบจำนวนหุ้นที่ขายคืน (Sell) พบว่า จำนวนหุ้นที่ขายคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ หมายความว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีจำนวนหุ้นที่ขายคืนมาก ซึ่งมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ คือ ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น บ่งบอกถึงสภาพคล่องของหุ้นที่ลดลง

ผลการทดสอบปริมาณการซื้อขาย (Volume) พบว่า ปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์เชิงลบกับสภาพคล่องของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ หมายความว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีปริมาณ

การซื้อขายมาก ซึ่งมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ คือ ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อลดลง บ่งบอกถึงสภาพคล่องของหุ้นที่สูงขึ้น

ผลการทดสอบราคาหุ้น (Price) พบว่า ราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ หมายความว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีราคาหุ้นที่สูง ซึ่งมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ คือ ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น บ่งบอกถึงสภาพคล่องของหุ้นที่ลดลง

ผลการทดสอบความผันผวน (Volatility) พบว่า ความผันผวนของราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ หมายความว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความผันผวนของราคาหุ้นสูง ซึ่งมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ คือ ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น บ่งบอกถึงสภาพคล่องของหุ้นที่ลดลง

ซึ่งจากผลการวิจัย สอดคล้องกับแนวคิดของ Grullon and Michaely (2004) พบว่า การซื้อหุ้นคืนของบริษัทลดระดับค่าใช้จ่ายด้านทุน อีกทั้งระดับของเงินสดสำรองลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ปฏิกริยาตลาดหลังประกาศซื้อหุ้นคืนจะแข็งแกร่งขึ้นท่ามกลางบริษัทที่มีแนวโน้มที่จะลงทุนมากกว่า การค้นพบนี้แสดงให้เห็นว่า บริษัทเพิ่มการจ่ายเงินสดในการตอบสนองต่อการลดลงของโอกาสในการลงทุนของคณะผู้วิจัย ในที่สุดคณะผู้วิจัยตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงในต้นทุนของเงินทุนและค่าที่เปลี่ยนแปลงในระยะยาวที่สังเกตหลังจากประกาศซื้อหุ้นคืน คณะผู้วิจัยพบว่าค่าที่เปลี่ยนแปลงในระยะยาวมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการลดลงของความเสี่ยงและต้นทุนของเงินทุนของบริษัทที่ซื้อหุ้นคืน และเหมือนกับงานวิจัยของ Amihud and Mendelson (1986) ได้ศึกษาราคาสินทรัพย์และความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ คณะผู้วิจัยพบว่า การตอบสนองที่มีเหตุผลของนักลงทุนในตลาดที่มีประสิทธิภาพเมื่อต้องเผชิญกับการแรงซื้อขายและต้นทุนทางธุรกรรม อัตราผลตอบแทนที่สูงในความแตกต่างที่สูงของหุ้น จะเพิ่มแรงจูงใจให้บริษัทเพิ่มสภาพคล่องของหลักทรัพย์ของพวกเขาจึงช่วยลดต้นทุนค่าเสียโอกาสของพวกเขา ดังนั้นสภาพคล่องเพิ่มมากขึ้นนโยบายทางการเงินอาจเพิ่มมูลค่าของบริษัท โดยเฉพาะบุคคลทั่วไป (เมื่อเทียบกับบุคคลในวงจำกัด) มาตรฐานของรูปแบบสัญญาของหลักทรัพย์และการเปิดเผยการแลกเปลี่ยนข้อมูล อาจจะถูกตีความว่าเป็นเงินลงทุนในสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้น การตรวจสอบสิ่งที่อยู่ในขอบเขตนโยบายทางการเงินขององค์กร สามารถอธิบายได้ด้วยแรงจูงใจที่มีในสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้น การตรวจสอบดังกล่าวสามารถสร้างการเชื่อมโยงระหว่างตลาด

หลักทรัพย์และนโยบายทางการเงินขององค์กร นอกจากนี้ยังเห็นว่ามีรูปแบบที่ครอบคลุมมากขึ้นของผลตอบแทนของความแตกต่างอาจจะพิจารณาการตอบสนองของบริษัท แทนที่จะหาความแตกต่างจากภายนอก บริษัทอาจมีส่วนร่วมในการปรับการเพิ่มสภาพคล่องของหลักทรัพย์ของพวกเขาที่ค่าใช้จ่ายจะอยู่ในภาวะสมดุลที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย เนื่องมาจากสภาพคล่องที่ดีขึ้นจะเท่ากับค่าใช้จ่ายในการปรับปรุง จากนั้นความแตกต่างในความสามารถของบริษัทที่จะส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องที่จะสะท้อนให้เห็นความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อและกระจายความเสี่ยงที่ปรับผลตอบแทนหลักทรัพย์

2. การขายหุ้นคลังซื้อคืนทำให้สภาพคล่องของหุ้นลดลง (ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น) จากการวิจัยพบว่า

ผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 พบว่า ผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การขายหุ้นคลังซื้อคืนทำให้สภาพคล่องของหุ้นลดลง (ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น) หมายความว่า เมื่อนักลงทุนสนใจขายหุ้นคลังซื้อคืนในราคาที่สูงโดยนักลงทุนที่สนใจต้องการซื้อหุ้นที่ราคาใด ก็จะมีนักลงทุนรายอื่นเสนอขายที่ราคาราคานั้นหรือใกล้เคียงกับราคาราคานั้น ๆ ทำให้ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อห่างกันมาก ทำให้สภาพคล่องของหุ้นต่ำ หมายความว่า มีนักลงทุนสนใจซื้อขายน้อยราย โดยนักลงทุนที่ต้องการซื้อหุ้นหรือขายหุ้น ต้องใช้เวลานานในการจับคู่ของราคา ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อจึงค่อนข้างกว้าง ทำให้ต้นทุนที่เกิดขึ้นค่อนข้างสูง ซึ่งบ่งชี้ว่า การขายหุ้นคลังซื้อคืนทำให้สภาพคล่องของหุ้นลดลง (ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น) สอดคล้องกับการศึกษาของ Barclay and Smith (1988) แสดงว่า ในประเทศไทยการขายหุ้นคลังซื้อคืนจะทำให้สภาพคล่องของหุ้นลดลง ซึ่งแตกต่างจากของ De Cesari, Espenlaub and Khurshed (2011) ในประเทศอิตาลีการขายหุ้นคลังซื้อคืนจะทำให้สภาพคล่องสูงขึ้น สรุปว่าการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทในประเทศไทยไม่สอดคล้องกับการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทในประเทศอิตาลี และเหมือนกับงานวิจัยของ De Cesari, Espenlaub and Khurshed (2011) ได้ศึกษาการซื้อหุ้นคืนและการขายหุ้นซื้อคืน คณะผู้วิจัยรักษาเสถียรภาพของราคาและเพิ่มสภาพคล่องได้อย่างไร จากการศึกษาพบว่าบริษัทสามารถเพิ่มสภาพคล่องและรักษาเสถียรภาพของราคาหุ้นของคณะผู้วิจัยโดยขายหุ้นซื้อคืน ในการซื้อขายหุ้นซื้อคืนอาจจะสนับสนุนสภาพคล่องในเวลาตลาดอ่อนแอ นอกจากนี้ถ้าการซื้อขายจะซื้อขายหนักในทิศทางที่คณะผู้วิจัยอาจจะนำไปสู่การรักษาเสถียรภาพราคา ซึ่งกิจกรรมการรักษาเสถียรภาพราคาจะนำไปใช้เป็นหลัก

ในการตอบสนองต่อของราคาที่ลดลง ได้พบว่ามี การซื้อขายหุ้นของตัว อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องในแง่ของความแตกต่างที่ลดลง ผลกระทบนี้จะดีขึ้นสำหรับหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำ (ความแตกต่างจะสูง) ผลการวิจัยยังชี้ให้เห็นว่าการซื้อขายหุ้นของบริษัท ประสบความสำเร็จโดยที่ สามารถลดราคาและความไม่แน่นอนของราคาในระยะสั้น การควบคุมความแปรปรวนในระยะยาว การลดลงของความแปรปรวนในระยะสั้นที่เกี่ยวข้องกับการทำธุรกรรมในหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากการศึกษาวิจัยนี้ ประโยชน์ของนักลงทุน นักลงทุนจะทราบว่าบริษัทที่กำลังจะขายหุ้นคลังซื้อคืน ควรจะหลีกเลี่ยงในการลงทุนบริษัทนั้น เพราะว่าเป็นการส่งสัญญาณตามทฤษฎี การส่งสัญญาณว่าบริษัทจะขายหุ้นคลังซื้อคืนตอนราคาแพง ในทางกลับกัน ควรจะลงทุนในบริษัทที่กำลังจะซื้อหุ้นคืนเพราะว่าบริษัทจะซื้อหุ้นคืนในกรณีที่มูลค่าของหุ้นต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง และเมื่อบริษัทซื้อหุ้นคืน นักลงทุนได้ประโยชน์ เพราะหุ้นของบริษัทที่จะซื้อหุ้นคืน จะการันตีได้ว่าหุ้นจะไม่ตกในเวลานั้น ๆ เมื่อเวลาผ่านไป 6 เดือนแต่ไม่เกิน 3 ปี นับจากการซื้อหุ้นคืนของบริษัท เมื่อบริษัทเริ่มขายหุ้นคลังซื้อคืนที่เก็บไว้ นักลงทุนควรจะขายหุ้นของบริษัท ก่อนที่บริษัทจะขายหุ้นคลังซื้อคืน เพราะเมื่อมีการประกาศขายหุ้นคลังซื้อคืนเมื่อไหร่ สภาพคล่องของหุ้นจะลดลง ตามสมมติฐานของงานวิจัย คือ การขายหุ้นคลังซื้อคืนทำให้สภาพคล่องของหุ้นลดลง (ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น)

## ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แสดงให้เห็นว่าการขายหุ้นคลังซื้อคืนทำให้สภาพคล่องของหุ้นลดลง (ความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อกว้างขึ้น) ดังนั้นผู้กำหนดนโยบาย ผู้บริหารและนักลงทุนสามารถนำผลวิจัยไปใช้ประโยชน์ ดังนี้

1. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรมีการจัดกิจกรรมเพื่อส่งเสริมความรู้เกี่ยวกับการขายหุ้นคลังซื้อคืนให้มากยิ่งขึ้น รวมถึงเรื่องกฎระเบียบ ในการขายหุ้นคลังซื้อคืน เช่น ผลที่ออกมาในงานวิจัยนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควร กำหนดข้อบังคับที่มีแค่ราคาซื้อหุ้นคืนต้องไม่เกิน 115% ของราคาปิดของหุ้นเฉลี่ย 5 วันทำการย้อนหลัง เพิ่มจำนวนการขายหุ้นคลังซื้อคืน โดยแบ่งออกไป 2 ส่วนหรือมากกว่านั้น เพื่อกันไม่ให้บริษัทเทขายหุ้นคลังซื้อคืนทั้งหมดในวันเดียว เพราะการเทขายทั้งหมดในวันเดียวจะส่งผลกระทบต่อแก่นักลงทุนรายอื่น ๆ มาก

2. ผู้บริหารของบริษัทสามารถจับจังหวะที่เหมาะสมในการขายหุ้นคลังซื้อคืน เพื่อทำให้บริษัทมีกำไรมากขึ้นได้ แต่การขายจะทำให้สภาพคล่องลดลง เพื่อป้องกันไม่ให้สภาพคล่องลดลงเร็วเกินไป ควรทยอยขายหุ้นคลังซื้อคืน ไม่ควรเทขายทั้งหมดในครั้งเดียว



3. นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลการขายหุ้นคลังซื้อคืน ในการพิจารณา และตัดสินใจที่จะลงทุนในหุ้นสามัญ เช่น นักลงทุนได้รับสัญญาณขายหุ้นคลังซื้อคืน ควรจะหลีกเลี่ยงในการลงทุนบริษัทนั้น ๆ เพื่อลดความเสี่ยงในการลงทุนในกรณีที่ไม่มีหุ้นของบริษัทที่จะขายหุ้นคลังซื้อคืน แต่ถ้ามีหุ้นอยู่ควรรีบขายก่อนบริษัทประกาศขายหุ้นคลังซื้อคืน เพราะราคาหุ้นจะตก

### ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. ควรมีการศึกษาผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ตัวแปรในการศึกษาตัวอื่นนอกเหนือจาก ส่วนความแตกต่างของราคาเสนอขายและราคาเสนอซื้อ (Bid-Ask spread)
2. ควรมีการศึกษาผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อบริษัทอื่น ๆ เช่น ผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อ Set ผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อ Set50 ผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อ Set100 ผลกระทบของการขายหุ้นคลังซื้อคืนต่อ SetHD เป็นต้น
3. ควรมีการศึกษาถึงปัจจัยต่าง ๆ ที่ทำให้บริษัทต้องซื้อหุ้นคืน เช่น ความต้องการเงินในการลงทุน โครงการใหม่ เป็นต้น

## บรรณานุกรม

- จิราลักษณ์ สุวรรณศิริ (2545). *สภาพคล่องและอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ: การศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. โครงการวิทยาลัยศาสตรมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการเงิน, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ฐิติเมธ โภคชัย. (2558). *Treasury Stock ซื้อหุ้นคืนแล้วได้อะไร*. เข้าถึงได้จาก <http://www.moneychannel.co.th>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2551). *คู่มือการซื้อขายหุ้นคืนเพื่อบริหารการเงิน*. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2554). *คู่มือการซื้อขายหุ้นคืนเพื่อบริหารการเงิน*. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- ปิยะ ดำรงฤทธิกุล. (2553). *ปัญหาทางกฎหมายในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทมหาชนจำกัดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์นิติศาสตรมหาบัณฑิต, สาขาวิชานิติศาสตร์, คณะนิติศาสตร์, มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- พลวัต. (2558). *ข่าวหุ้นธุรกิจออนไลน์*. เข้าถึงได้จาก <http://www.kaohoon.com>
- ยอดยิ่ง ธนทวี. (2554). การซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิทยาลัยพาณิชยศาสตร์บูรพาปริทัศน์*, 6(2), 2-9.
- วีระชาติ ชูตินันท์โรดม. (2556). การซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์. เข้าถึงได้จาก <http://guru.sanook.com>
- สำนักงาน ก.ล.ต. (2551). *คุยถึงเรื่องฮิต ๆ ... Treasury Stock (3)*. *คอลัมน์ ร่วมคิด-ชวนคุยกับ ก.ล.ต.* เข้าถึงได้จาก [http://www.start-to-invest.com/investor\\_edu/info\\_media/article/manager/manager072\\_150951.pdf](http://www.start-to-invest.com/investor_edu/info_media/article/manager/manager072_150951.pdf)
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effect. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(6), 223-249.
- Barclay, M., & Smith, C. (1988). Corporate payout policy; cash dividends versus open-market repurchases. *Journal of Financial Economic*, 22(1), 61-82.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and 'The bird in hand fallacy'. *Bell Journal of Economics*, 10(Spring), 259-270.

- Bhattacharya, U., & Dittmar, A. (2004). *Costless versus costly signalling in capital markets: Theory And Evidence*. Working Paper.
- Brav, A., Harvey, C., Graham, J., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21th century: The data. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.
- Brennan, M., & Subrahmanyam, A. (1995). Investment analysis and price formation in securities markets. *Journal of Financial Economics*, 38, 361-381.
- Brennan, M., & Subrahmanyam, A. (1996). Market microstructure and asset pricing: On the compensation for illiquidity in stock returns. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 341-364.
- Brennan, M., & Thakor, A. (1990). Shareholder preferences and dividend policy. *Journal of Finance*, 45(4), 993-1018.
- Brockman, P., Howe, J., & Mortal, S. (2008). Stock market liquidity and the decision to repurchase. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 446-459.
- Chan, K., Ikenberry, D., & Lee, I. (2004). Economic sources of gain in stock repurchases. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(3), 461-479.
- Chowdhry, B., & Nanda, V. (1994). Repurchase premia as a reason for dividends: A dynamic model of corporate payout policies. *Review of Financial Studies*, 7, 321-350.
- Datar, V., Naik, N., & Radcliffe, R. (1998). Liquidity and asset returns: An alternative test. *Journal of Financial Markets*, 1(1), 203-219.
- De Cesari, A., Espenlaub, S., & Khurshed, A. (2011). Stock repurchases and treasury share sales: Do they stabilize price and enhance liquidity?. *Journal of corporate finance*, 17(5), 1558-1579.
- Eleswarapu, V., & Reinganum, M. (1993). The seasonal behavior of Liquidity premium in asset pricing. *Journal of Financial Economics*, 34, 373-386.
- Espenlaub, S., Lin, S., Strong, N., & Wang, C. (2006). *Why do firms repurchase shares: free cash flow or information signaling?* Research working paper, Manchester Business School, University of Manchester.
- Fama, Eugene F., & MacBeth, J. (1973). Risk, return and equilibrium: Empirical tests, *Journal of Political Economy*, 81, 607-636.

- Fried, J. M. (2005). Informed trading and false signalling with open market repurchases. *Calif.Law Rev*, 93(5), 1326-1386.
- Ginglinger, E. & Hamon, J. (2007). Actual share repurchases, timing and corporate liquidity. *Journal of Banking and Finance*, 31(3), 915-938.
- Grullon, G. & Ikenberry, D. (2000). What do we know about stock repurchases? *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(1), 31-51.
- Grullon, G. & Michaely, R. (2004). The Information Content of Share Repurchase Programs. *Journal of Finance*, 59(2), 651-680.
- Guay, W. & Harford, J. (2000). The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57, 385-415.
- Hausch, D. & Seward, J. (1993). Signaling with dividends and share repurchases: A choice between deterministic and stochastic cash disbursements. *Review of Financial Studies*, 6, 121-154.
- Howe, K., He, J., & Kao, W. (1992). One-time cash flow announcements and free cash flow theory: Share repurchases and special dividends. *Journal of Finance*, 47, 1963-1975.
- Hu, S. (1997). Trading turnover and expected stock returns: The trading frequency hypothesis and evidence from the Tokyo Stock Exchange. *Working paper*. University of Chicago.
- Ikenberry, D. & Vermaelen, T. (1996). The option to repurchase stock. *Financial Management*, 25(Winter), 9-24.
- Jacoby, G., & Zheng, S. (2010). Ownership dispersion and market liquidity. *International Review of Financial Analysis*, 19, 81-88.
- Jagannathan, M., Stephens, C., & Weisbach, M. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57(3), 355-384.
- Jain, B., Shekhar, C., & Torbey, V. (2009). Payout initiation by IPO Firms: The choice between dividends and share repurchases. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, 1275-1297.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, Corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.

- Keene, A., & Peterson, R. (2007). The Importance of liquidity as a factor in asset pricing. *The Journal of Financial Research*, 30(1), 91-109.
- Li, K., & McNally, W. (2007). The information content of Canadian open market repurchase announcements. *Managerial Finance*, 33(1), 65-80.
- Lie, E. (2005). Operating performance following open market share repurchase announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 411-436.
- Miller, M., & Rock, K. (1985). Dividends policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, 40, 1031-1051.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1961). Dividend policy, Growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Oded, J. (2005). Why do firms announce open-market repurchase programs? *Review of Financial Studies*, 18(1), 271-300.
- Ofer, A. R., & Thakor, A. V. (1987). A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: Stock repurchases and dividends. *Journal of Finance*, 42(2), 365-394.
- Peterson, M., & Fialkowski, D. (1994). Posted versus effective spreads: good prices or bad quotes? *Journal of Financial Economics*, 35(6), 269-292.
- Rhee, S. G., & Wang, J. (2009). Foreign institutional ownership and stock market liquidity: Evidence from Indonesia. *Journal of Banking and Finance*, 33(7), 1312-1324.
- Stoll, H. (1978). The supply of dealer services in securities markets, *Journal of Finance*, 33(4), 1133-1151.

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

รายชื่อหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางภาคผนวก ก-1 รายชื่อหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
ที่มีนโยบายการประกาศขายหุ้นคลังซื้อคืน

หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
AMANAH	บริษัท อะมานะฮ์ ลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)
BGT	บริษัท บีจีที คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
CFRESH	บริษัท ซีเฟรชอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
CNS	บริษัท หลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน)
DEMCO	บริษัท เด็มโก้ จำกัด (มหาชน)
DRACO	บริษัท ดร่าโก้ ฟิชชีบี จำกัด (มหาชน)
DRT	บริษัท ผลิตภัณฑ์ตราเพชร จำกัด (มหาชน)
DSGT	บริษัท ดีเอสจี อินเตอร์เนชั่นแนล (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
EMC	บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน)
EPCO	บริษัท โรงพิมพ์ตะวันออก จำกัด (มหาชน)
HFT	บริษัท ฮิวฟง รับเบอร์ (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
IFEC	บริษัท อินเตอร์ ฟาร์อีสท์ วิศวกร จำกัด (มหาชน)
KCE	บริษัท เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
MAJOR	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
MALEE	บริษัท มาลีสามพราน จำกัด (มหาชน)
MBKET	บริษัท หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
MODERN	บริษัท โมเดิร์นฟอรั่มกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
NBC	บริษัท เนชั่น บรอดแคสติ้ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
PAP	บริษัท แปซิฟิกไพพ์ จำกัด (มหาชน)
ROBINS	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)
RPC	บริษัท อาร์พีซีจี จำกัด (มหาชน)
RS	บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน)
SAMART	บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
SKR	บริษัท ศิครินทร์ จำกัด (มหาชน)
SMIT	บริษัท สหมิตรเครื่องกล จำกัด (มหาชน)



## ตารางภาคผนวก ก-1 (ต่อ)

หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
SST	บริษัท ทรัพย์ศรีไทย จำกัด (มหาชน)
STPI	บริษัท เอสทีพี แอนด์ ไอ จำกัด (มหาชน)
SUSCO	บริษัท ซัสโก้ จำกัด (มหาชน)
SVI	บริษัท เอสวีไอ จำกัด (มหาชน)
SYNEX	บริษัท ซินเน็ค (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
TKS	บริษัท ที.เค.เอส. เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
ZMICO	บริษัท หลักทรัพย์ ซิมิโก้ จำกัด (มหาชน)

ภาคผนวก ข  
การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ

ตารางภาคผนวก ข-1 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรจากโปรแกรมทางสถิติ SPSS

**Correlations**

		QSpread	RSpread	Volume sell	Volume	Price	Volatility
QSpread	Pearson correlation	1	.562**	-.239**	-.296**	.683**	.081*
	Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.047
	N	606	606	606	606	606	606
RSpread	Pearson correlation	.562**	1	-.060	-.235**	.076	.039
	Sig. (2-tailed)	.000		.143	.000	.060	.344
	N	606	606	606	606	606	606
Volume sell	Pearson correlation	-.239**	-.060	1	.665**	-.334**	.293**
	Sig. (2-tailed)	.000	.143		.000	.000	.000
	N	606	606	606	606	606	606
Volume	Pearson correlation	-.296**	-.235**	.665**	1	-.214**	.255**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000		.000	.000
	N	606	606	606	606	606	606
Price	Pearson correlation	.683**	.076	-.334**	-.214**	1	.073
	Sig. (2-tailed)	.000	.060	.000	.000		.071
	N	606	606	606	606	606	606
Volatility	Pearson correlation	.081*	.039	.293**	.255**	.073	1
	Sig. (2-tailed)	.047	.344	.000	.000	.071	
	N	606	606	606	606	606	606

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

การวิเคราะห์ข้อมูลสภาพคล่องของหุ้น QSpread โดยการวิเคราะห์ความถดถอย  
เชิงพหุคูณ (Multiple regression analysis) จากโปรแกรมทางสถิติ SPSS

#### Model summary

Model	R	R square	Adjusted R square	Std. error of the estimate
1	.711 <sup>a</sup>	.505	.502	.08211

a. Predictors: (Constant), Volume sell, Volatility, Price, Volume

#### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of squares	df	Mean square	F	Sig.
1	Regression	4.141	4	1.035	153.553	.000 <sup>a</sup>
	Residual	4.052	601	.007		
	Total	8.193	605			

a. Predictors: (Constant), Volume sell, Volatility, Price, Volume

b. Dependent variable: QSpread

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized coefficients		Standardized coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.117	.033		-3.583	.000
	Volume	-.015	.002	-.262	-6.788	.000
	Price	.096	.004	.670	21.622	.000
	Volatility	.264	.143	.056	1.842	.066
	Volume Sell	.010	.003	.142	3.497	.001

a. Dependent Variable: QSpread

การวิเคราะห์ข้อมูลสภาพคล่องของหุ้น RSpread โดยการวิเคราะห์ความถดถอย

เชิงพหุคูณ (Multiple regression analysis) จากโปรแกรมทางสถิติ SPSS

**Model Summary**

Model	R	R square	Adjusted R square	Std. error of the estimate
1	.284 <sup>a</sup>	.081	.074	.00488

a. Predictors: (Constant), Volume sell, Volatility, Price, Volume

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of squares	df	Mean square	F	Sig.
1	Regression	.001	4	.000	13.171	.000 <sup>a</sup>
	Residual	.014	601	.000		
	Total	.016	605			

a. Predictors: (Constant), Volume sell, Volatility, Price, Volume

b. Dependent Variable: RSpread

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized coefficients		Standardized coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.008	.002		4.047	.000
	Volume	-.001	.000	-.358	-6.819	.000
	Price	.000	.000	.053	1.243	.214
	Volatility	.015	.009	.075	1.796	.073
	Volume Sell	.001	.000	.174	3.134	.002

a. Dependent Variable: RSpread