บทความวิจัย

ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงินและการเติบโตอย่างยั่งยืนกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดร.ศศิประภา สมัครเขตการพล
เพชรอำไพ สุขารมณ์*
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำหลักสูตรบัญชีบัณฑิต
คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏนครสวรรค์
*(*ผู้ประพันธ์บรรณกิจ)*

ดร.อนุวัฒน์ ภักดี
รองศาสตราจารย์ประจำหลักสูตรบัญชีบัณฑิต
คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏจันทรเกษม

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : *29 มิถุนายน 2567*
วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : *4 กันยายน 2567*
วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : *16 กันยายน 2567*

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงินและการเติบโตอย่างยั่งยืนที่มีผลต่อการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2562–2566 โดยมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนจำนวน 85 ตัวอย่าง และบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืนจำนวน 85 ตัวอย่าง รวมกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 170 ตัวอย่าง และใช้การวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ในการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย

ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดอิสระในช่วงต้นปีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการซื้อหุ้นคืน ในทางตรงข้ามพบว่าอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ในช่วงต้นปีมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริง และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัท นอกจากนี้ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีโอกาสเกิดเหตุการณ์ซื้อหุ้นคืนมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก

คำสำคัญ: ผลการดำเนินงานทางการเงิน การเติบโตอย่างยั่งยืน การซื้อหุ้นคืน

Research Article

The Relationship between Financial Performance and Sustainable Growth on Share Repurchases of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

Dr.Sasiprapa Samakketkarnpol

Phetamphai Sukharom*

Assistant Professor of Department of Accounting,

Faculty of Management Sciences, Nakhon Sawan Rajabhat University

*(*Corresponding Author)*

Dr.Anuwat Phakdee

Associate Professor of Department of Accounting,

Faculty of Management Sciences, Chandrakasem Rajabhat University

Received: *June 29, 2024*

Revised: *September 4, 2024*

Accepted: *September 16, 2024*

ABSTRACT

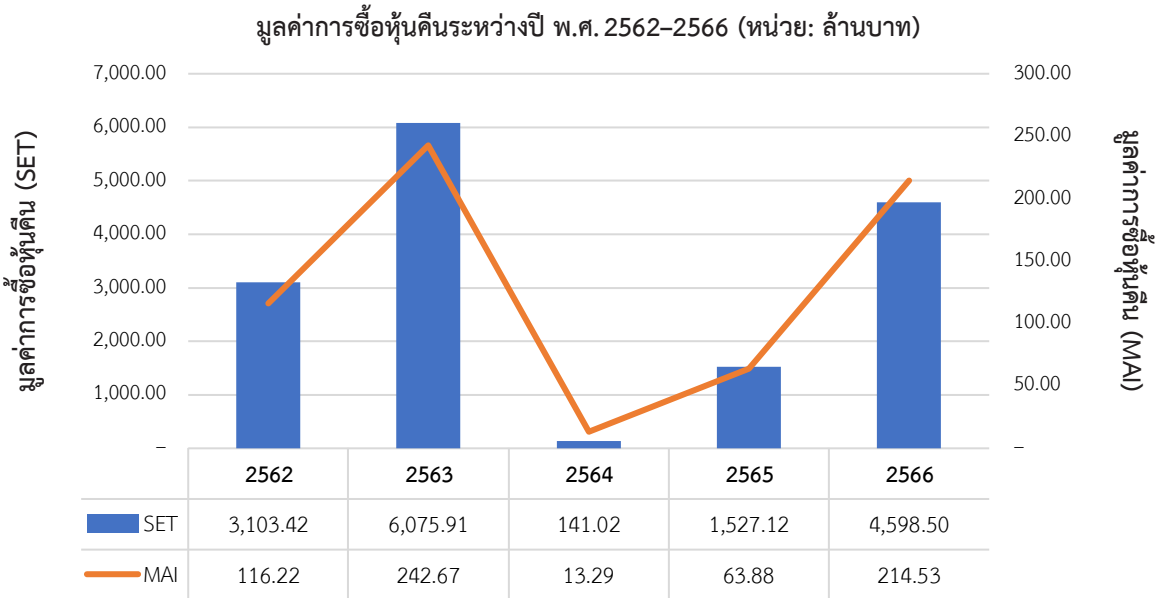
This study aimed to examine the relationship between financial performance, sustainable growth, and share repurchases by companies listed on the Stock Exchange of Thailand from 2019 to 2023. The sample consisted of 85 companies that engaged in share repurchases and 85 non-repurchase companies, totaling 170 samples. Logistic regression analysis was employed to test the research hypotheses.

The research findings indicated that free cash flow at the beginning of the year had a positive relationship with share repurchases. In contrast, leverage ratio at the beginning of the year had a negative relationship with share repurchases of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. However, there was no significant relationship between return on asset ratio, dividend payout ratio, effective tax rate, and sustainable growth rate with the share repurchases. In addition, the research was found that the larger companies were higher chance of share repurchase events than smaller companies.

Keywords: Financial Performance, Sustainable Growth, Share Repurchases

บทนำ

การซื้อหุ้นคืน (Share Repurchases) เป็นเครื่องมือทางการเงินที่ช่วยบริษัทมหาชนบริหารสภาพคล่องส่วนเกิน โดยบริษัทสามารถซื้อหุ้นกลับคืนได้หากมีความเห็นว่า หุ้นมีราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง และสามารถขายคืนออกไปได้เมื่อราคาหุ้นได้ปรับตัวสู่มูลค่าที่เหมาะสมซึ่งจะเป็นประโยชน์แก่บริษัทและผู้ถือหุ้น หรือเป็นกรณีที่บริษัทมีกำไรสะสมและสภาพคล่องทางการเงินสูง สำหรับแนวโน้มการซื้อหุ้นคืนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562–2566 จากการรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยได้นำมาสรุปดังแสดงในภาพที่ 1



ภาพที่ 1 มูลค่าการซื้อหุ้นคืนระหว่างปี พ.ศ. 2562–2566

จากภาพที่ 1 จะเห็นว่า การซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาด SET และ MAI จากฐานข้อมูล SETSMART มีมูลค่าการซื้อหุ้นคืนสูงที่สุดในช่วง ปี พ.ศ. 2563 ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดภาวะวิกฤตการระบาดของไวรัส COVID-19 และมีมูลค่าการซื้อหุ้นคืนต่ำที่สุดในช่วงปี พ.ศ. 2564 นอกจากนี้ในปี พ.ศ. 2565 และ พ.ศ. 2566 พบว่า แนวโน้มของการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนเริ่มสูงขึ้นอีกครั้ง โดยการศึกษาของ Yeamyim (2015) ได้ให้ข้อเสนอแนะว่า การซื้อหุ้นคืนของบริษัทอาจจะเกิดขึ้นในช่วงตลาดอยู่ในช่วงขาลงมากกว่าขาขึ้น โดยบางกรณีในช่วงที่เกิดวิกฤตนักลงทุนอาจเกิดความกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจ หรือผลประกอบการไม่เป็นตามที่คาดหวัง ไปจนถึงขาดความเชื่อมั่นในบริษัททำให้บางครั้งบริษัทมหาชนอาจจะมองว่า ราคาหุ้นที่ซื้อขายในตลาดตอนนี้ต่ำกว่าราคาที่ควรจะเป็น หรือไม่สะท้อนมูลค่าพื้นฐานที่แท้จริง บริษัทจึงตัดสินใจซื้อหุ้นในตลาดกลับคืนเพื่อเรียกความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนกลับมาในระยะสั้น หรือเป็นการส่งสัญญาณในทางอ้อมว่า ราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าความเป็นจริงมากเกินไป อีกด้านหนึ่งการซื้อหุ้นคืนอาจเกิดขึ้นในกรณีที่บริษัทต้องการปรับโครงสร้างทางการเงิน กล่าวคือ ในช่วงที่บริษัทมีกระแสเงินสดส่วนเกินหรือกำไรสะสมอยู่ในระดับสูง และยังไม่มีความจำเป็นต้องนำเงินส่วนดังกล่าวไปลงทุนทำให้บริษัทจดทะเบียนบางบริษัทเลือกที่จะนำเงินมาซื้อหุ้นของบริษัท

กลับคืน ส่งผลให้จำนวนหุ้นในตลาดลดลงและทำให้อัตราส่วนทางการเงินของบริษัทดูมีผลประกอบการที่ดีขึ้น เช่น อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนระหว่างราคาหุ้นเทียบกับกำไรต่อหุ้น เป็นต้น นอกจากนี้ การซื้อหุ้นคืนของบริษัทอาจเป็นไปตามแนวคิดที่ว่า บริษัทจะมีการซื้อหุ้นคืน เพื่อการทดแทนการจ่ายเงินปันผลโดยเงินสด อีกกรณีหนึ่งบริษัทอาจมีการซื้อหุ้นคืนในกรณีที่ผู้ถือหุ้นไม่เห็นด้วยกับนโยบายบางประการของบริษัท หรือมีผู้ถือหุ้นไม่เห็นด้วยกับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงหรือสิทธิในการรับเงินปันผล ซึ่งบริษัทสามารถเสนอการซื้อหุ้นคืนให้แก่ผู้ถือหุ้นดังกล่าว เพื่อลดจำนวนผู้เกี่ยวข้องและส่งผลให้บริษัทมีอำนาจในการตัดสินใจมากขึ้น (Stock Exchange of Thailand, 2022)

ในทางตรงข้ามการซื้อหุ้นคืนของบริษัทอาจส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงเรื่องหนี้สินหรือทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น ตลอดจนส่งผลต่อข้อจำกัดในการขยายธุรกิจ เนื่องจากบริษัทได้ตัดสินใจเลือกนำเงินที่มีอยู่มาซื้อหุ้นทุนคืนแทนที่จะนำไปต่อยอดลงทุนพัฒนาโครงการอื่นที่เป็นการขยายธุรกิจ หรืออาจเสียความสามารถในการแข่งขัน หากเป็นกรณีซื้อหุ้นคืนในช่วงที่ธุรกิจกำลังเผชิญกับวิกฤต (Stock Exchange of Thailand, 2022) ดังนั้นในช่วงที่บริษัทมีการซื้อหุ้นคืนนักลงทุนจะต้องมีความระมัดระวังเป็นอย่างมากในการวิเคราะห์ผลประกอบการของบริษัท เนื่องจากอาจมีตัวเลขหรืออัตราส่วนทางการเงินบางส่วนที่ดูดีขึ้นทำให้นักลงทุนเข้าใจผิดได้ว่า บริษัทอาจมีการเติบโตจริงและตัดสินใจนำเงินไปลงทุนในบริษัทที่ซื้อหุ้นคืนเพราะเห็นว่ามีผลประกอบการที่ดีขึ้น

นอกจากการพิจารณาทางด้านผลการดำเนินงานหรือประสิทธิภาพทางการเงินของกิจการแล้ว นักลงทุนควรพิจารณาถึงพื้นฐานของบริษัทที่กำลังจะตัดสินใจนำเงินไปลงทุนด้วยว่าควรมีพื้นฐานการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยพิจารณาจากข้อมูลในอดีตจนถึงปัจจุบัน เพื่อความรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุนแต่ละครั้ง ซึ่งอัตราการเติบโตอย่างยั่นยืนของบริษัทเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีความสัมพันธ์กับแนวคิดการดำเนินธุรกิจที่มุ่งเน้นความยั่งยืน ใส่ใจการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) สังคม (Social) และบรรษัทภิบาล (Governance) หรือที่เรียกว่า ESG ซึ่งเป็นกระแสการลงทุนที่ได้รับความนิยมจากนักลงทุนทั่วโลก เพราะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถและศักยภาพของการเติบโตของธุรกิจในระยะยาว (Lin, 2024; Rahman, Zahid, & Al-Faryan, 2023)

สำหรับในประเทศไทยการศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานทางการเงินและการเติบโตอย่างยั่งยืนที่มีผลต่อการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังคงมีอยู่จำกัด การศึกษาที่ผ่านมาโดยส่วนมากจะเป็นการศึกษาในประเด็นการซื้อหุ้นคืนกับการตกแต่งกำไรของบริษัท อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังโครงการซื้อหุ้นคืน การซื้อหุ้นคืนเพื่อทดแทนเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน (Mekprasit, 2016; Thungkasopa, 2019; Viliyapochai, 2014; Yeamyim, 2015) ดังนั้นจากความสำคัญที่กล่าวมาข้างต้นทำให้งานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงินและการเติบโตอย่างยั่งยืนที่มีผลต่อการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีการเปรียบเทียบประเด็นดังกล่าวจากกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนและไม่มีการซื้อหุ้นคืนว่า มีผลการดำเนินงานทางการเงินและการเติบโตอย่างยั่นยืนที่แตกต่างกันอย่างไร ซึ่งมีการศึกษาอยู่ในช่วงปี พ.ศ. 2562–2566 เนื่องจากปี พ.ศ. 2562 เป็นปีที่เริ่มเกิดวิกฤตการระบาดของไวรัส COVID-19 ส่งผลให้ราคาหุ้นในตลาดเริ่มตกต่ำลง (Baotham, Wu, Chalatharawat, & Nachiangtai, 2022) ประโยชน์ที่ได้จากงานวิจัยครั้งนี้จะทำให้นักลงทุนสามารถนำผลการวิจัยที่ได้ไปประกอบการตัดสินใจก่อนการเลือกลงทุนซื้อหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์อย่างระมัดระวัง และหน่วยงานที่กำกับดูแลบริษัทจดเบียนในตลาดหลักทรัพย์สามารถนำข้อมูลที่ได้จากงานวิจัยไปประกอบ

การวางนโนบายและการควบคุมทางด้านการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียน ตลอดจนงานวิจัยในอนาคตสามารถนำผลการวิจัยที่ได้ไปต่อยอดศึกษาเรื่องการซื้อหุ้นคืนกับผลการดำเนินงานทางการเงินและความยั่งยืนของกิจการในประเด็นอื่นนอกเหนือจากการวิจัยครั้งนี้

การทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีตัวแทน

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เป็นทฤษฎีที่อธิบายถึงปัญหาการเป็นตัวแทน โดยฝ่ายที่เข้ามาเกี่ยวข้องมีทัศนคติต่อความเสี่ยงต่างกัน ทฤษฎีจะกล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวการหรือผู้จ้าง (Principal) กับตัวแทนหรือผู้รับว่าจ้าง (Agent) เมื่อโครงสร้างองค์กรได้แยกการเป็นเจ้าของจากการบริหาร ตัวการหรือเจ้าของจะมอบหมายให้ตัวแทนหรือผู้บริหารดำเนินการบริหารจัดการทรัพยากรขององค์กรเพื่อสร้างผลตอบแทนสูงที่สุดให้กับผู้เป็นเจ้าของ (Jensen & Meckling, 1976) โดยผู้ถือหุ้นถือเป็นเจ้าของหรือตัวการในรูปแบบกิจการที่เป็นบริษัท และมีความคาดหวังที่จะได้รับประโยชน์ในการบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพจากผู้บริหารหรือตัวแทนผ่านการจ่ายเงินปันผลหรือการซื้อหุ้นคืน รวมถึงมีความคาดหวังว่ากิจการจะเติบโตและมีกำไรอย่างต่อเนื่องและให้ผลตอบแทนที่สูง เพื่อให้คุ้มค่ากับการนำเงินมาลงทุนในบริษัท ซึ่งในที่นี้ประเด็นการซื้อหุ้นคืนเปรียบเสมือนการระบายกระแสเงินสดอิสระของบริษัทจึงส่งผลทำให้ต้นทุนตัวแทนลดลง นอกจากนี้โดยปกติตัวแทนหรือผู้บริหารจะทราบข้อมูลภายในของบริษัทและข้อมูลทางการเงินด้านอื่น ๆ มากกว่านักลงทุนภายนอกหรือผู้ถือหุ้น จึงเกิดเป็นปัญหาที่เรียกว่า ความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) ซึ่งเป็นพื้นฐานของทฤษฎีการส่งสัญญาณที่จะกล่าวถึงในลำดับถัดไป (Srijunpetch & Trongmateerut, 2020; Yeamyim, 2015)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) เป็นทฤษฎีที่อธิบายถึงพฤติกรรมของบุคคลหรือองค์กรที่สองฝ่ายมีการเข้าถึงสารสนเทศที่ต่างกัน หรือเกิดความไม่เท่าเทียมกันในการเข้าถึงข้อมูล (Information Asymmetry) โดยฝ่ายหนึ่งจะเลือกว่า จะสื่อสารข้อมูลให้ทราบหรือไม่ และจะสื่อสารหรือส่งสัญญาณให้กับอีกฝ่ายคือ ผู้รับสารได้อย่างไร โดยฝ่ายผู้รับสารจะมีการเลือกตีความสารหรือสัญญาณที่ถูกส่งมา (Srijunpetch & Trongmateerut, 2020) การซื้อหุ้นคืนของบริษัทเป็นการที่ผู้บริหารส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นว่า ราคาหุ้นมีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็นจึงมีการซื้อหุ้นคืนเพื่อระบายกระแสเงินสดส่วนเกินและป้องกันการนำเงินไปลงทุนที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์ ตลอดจนเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทมีความเชื่อมั่นในผลประกอบการของบริษัท (Brav, Graham, Harvey, & Michaely, 2005; Chen & Obizhaeva, 2022; Yeamyim, 2015)

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ (Pecking Order Theory) เป็นทฤษฎีที่ถูกนำเสนอโดย Myers and Majluf (1984) ได้กล่าวถึง ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารจะส่งผลต่อราคาหุ้น ซึ่งบริษัทจะมีการระดมเงินทุนตามลำดับขั้น เพื่อลดปัญหาในการระดมเงินทุน โดยไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น ผู้บริหารจะพิจารณาเริ่มจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายในก่อน และหากเงินทุนภายในไม่เพียงพอจึงพิจารณาจัดหา

จากภายนอก โดยลำดับของการเลือกแหล่งเงินทุนจะเริ่มจากกำไรสะสม การกู้เงินหรือออกหุ้นกู้ การออกขายหุ้นสามัญใหม่ ตลอดจนการออกขายหุ้นบุริมสิทธิ์ (Sakayachiwakit & Jantarakolica, 2016) โดยการศึกษาของ Brav et al. (2005) ได้แสดงให้เห็นว่า บริษัทจะใช้กำไรสะสมที่เกินความต้องการ เพื่อซื้อหุ้นคืนและเห็นว่า การซื้อหุ้นคืนเป็นทางเลือกที่ดีกว่าการจ่ายเงินปันผลเมื่อบริษัทต้องการรักษาความยืดหยุ่นทางการเงินและหลีกเลี่ยงการออกหุ้นใหม่ในอนาคต

แนวคิดเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืน

การซื้อหุ้นคืน (Share Repurchases) เป็นเครื่องมือทางการเงินที่ช่วยให้บริษัทมหาชนบริหารสภาพคล่องส่วนเกิน โดยบริษัทสามารถซื้อหุ้นกลับคืนได้หากมีความเห็นว่า หุ้นมีราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง และสามารถขายคืนออกไปได้เมื่อราคาหุ้นได้ปรับตัวสู่มูลค่าที่เหมาะสม โดยหุ้นทุนซื้อคืน (Treasury Stock) จะไม่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนน ไม่มีสิทธิได้รับเงินปันผล และไม่ถูกนับเป็นองค์ประชุมในการประชุมผู้ถือหุ้น ซึ่งการซื้อหุ้นคืนมักเกิดในช่วงที่กิจการกำลังอยู่ในช่วงวิกฤตช่วงตลาดขาลงหรือหุ้นของบริษัทมีราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง บริษัทจึงตัดสินใจซื้อหุ้นกลับคืนเพื่อเรียกความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนกลับมาในระยะสั้น หรือส่งสัญญาณว่าราคาหุ้นต่ำกว่าความเป็นจริงมากเกินไป (Stock Exchange of Thailand, 2022; Viliyapochai, 2014)

ตามรายงานของ CFA Institute Research Foundation ได้ให้ข้อมูลว่า ในอดีตผู้บริหารนิยมนโยบายในการกระจายผลประโยชน์ โดยการซื้อหุ้นคืนมากกว่าการจ่ายปันผลเพราะมีประโยชน์ทางภาษีมากกว่า เนื่องจากภาษีที่เกี่ยวกับกำไรจากการถือหุ้นจะต่ำกว่าภาษีที่เกี่ยวกับรายได้ แต่เมื่อสหรัฐอเมริกาได้ออกพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 1934 ส่งผลให้กิจกรรมซื้อหุ้นกลับคืนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ลดลง เนื่องจากบริษัทพยายามหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่จะละเมิดกฎหมายเกี่ยวกับการบิดเบือนการทำรายการของบริษัท อย่างไรก็ตาม ในปลายศตวรรษที่ 20 เมื่อสหรัฐอเมริกาได้ออกกฎที่เรียกว่า SEC Rule 10b-18 ในปี 1982 ส่งผลให้บริษัทมีการซื้อหุ้นกลับคืนมากกว่าช่วงที่ผ่านมา เนื่องจากมีการผ่อนปรนในเรื่องของการซื้อหุ้นกลับคืนที่สามารถกระทำได้ในตลาดเปิด ในช่วงต้นศตวรรษที่ 21 วิธีการซื้อหุ้นกลับคืนได้กลายมาเป็นวิธีการจ่ายเงินของบริษัทที่โดดเด่นและมีอิทธิพลมากที่สุด โดยมีการศึกษาที่แสดงให้เห็นว่า ในปี ค.ศ. 1998 มูลค่าของการซื้อหุ้นคืนของบริษัทสูงกว่ามูลค่าของการจ่ายเงินปันผลเป็นครั้งแรก (Chen & Obizhaeva, 2022; Grullon & Ikenberry, 2000)

แนวโน้มของการศึกษาเรื่องการซื้อหุ้นคืนและการจ่ายเงินปันผลเป็นสิ่งที่ถูกนำมาอภิปรายอย่างมากในช่วงศตวรรษที่ 21 โดยการศึกษาของ Von Eije and Megginson (2008) พบว่า กิจกรรมการซื้อหุ้นคืนเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในสหภาพยุโรปเช่นเดียวกับในสหรัฐอเมริกา การศึกษาของ Brav et al. (2005) ได้ให้ข้อเสนอแนะว่า บริษัทจะมีแนวทางในการระบายกระแสเงินสดอิสระโดยวิธีการที่นิยมกันมากที่สุดได้แก่ การจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสดและการซื้อหุ้นคืน ซึ่งขึ้นอยู่กับวิธีการจัดการและมุมมองของแต่ละบริษัท ผลจากการศึกษาพบว่า โดยส่วนมากผู้บริหารระดับสูงมองว่านโยบายการซื้อหุ้นคืนไม่สามารถทดแทนวิธีการจ่ายปันผลได้เต็มรูปแบบ โดย Jagannathan, Stephens, and Weisbach (2000) ได้ให้ข้อเสนอแนะว่า การจ่ายเงินปันผลของบริษัทนั้นจะจ่ายจากกระแสเงินสดที่ค่อนข้างถาวรและสามารถทำได้ต่อเนื่องทุกปี แต่นโยบายการจ่ายเงินผ่านการซื้อหุ้นคืนนั้นจะมาจากการใช้กระแสเงินสดจำนวนมากในระยะสั้น

สำหรับประเทศไทยงานวิจัยที่ทำการศึกษาในเรื่องของการซื้อหุ้นส่วนมากจะเกี่ยวข้องกับแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียน การซื้อหุ้นคืน เพื่อทดแทนการจ่ายเงินปันผล รวมถึงมีการศึกษาถึงการตกแต่งกำไรและผลตอบแทน

ที่ผิดปกติของบริษัทจดทะเบียนในช่วงที่บริษัทมีการซื้อหุ้นคืน (Mekprasit, 2016; Thungkasopa, 2019; Viliyapochai, 2014; Yeamyim, 2015) นอกจากนี้การศึกษาในเรื่องของการดำเนินการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนส่วนหนึ่งได้ทำการศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนและบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน เช่น งานวิจัยของ Fu (2010) ที่ศึกษาความแตกต่างของกิจกรรมการลงทุนของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนเปรียบเทียบกับกลุ่มตัวอย่างควบคุมคือบริษัทไม่มีการซื้อหุ้นคืน ผลการศึกษาพบว่า มีความแตกต่างกันในประเด็นเรื่องปริมาณการลงทุนระหว่างบริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืนและบริษัทที่ไม่ได้ทำการซื้อหุ้นคืน โดยการศึกษาเพื่อเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนและไม่มีการซื้อหุ้นคืน จะมีการควบคุมคุณลักษณะของบริษัทที่จะใช้เปรียบเทียบกับบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่มีการซื้อหุ้นคืน โดยมีการควบคุมการคัดเลือกบริษัทที่นำมาเปรียบเทียบว่าจะต้องอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันและมีขนาดใกล้เคียงกัน รวมถึงมีการใช้ข้อมูลทางการเงินเพื่อทำการศึกษาในปีเดียวกัน (Chao & Huang, 2022; Lie, 2005)

จากการทบทวนวรรณกรรมเรื่องการซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยพบว่า ยังขาดการศึกษาในมุมมองของผลการดำเนินงานทางการเงินและการเติบโตอย่างยั่งยืนที่มีผลต่อการซื้อหุ้นคืนของกิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการศึกษา เพื่อเปรียบเทียบประเด็นดังกล่าวในบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนและบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน จึงเป็นช่องว่างของงานวิจัยที่นำมาสู่การศึกษาครั้งนี้ โดยการทบทวนวรรณกรรมทางด้านผลการดำเนินงานทางการเงินและการเติบโตอย่างยั่งยืนที่มีผลต่อการซื้อหุ้นคืนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อพัฒนาสมมติฐานในงานวิจัยจะกล่าวถึงในหัวข้อถัดไป

การพัฒนาสมมติฐานในงานวิจัย

จากการทบทวนวรรรณกรรมและงานวิจัยในอดีตทำให้สามารถพัฒนาสมมติฐานในงานวิจัยได้ดังนี้

ผลการดำเนินงานทางการเงินกับการซื้อหุ้นคืน

สำหรับผลการดำเนินงานทางการเงิน (Financial Performance) ที่ใช้ในงานวิจัยนี้ครอบคลุมอัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระ อัตราส่วนหนี้สิน ผลการดำเนินงาน การจ่ายเงินปันผล และการวางแผนภาษี เนื่องจากอัตราส่วนดังกล่าวนิยมใช้เป็นตัวแทนผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ (Bertoneche & Knight, 2001) โดยการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนนอกจากสาเหตุที่มาจากราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าความเป็นจริง ในบางกรณีการซื้อหุ้นคืนจะถูกใช้เพื่อเป็นเครื่องมือในการบริหารเงินหรือปรับโครงสร้างทางการเงินของบริษัท ซึ่งอาจเกิดขึ้นในช่วงที่บริษัทมีกำไรสะสมหรือมีกระแสเงินสดส่วนเกิน และยังไม่มีความจำเป็นที่จะนำเงินส่วนนั้นไปใช้ลงทุน (Chen & Obizhaeva, 2022; Stock Exchange of Thailand, 2022) โดยการพัฒนาสมมติฐานงานวิจัยด้านผลการดำเนินงานทางการเงินกับการซื้อหุ้นคืนแต่ละด้านมีดังนี้

กระแสเงินสดอิสระกับการซื้อหุ้นคืน

ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) การซื้อหุ้นคืนเปรียบเสมือนการระบายกระแสเงินสดอิสระของบริษัท ซึ่งจะส่งผลทำให้ต้นทุนตัวแทนลดลง (Srijunpetch & Trongmateerut, 2020; Yeamyim, 2015) โดยในช่วงการเกิดวิกฤตของบริษัททำให้หลายบริษัทมีเงินสดจำนวนมากแต่ขาดโอกาสที่จะลงทุนในโครงการหรือทรัพยากรใหม่ ๆ เช่น ช่วงก่อนและหลังเกิดวิกฤตการระบาดของไวรัส COVID-19 ซึ่งผู้บริหารบางบริษัทได้ทำการตัดสินใจที่จะซื้อหุ้นของบริษัทกลับคืนในช่วงที่มีกระแสเงินสดส่วนเกินหรือขาดโอกาสนำเงินไปลงทุนในด้านอื่น (Chen & Obizhaeva, 2022; Chao & Huang,

2022) งานวิจัยของ Chen and Liu (2021) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางด้านกระแสเงินสดที่ส่งผลต่อการซื้อหุ้นคืนของกิจการ โดยใช้อัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระที่คำนวณจากเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (Cash and Equivalents to Total Assets Ratio) ในช่วงต้นปีที่จะเกิดเหตุการณ์ที่บริษัทซื้อหุ้นคืน โดยการศึกษาของ Chen and Liu (2021) มีการคาดการณ์ว่า หากบริษัทมีอัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระในช่วงต้นปีสูง จะมีแนวโน้มในการซื้อหุ้นคืนสูง อย่างไรก็ตาม การศึกษาของ Baotham et al. (2022) ได้ให้ข้อเสนอแนะว่า ในช่วงที่เกิดวิกฤตการระบาดของไวรัส COVID-19 ส่งผลให้เกิดความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ ทำให้บริษัทส่วนหนึ่งได้มีการยกเลิกโครงการซื้อหุ้นคืน โดยให้เหตุผลว่าสภาวะเศรษฐกิจในช่วงดังกล่าวมีความผันผวนสูง และยังไม่สามารถประเมินได้ว่าจะกลับเข้าสู่ภาวะปกติช่วงเวลาใดจึงจำเป็นต้องสำรองกระแสเงินสดไว้ เพื่อรองรับกับความผันผวนของเศรษฐกิจ ดังนั้นหากดำเนินการตามแผนการซื้อหุ้นคืนอาจส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดของกิจการ งานวิจัยครั้งนี้จึงคาดการณ์ว่า อัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระจะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการซื้อหุ้นคืน จึงกำหนดสมมติฐานงานวิจัยดังนี้

H_1: อัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระในช่วงต้นปีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อัตราส่วนหนี้สินกับการซื้อหุ้นคืน

เหตุการณ์การซื้อหุ้นคืนของบริษัทที่สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) นอกจากจะเป็นการระบายกระแสเงินสด เพื่อทำให้ต้นทุนตัวแทนลดลงยังเป็นการส่งสัญญาณว่า บริษัทมีสภาพคล่องที่ดีหรือมีหนี้สินอยู่ในระดับต่ำ การศึกษาของ Chen and Liu (2021) ได้แสดงให้เห็นว่า นอกจากบริษัทจะมีการซื้อหุ้นคืน อันเนื่องมาจากเหตุผลที่มีกระแสเงินสดในกิจการมาก อีกด้านหนึ่งอัตราส่วนหนี้สินของกิจการที่วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Leverage ratio) ในช่วงเวลาต้นปีที่บริษัทมีการซื้อหุ้นคืนจะอยู่ในระดับต่ำ เช่นเดียวกับการศึกษาของ Lie (2005) ที่ทำการศึกษาผลการดำเนินงานหลังจากบริษัทมีการประกาศซื้อหุ้นคืน ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงก่อนที่จะมีการประกาศซื้อหุ้นคืนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยมีอัตราส่วนทางด้านเงินสด (Cash Ratios) มีค่าเฉลี่ยค่อนข้างสูง แต่มีอัตราส่วนทางด้านหนี้สินอยู่ในระดับต่ำ ในทางตรงข้ามการศึกษาของ Jun, Jung, and Walkling (2009) ได้แสดงให้เห็นว่า การซื้อหุ้นคืนของบริษัทกลับส่งผลกระทบทางด้านลบต่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท งานวิจัยครั้งนี้จึงคาดการณ์ว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในช่วงต้นปีจะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการซื้อหุ้นคืน เนื่องจากงานวิจัยในอดีตได้แสดงให้เห็นว่า ก่อนที่จะมีการซื้อหุ้นคืนบริษัทจะมีอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ในระดับต่ำ (Chen & Liu, 2021; Lie, 2005) จึงกำหนดสมมติฐานงานวิจัยดังนี้

H_2: อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในช่วงต้นปีมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการดำเนินงานกับการซื้อหุ้นคืน

แรงจูงใจประการหนึ่งของการประกาศซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนเมื่อพิจารณาตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) จะเห็นว่า อาจเป็นกรณีที่ผู้บริหารได้ทราบข้อมูลภายในและมีความเชื่อมั่นในผลประกอบการในช่วงเวลานั้นหรือในอนาคตจึงต้องการส่งสัญญาณไปยังอีกฝ่ายหนึ่ง จากการศึกษาของ Chen and Obizhaeva (2022) พบว่า การซื้อหุ้นคืนเป็นการส่งสัญญาณให้นักลงทุนหรือตลาดทราบว่า ผู้บริหารของบริษัทมีความเชื่อมั่นและมีความ

คาดหวังที่สูงในผลประกอบการของบริษัท หรืออาจทราบถึงข้อมูลภายในบริษัทที่จะมีการเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ที่บริษัทมีความเชื่อมั่นว่าจะส่งผลต่อผลประกอบการในทางที่ดี งานวิจัยของ Chao and Huang (2022) พบว่า ผลการดำเนินงานโดยวัดค่าจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในปีที่มีการซื้อหุ้นคืนมีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัท สอดคล้องกับงานวิจัยของ Smith, Njoroge, and Boylan (2022) ที่พบว่า ในปีที่บริษัทมีการซื้อหุ้นคืนจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่า โดยตัวแปรที่นิยมใช้ศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทในช่วงที่มีการซื้อหุ้นคืนได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) ซึ่งจะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในช่วงเวลาดังกล่าว อย่างไรก็ตาม การศึกษาของ Lie (2005) ได้ให้ข้อเสนอแนะว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทจะดีขึ้นก็ต่อเมื่อบริษัทมีการซื้อหุ้นคืนจริง ไม่ใช่เป็นเพียงแต่การประกาศว่าจะมีโครงการซื้อหุ้นคืนเท่านั้น งานวิจัยครั้งนี้จึงคาดการณ์ว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในช่วงเวลาสิ้นปีที่มีการซื้อหุ้นคืนจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการซื้อหุ้นคืน จึงกำหนดสมมติฐานงานวิจัยดังนี้

H_3: อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การจ่ายเงินปันผลกับการซื้อหุ้นคืน

ตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ (Pecking Order Theory) บริษัทจะมีการระดมทุนตามลำดับขั้นเพื่อลดปัญหาในการระดมเงินทุน โดยไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในช่วงที่บริษัทมีกระแสเงินสดในกิจการเป็นจำนวนมาก นโยบายในการกระจายผลประโยชน์ (Payout Policy) ที่แต่ละกิจการเลือกใช้จะแตกต่างกันออกไป โดยวิธีการที่ได้รับความนิยมมากที่สุด คือ การจ่ายเงินสดปันผลและการซื้อหุ้นคืน อย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินปันผลจะเป็นการสร้างพันธะสัญญาให้กับนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นว่า บริษัทจะมีการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอและต่อเนื่องทุกปีตามผลการดำเนินงานหรือกำไรที่เพิ่มขึ้นของบริษัท เมื่อเทียบกับการซื้อหุ้นคืน ซึ่งเป็นสถานการณ์ที่เกิดขึ้นเป็นครั้งคราวและไม่สามารถคาดการณ์ได้อย่างแน่นอน เหมือนกับการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้การซื้อหุ้นคืนเป็นนโยบายการกระจายผลประโยชน์หรือบริหารกระแสเงินสดอิสระที่มีความยืดหยุ่นกว่าการจ่ายเงินปันผล ซึ่งผู้บริหารบริษัทยังสามารถยกเลิกโครงการซื้อหุ้นคืนได้ ถึงแม้จะเคยประกาศว่ามีโครงการซื้อหุ้นคืนไว้ (Chan & Lin, 2018; Chen & Obizhaeva, 2022; Yeamyim, 2015) โดยงานวิจัยของ Brav et al. (2005) ได้แสดงให้เห็นว่า การซื้อหุ้นคืนเป็นทางเลือกที่ดีกว่าการจ่ายเงินปันผลเมื่อบริษัทต้องการรักษาความยืดหยุ่นทางการเงินและหลีกเลี่ยงการออกหุ้นใหม่ในอนาคต ในทางเดียวกันผลการศึกษาของ Yeamyim (2015) ที่ทำการศึกษาการซื้อหุ้นคืนตามสมมติฐานการทดแทนเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า บริษัทในประเทศไทยมีแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนเพื่อใช้ทดแทนการจ่ายเงินปันผล ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ในปีที่บริษัทมีการซื้อหุ้นคืนมากจะมีโอกาสจ่ายเงินปันผลลดลงมากกว่าบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนที่น้อยกว่า โดยตัวแปรหนึ่งที่ใช้ศึกษาเรื่องของความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน ได้แก่ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio) ซึ่งคำนวณจากผลรวมของเงินปันผลจ่ายหารด้วยกำไรสุทธิของแต่ละปี (Chan & Lin, 2018) ทำให้งานวิจัยครั้งนี้คาดการณ์ว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลจะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการซื้อหุ้นคืน จึงกำหนดสมมติฐานดังนี้

H_4: อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การวางแผนภาษีกับการซื้อหุ้นคืน

แรงจูงใจประการหนึ่งของการซื้อหุ้นคืน โดยบริษัทจดทะเบียนคือ ผลประโยชน์ทางด้านภาษี การศึกษาของ Green and Kerr (2022) พบว่า บริษัทจะสามารถประหยัดเงินที่จะจ่ายภาษีผ่านการใช้วิธีการหลบหลีกภาษี (Tax Avoidance) คือ การใช้ช่องโหว่ของกฎหมายที่ทำให้ไม่ต้องเสียภาษีหรือเสียภาษีน้อยลงแต่ไม่ได้ผิดกฎหมาย โดยวิธีการหนึ่งที่บริษัทจะใช้หลบหลีกภาษีคือ การซื้อหุ้นคืนแทนนโยบายการจ่ายเงินปันผล สอดคล้องกับข้อเสนอแนะจากงานวิจัยของ Yeamyim (2015) ที่พบว่า นโยบายในการกระจายผลประโยชน์โดยการที่บริษัทซื้อหุ้นคืนจะให้ประโยชน์ทางด้านภาษีต่อผู้ถือหุ้นมากกว่าเมื่อเทียบกับการจ่ายเงินสดปันผล เนื่องจากไม่มีภาระภาษีในส่วนต่างกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Brav, Graham, Harvey, and Michaely (2008) ได้ให้ข้อเสนอแนะว่า หากระดับของอัตราภาษีสำหรับการจ่ายเงินปันผลลดลง ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะเลือกนโยบายระบายกระแสเงินสดอิสระส่วนเกินโดยวิธีการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น นอกจากนี้การศึกษาของมหาวิทยาลัยเพนซิลเวเนีย ซึ่งเป็นมหาวิทยาลัยชั้นนำของสหรัฐอเมริกา ในปี ค.ศ. 2023 (University of Pennsylvania, 2023) เกี่ยวกับภาษีของการซื้อหุ้นคืนพบว่า หากร้อยละการเก็บภาษีของการซื้อหุ้นคืนเพิ่มขึ้นจะทำให้บริษัทเลือกวิธีจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำเพื่อเป็นการเลี่ยงภาษีลดลง โดยตัวแปรหนึ่งที่ใช้ในการศึกษาเรื่องของภาษีที่มีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน ได้แก่ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริง (Effective Tax Rate: ETR) ซึ่งคำนวณจากภาษีเงินได้นิติบุคคลหารด้วยกำไรก่อนหักภาษีเงินได้นิติบุคคล โดยการศึกษาของ Temboonprasertsuk (2021) ได้ใช้อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริงเป็นหนึ่งในตัวแปรที่ใช้วัดค่าเรื่องการวางแผนภาษี งานวิจัยครั้งนี้จึงคาดการณ์ว่า อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริงที่สะท้อนถึงการวางแผนภาษีในปีที่มีการซื้อหุ้นคืนจะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัท จึงกำหนดสมมติฐานดังนี้

H_5: อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริงมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทกับการซื้อหุ้นคืน

จากทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ในบางกรณีเมื่อผู้บริหารซึ่งเป็นบุคคลภายในมีความเชื่อมั่นในผลการดำเนินงานของบริษัทและต้องการส่งสารให้นักลงทุนซึ่งเป็นบุคคลภายนอกทราบว่า บริษัทมีการคาดการณ์ว่าผลประกอบการของจะบริษัทมีแนวโน้มที่ดี ซึ่งผู้บริหารอาจเลือกใช้นโยบายการซื้อหุ้นคืน เพื่อเป็นการส่งสัญญาณดังกล่าว (Brav et al., 2005; Srijunpetch & Trongmateerut, 2020) โดยอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate: SGR) เป็นตัวชี้วัดทางการเงินอย่างหนึ่งที่แสดงถึงการพัฒนาธุรกิจ การเติบโตของยอดขาย ตลอดจนแสดงว่าสินทรัพย์และส่วนของผู้ถือหุ้นควรสัมพันธ์กัน หรือกล่าวได้ว่า เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดการเติบโตในระยะยาวของกิจการ งานวิจัยของ Maho (2018) พบว่า การเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการขึ้นอยู่กับปัจจัยในการรักษากำไรสะสม และหากผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นมากขึ้นก็จะส่งผลให้อัตราการเติบโตเพิ่มขึ้น ในทางตรงข้ามถ้ากิจการมีการจ่ายเงินปันผลสูงจะส่งผลให้อัตราการเติบโตลดลง ในทางเดียวกันการศึกษาของ Lin (2024) พบว่า อัตราส่วนการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR) มีความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกับ ESG Rating ที่ใช้ประเมินการดำเนินธุรกิจที่มุ่งเน้นความยั่งยืน ซึ่งมีการพิจารณาผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) สังคม (Social) และบรรษัทภิบาล (Governance) หรือที่เรียกว่า ESG ของแต่ละกิจการ นอกจากนี้การศึกษาของ Wong and Zhang (2024) ได้แสดงให้เห็นว่า ความเสี่ยงทางด้าน ESG ของ

กิจการส่งผลกระทบต่อนโยบายในการกระจายผลประโยชน์ (Payout Policy) ของกิจการทั้งทางด้านการจ่ายปันผลและการซื้อหุ้นคืน อีกด้านหนึ่งการศึกษาของ Vaupel, Bendig, Fischer-Kreer, and Brettel (2023) พบว่า ปริมาณการซื้อหุ้นคืนไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางด้านสังคม แต่มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับผลการดำเนินงานทางด้านสิ่งแวดล้อม สำหรับประเทศไทย Stock Exchange of Thailand (2023) ได้ทำการประกาศผลประเมินผลประเมินหุ้นยั่งยืนในรูปแบบ ESG Ratings สำหรับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์รายบริษัทในปี พ.ศ. 2566 เป็นปีแรก ดังนั้นการศึกษาเรื่องประเด็นเรื่องความยั่งยืนของกิจการที่มีต่อการซื้อหุ้นคืนของบริษัทในครั้งนี้จะใช้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) เป็นตัวแปรในการศึกษา เพื่อสะท้อนการดำเนินงานที่ยั่งยืนของกิจการ เนื่องจากการใช้ข้อมูล ESG Ratings ก่อนปี พ.ศ. 2566 มีข้อมูลการประเมิน ESG ของรายบริษัทไม่ครบถ้วน งานวิจัยครั้งนี้จึงคาดการณ์ว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนในปีที่บริษัทมีการซื้อหุ้นคืนจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการซื้อหุ้นคืน ซึ่งจะสะท้อนให้เห็นว่าผู้บริหารมีความเชื่อมั่นต่อผลการดำเนินงานของกิจการ จึงกำหนดสมมติฐานดังนี้

H_6: อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแปรควบคุมที่เกี่ยวข้องในงานวิจัย

การศึกษาครั้งนี้ได้ใช้ตัวแปรควบคุม โดยอ้างอิงงานวิจัยของ Lie (2005) ที่ทำการควบคุมกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยในด้านขนาดกิจการ ประเภทอุตสาหกรรม อายุของกิจการ และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี เพื่อใช้ศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทภายหลังที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน โดยงานวิจัยของ Chen and Liu (2021) มีการคาดการณ์ว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับการซื้อหุ้นคืน เนื่องจากตามทฤษฎีการส่งสัญญาณหากมูลค่าหุ้นต่ำกว่าความเป็นจริง บริษัทจะมีการซื้อหุ้นคืนเพื่อเป็นการส่งสัญญาณให้นักลงทุนทราบว่าราคาหุ้นต่ำเกินไป ซึ่งบริษัทขนาดเล็กมีแนวโน้มที่จะเกิดภาวะราคาหุ้นต่ำกว่าผลการดำเนินงานที่แท้จริง และงานวิจัยของ Chao & Huang (2022) พบว่า บริษัทที่มีความยืดหยุ่นทางการเงินสูงมักจะมีขนาดเล็กกว่าและอายุน้อยกว่าบริษัทที่มีความยืดหยุ่นทางการเงินต่ำ นอกจากนี้งานวิจัยของ Nixon, Roth, and Saporoschenko (2010) ได้ให้ข้อเสนอแนะว่า การวิเคราะห์อัตราส่วนอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีช่วยบ่งชี้ว่า ระดับการประเมินมูลค่าเปลี่ยนแปลงไปหลังจากการประกาศแผนซื้อหุ้นคืนหรือไม่ งานวิจัยครั้งนี้จึงมีการใช้ขนาดกิจการ ประเภทอุตสาหกรรม อายุของกิจการ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีเป็นตัวแปรควบคุม เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานทางการเงินและการเติบโตอย่างยั่งยืนที่มีผลต่อการซื้อหุ้นคืนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562 ถึง พ.ศ. 2566 โดยมีรายละเอียดวิธีดำเนินการวิจัยดังต่อไปนี้

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัย

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาในครั้งนี้แบ่งออกเป็น 2 ประเภทคือ บริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืน และบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน เพื่อนำมาศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงินและการเติบโตอย่างยั่งยืนที่มีผลต่อการซื้อหุ้นคืนของบริษัทรวมทั้งสิ้น 170 ตัวอย่าง โดยวิธีการคัดเลือกคุณลักษณะบริษัท เพื่อจับคู่กลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษาได้ใช้แนวทางการศึกษาของ Lie (2005) และ Samakketkarnpol and Petchchedchoo (2018) โดยรายละเอียดการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างมีดังนี้

1. กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืน

กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนสำหรับงานวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีการซื้อหุ้นคืนจากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี พ.ศ. 2562–2566 โดยไม่รวม (1) บริษัทที่เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมทางการเงินเข้ามารวมในการศึกษา เนื่องจากมีโครงสร้างทางการเงินแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น (2) บริษัทซื้อหุ้นคืนที่ไม่สามารถจับคู่เปรียบเทียบกับบริษัทอื่นได้ (3) บริษัทที่มีค่าผิดปกติ (Outlier) รวมจำนวนกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนทั้งสิ้นจำนวน 85 ตัวอย่าง

2. กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน

กลุ่มบริษัทตัวอย่างที่นำมาจับคู่ (Matching Firms) เพื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนมีจำนวนทั้งสิ้น 85 ตัวอย่าง จะมีเกณฑ์การคัดเลือกเพื่อจับคู่เปรียบเทียบกับบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืน โดยต้องเป็นบริษัทมีคุณลักษณะดังต่อไปนี้

มีผลการดำเนินงานที่ใกล้เคียงกัน โดยวัดจากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมในปีก่อนที่มีการซื้อหุ้นคืน ซึ่งจะคลาดเคลื่อนได้ไม่เกิน ±20%

- อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เดียวกัน ได้แก่ SET หรือ MAI
- อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน
- ตัวเลขทางบัญชีหรือการเงินที่นำมาศึกษาจะต้องอยู่ในปีเดียวกัน

จำนวนขนาดตัวอย่างสุดท้ายที่ใช้ในการวิจัยทั้งสิ้น 170 ตัวอย่าง มีความเหมาะสมกับการนำไปวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ (Logistic Regression Analysis) ตามแนวทางการวิจัยของ Peduzzi, Concato, Kemper, Holford, and Feinstein (1996) ที่ได้ให้ข้อเสนอแนะว่า ควรมีจำนวนตัวอย่าง อย่างน้อย 10 ตัวอย่างต่อตัวแปรอิสระหนึ่งตัวที่ใช้ในสมการถดถอยโลจิสติกส์ เพื่อให้ได้ค่าสัมประสิทธิ์ที่มีความเชื่อถือได้ งานวิจัยครั้งนี้มีตัวแปรในสมการถดถอยโลจิสติกส์จำนวน 10 ตัวแปร จึงควรมีขนาดตัวอย่างที่ใช้ศึกษาอย่างน้อย 100 ตัวอย่าง ดังนั้นขนาดตัวอย่าง 170 ตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยนี้จึงมีความเหมาะสมที่จะใช้ในการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ เพื่อใช้ทดสอบสมมติฐานงานวิจัย

การเก็บการรวบรวมข้อมูล

ในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการรวบรวมข้อมูลทางการเงินและการซื้อหุ้นคืนของบริษัทกลุ่มตัวอย่างระหว่างปี พ.ศ. 2562 ถึง พ.ศ. 2566 จากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ที่เผยแพร่บนเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และจากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยนี้ใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่ออธิบายข้อมูลพื้นฐานและทำความเข้าใจลักษณะของข้อมูล ประกอบด้วยค่าความถี่ของข้อมูล (Frequencies) ร้อยละ (Percentile) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าต่ำสุด (Min) ค่าสูงสุด (Max) นอกจากนี้เพื่อให้เห็นความแตกต่างในเบื้องต้นได้ใช้สถิติ Paired t-test ในการทดสอบความแตกต่างของข้อมูลบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนและไม่มีการซื้อหุ้นคืน โดยแสดงให้เห็นถึงความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Mean) และค่ามัธยฐาน (Median) ของข้อมูล การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระใช้การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) เพื่อตรวจสอบดูความสัมพันธ์ของตัวแปรในงานวิจัยแต่ละตัวว่ามีความสัมพันธ์กันเองค่อนข้างสูงหรือเกิดปัญหา Multicollinearity หรือไม่

งานวิจัยนี้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ (Logistic Regression Analysis) เป็นการวิเคราะห์แบบหลายตัวแปร (Multivariate Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานงานวิจัยว่าตัวแปรอิสระใดมีผลต่อการซื้อหุ้นคืน ซึ่งสอดคล้องกับแนวทางการทดสอบในงานวิจัยของ Samakketkarnpol and Petchchedchoo (2018) โดยในงานวิจัยครั้งนี้ได้ใช้การวิเคราะห์แบบ Binary Logistic เนื่องจากตัวแปรตาม (Y) มีเพียง 2 ค่า ซึ่งได้แก่ บริษัทมีการซื้อหุ้นคืน (Y = 1) และไม่มีการซื้อหุ้นคืน (Y = 0) การพิจารณาผลจากค่าสถิติทดสอบหรือค่านัยสำคัญ (Significance) ของสถิติทดสอบในงานวิจัยนี้กำหนดไว้ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 (Boonlert-U-Thai, Srijunpetch, & Phakdee, 2022; Vanichbuncha, 2017; Vanichbuncha & Vanichbuncha, 2015)

แบบจำลองเพื่อทดสอบสมมติฐานงานวิจัย

งานวิจัยนี้มีแบบจำลอง เพื่อใช้ทดสอบสมมติฐาน โดยพัฒนาจากแบบจำลองที่ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ ซึ่งมีรายละเอียดของแบบจำลองและตัวแปรดังนี้

$$REPUR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFC_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t-1} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 DIV_{i,t} + \beta_5 ERT_{i,t} + \beta_6 SGR_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \sum \beta_k INDUS_{i,k} + \beta_9 AGE_{i,t} + \beta_{10} MTB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

โดยที่ **ตัวแปรตาม**

$REPUR_{i,t}$ คือ การซื้อหุ้นคืน โดยบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนในช่วงปี พ.ศ. 2562–2566 จะมีค่าเท่ากับ 1 และบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืนมีค่าเท่ากับ 0

ตัวแปรอิสระ

$CFC_{i,t-1}$ คือ อัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระ คำนวณจาก เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต้นปีหารสินทรัพย์รวมต้นปีที่บริษัทมีการซื้อหุ้นคืน

$LEV_{i,t-1}$ คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ คำนวณจาก หนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวมช่วงเวลาต้นปีที่บริษัทมีการซื้อหุ้นคืน

$ROA_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ คำนวณจาก กำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวมของแต่ละบริษัท x 100

$DIV_{i,t}$ คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล คำนวณจาก ผลรวมของเงินปันผลจ่ายหารด้วยกำไรสุทธิของแต่ละปี

$ERT_{i,t}$ คือ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริง คำนวณจากภาษีเงินได้นิติบุคคลหารด้วยกำไรก่อนหักภาษีเงินได้นิติบุคคล

$SGR_{i,t}$ คือ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน คำนวณจาก (1 – อัตราการจ่ายเงินปันผล) * อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

ตัวแปรควบคุม

$SIZE_{i,t}$ คือ ขนาดของบริษัทคำนวณจาก ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมของแต่ละบริษัท

$\beta_k INDUS_{i,k}$ คือ ประเภทอุตสาหกรรม วัดค่าเป็นตัวแปรหุ่นจำนวน 6 ตัวแปร (k = 1 ถึง 6) จากทั้งหมด 7 อุตสาหกรรม โดย 1 หมายถึงอุตสาหกรรมที่ระบุ และ 0 หมายถึงอุตสาหกรรมอื่น

$AGE_{i,t}$ คือ อายุของกิจการ

$MTB_{i,t}$ คือ ราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี คำนวณจากราคาตลาดต่อหุ้นหารด้วยมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น

i คือ บริษัทที่ i

t คือ ปีที่ t

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลจะเป็นการแสดงผลการวิเคราะห์ตั้งแต่การจำแนกบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนตามปีที่ศึกษา กลุ่มอุตสาหกรรมและประเภทตลาดหลักทรัพย์ สถิติเชิงพรรณนาของแต่ละตัวแปร ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน การทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยโดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ และผลการวิเคราะห์เพิ่มเติม โดยมีรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 1 การจำแนกบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนตามปีที่ศึกษา กลุ่มอุตสาหกรรมและประเภทตลาดหลักทรัพย์

การจำแนก	จำนวนบริษัทที่ซื้อหุ้นคืน	ร้อยละ	มูลค่าการซื้อหุ้นคืน (ล้านบาท)	ร้อยละ
ปีที่ศึกษา				
2562	16	18.82	3,219.64	20.00
2563	28	32.94	6,318.58	39.26
2564	7	8.24	154.31	0.96
2565	10	11.76	1,591.00	9.88
2566	24	28.24	4,813.03	29.90
รวม	**85**	**100.00**	**16,096.56**	**100.00**
กลุ่มอุตสาหกรรม				
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	5	5.87	413.59	2.57
เทคโนโลยี	7	8.24	297.98	1.85
ทรัพยากร	11	12.94	2,071.28	12.87
บริการ	26	30.59	4,989.65	31.00
สินค้าอุตสาหกรรม	14	16.47	1,969.38	12.23
สินค้าอุปโภคบริโภค	4	4.71	182.17	1.13
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	18	21.18	6,172.51	38.35
รวม	**85**	**100.00**	**16,096.56**	**100.00**
ประเภทตลาดหลักทรัพย์				
SET	69	81.18	15,445.97	95.96
MAI	16	18.82	650.59	4.04
รวม	**85**	**100.00**	**16,096.56**	**100.00**

จากตารางที่ 1 พบว่า การศึกษาครั้งนี้มีบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนระหว่างปี พ.ศ. 2562–2566 จำนวน 85 ตัวอย่าง เมื่อจำแนกตามปีที่ทำการศึกษา พบว่า ปี พ.ศ. 2563 มีบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนมากที่สุด จำนวน 28 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 32.94 และมีมูลค่าการซื้อหุ้นคืน 6,318.58 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 39.26 เมื่อจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า บริษัทตัวอย่างที่มีการซื้อหุ้นคืนอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมากที่สุด เท่ากับ 26 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 30.59 แต่เมื่อพิจารณาในเรื่องของมูลค่าการซื้อหุ้นคืนพบว่า กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีมูลค่าการซื้อหุ้นคืนสูงที่สุด เท่ากับ 6,172.51 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 38.35 เมื่อจำแนกการศึกษาตามประเภทตลาดหลักทรัพย์พบว่า กลุ่มตัวอย่างที่มีการซื้อหุ้นคืนอยู่ในกลุ่มตลาด SET มากที่สุด โดยมีจำนวน 69 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 81.18 และมูลค่าการซื้อหุ้นคืนเท่ากับ 15,445.97 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 95.96

ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	บริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืน (N = 85)					บริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน (N = 85)					Paired t-test
	Mean	Median	S.D.	Min	Max	Mean	Median	S.D.	Min	Max	
$CFC_{i,t-1}$	0.117	0.081	0.099	0.009	0.450	0.086	0.056	0.089	0.001	0.394	2.243*
$LEV_{i,t-1}$	0.376	0.367	0.186	0.035	0.806	0.462	0.502	0.235	0.027	0.857	−3.553*
$ROA_{i,t}$	5.904	5.164	8.145	−19.708	35.819	2.590	3.664	8.794	−42.081	30.033	2.431*
$DIV_{i,t}$	49.448	50.535	47.921	−85.415	191.543	34.347	32.236	56.945	−133.364	180.128	1.922
$ERT_{i,t}$	15.335	17.417	10.175	−13.280	50.493	10.292	14.601	23.539	−107.811	86.177	1.797
$SGR_{i,t}$	3.732	3.094	11.219	−37.076	50.059	−5.948	2.941	51.333	−451.108	32.089	1.653
$SIZE_{i,t}$	22.579	22.185	1.549	20.172	26.838	22.469	22.078	1.739	14.715	26.665	1.348
$AGE_{i,t}$	31.106	30.000	14.204	6.000	80.000	30.682	29.000	12.673	3.000	64.000	0.247
$MTB_{i,t}$	1.850	1.140	1.914	0.260	12.780	2.210	1.150	4.300	0.330	38.270	−0.769

หมายเหตุ : ** Sig. < 0.05 (two-tailed)

จากตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 170 ตัวอย่าง โดยแบ่งเป็นบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืน 85 ตัวอย่าง และบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืนที่นำมาจับคู่เปรียบเทียบจำนวน 85 ตัวอย่าง พบว่า ตัวแปรอิสระ $CFC_{i,t-1}$ $ROA_{i,t}$ $DIV_{i,t}$ $ERT_{i,t}$ และ $SGR_{i,t}$ ของบริษัทตัวอย่างที่มีการซื้อหุ้นคืนมีค่าเฉลี่ยสูงกว่า บริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน ในขณะที่ค่าเฉลี่ยของตัวแปร $LEV_{i,t-1}$ ของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนต่ำกว่าบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน ในด้านตัวแปรควบคุมพบว่า ตัวแปร $SIZE_{i,t}$ และ $AGE_{i,t}$ ของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนมีค่าเฉลี่ยสูงกว่าบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน ในขณะที่ค่าเฉลี่ยของตัวแปร $MTB_{i,t}$ ของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนต่ำกว่าบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน เมื่อทำการวิเคราะห์ความแตกต่างค่าเฉลี่ยของตัวแปรโดยใช้สถิติ Paired t-test พบว่า ตัวแปร $CFC_{i,t-1}$ $ROA_{i,t}$ และ $LEV_{i,t-1}$ ของบริษัทตัวอย่างที่มีการซื้อหุ้นคืนและไม่มีการซื้อหุ้นคืนแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้เมื่อพิจารณาค่าสถิติส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation: S.D.) พบว่า ตัวแปร $DIV_{i,t}$ $ERT_{i,t}$ และ $SGR_{i,t}$ มีค่า S.D. อยู่ใน

ระดับสูงอันเนื่องมาจากบริษัทตัวอย่างมีความหลากหลายและมีการกระจายตัวของข้อมูลสูง (Vanichbuncha & Vanichbuncha, 2015) ในเรื่องอัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริง และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน อย่างไรก็ตาม ในงานวิจัยครั้งนี้ได้ทำการทดสอบค่าสถิติอื่น ได้แก่ ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) การทดสอบความเหมาะสมของตัวแบบ (Goodness of fit) และการวิเคราะห์ Hosmer and Lemeshow Test ในการพิจารณาข้อมูลและตัวแปรในงานวิจัยว่า มีความเหมาะสมก่อนนำไปวิเคราะห์ในสมการความถดถอยโลจิสติกส์ เพื่อทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยในลำดับต่อไป

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation)

Variables	$REPUR_{i,t}$	$CFC_{i,t-1}$	$LEV_{i,t-1}$	$ROA_{i,t}$	$DIV_{i,t}$	$ERT_{i,t}$	$SGR_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$AGE_{i,t}$	$MTB_{i,t}$
$REPUR_{i,t}$	1									
$CFC_{i,t-1}$	0.164*	1								
$LEV_{i,t-1}$	–0.201**	–0.345**	1							
$ROA_{i,t}$	0.193*	–0.032	–0.087	1						
$DIV_{i,t}$	0.143	0.048	–0.134	0.307**	1					
$ERT_{i,t}$	0.139	0.077	–0.018	0.150	0.164*	1				
$SGR_{i,t}$	0.130	0.019	–0.125	0.467**	0.071	0.089	1			
$SIZE_{i,t}$	0.033	–0.307**	0.452**	–0.176*	–0.038	–0.027	0.034	1		
$AGE_{i,t}$	0.016	–0.157*	–0.042	–0.085	–0.102	0.004	–0.025	0.234**	1	
$MTB_{i,t}$	–0.054	0.071	0.139	0.091	–0.075	0.059	0.031	–0.070	–0.113	1

หมายเหตุ : * Sig. 0.05, ** Sig. 0.01 (two-tailed)

จากตารางที่ 3 พบว่า ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยมีค่าสหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง –0.345 ถึง 0.467 เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 พบว่า ตัวแปรตาม $REPUR_{i,t}$ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ $LEV_{i,t-1}$ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ –0.201 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรความสามารถในการชำระหนี้มีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับตัวแปรการซื้อหุ้นคืน จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 พบว่า ตัวแปรตาม $REPUR_{i,t}$ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ $CFC_{i,t-1}$ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.164 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรด้านกระแสเงินสดส่วนเกินมีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทในทิศทางเดียวกัน รวมถึงตัวแปรตาม $REPUR_{i,t}$ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ $ROA_{i,t}$ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.193 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทในทิศทางเดียวกัน

นอกจากนี้จากการวิเคราะห์พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัว มีค่าไม่เกิน 0.800 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกันจึงไม่เกิดปัญหา Multicollinearity และสามารถนำไปวิเคราะห์ในสมการความถดถอยโลจิสติกส์ เพื่อทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยได้ต่อไป

ผลการวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย

การวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย มีผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 4 และ 5 ดังนี้

ตารางที่ 4 ผลการพยากรณ์จากตัวแบบสมการถดถอยโลจิสติกส์ที่ใช้ในการวิจัย

Observed		Predicted		
		Repurchase Company		Percentage Correct
		Non-repurchase	Repurchase	
Repurchase Company	Non-repurchase	54	31	63.50
	Repurchase	27	58	68.20
	Overall Percentage			**65.90**

หมายเหตุ : Cut value = 0.50

จากตารางที่ 4 แสดงผลการพยากรณ์จากตัวแบบสมการถดถอยโลจิสติกส์ที่ใช้ในการวิจัยจากข้อมูลจริงคือ กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 170 ตัวอย่าง โดยแบ่งเป็นบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืน 85 ตัวอย่าง และบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน 85 ตัวอย่าง ผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 4 พบว่า ตัวแบบที่ใช้ในงานวิจัยสามารถพยากรณ์กลุ่มตัวอย่างว่า จะเป็นบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน (Non-repurchase) ได้จำนวน 54 ตัวอย่าง ซึ่งมีการพยากรณ์ถูกต้องร้อยละ 63.50 และสามารถพยากรณ์ว่ากลุ่มตัวอย่างจะเป็นบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืน (Repurchase) ได้จำนวน 58 ตัวอย่าง ซึ่งมีการพยากรณ์ถูกต้องร้อยละ 68.20 โดยในภาพรวมตัวแบบนี้สามารถพยากรณ์ได้ถูกต้องร้อยละ 65.90

จากตารางที่ 5 ผลการทดสอบความเหมาะสมของตัวแบบ (Goodness of Fit) พบว่า ค่าสถิติ –2 Log likelihood เท่ากับ 208.109 และค่า Nagelkerke R^2 เท่ากับ 0.200 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายความผันแปรของโอกาสที่บริษัทจะมีการซื้อหุ้นคืนหรือไม่ซื้อหุ้นคืนได้ร้อยละ 20.00 นอกจากนี้การวิเคราะห์ Hosmer and Lemeshow Test พบว่า ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัยมีค่าสถิติทดสอบ Chi-square อยู่ที่ 12.977 และค่า p-value เท่ากับ 0.113 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จึงสรุปได้ว่า ตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานมีความเหมาะสม (Vanichbuncha, 2017)

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย

Model Summary		Hosmer and Lemeshow Test	
–2 Log likelihood	Nagelkerke R^2	Chi-square	p-value
208.109	0.200	12.977	0.113

Variables	Predicted Sign	B	S.E.	Wald statistics	p-value
Constant	None	–7.394	3.329	4.932	0.026
$CFC_{i,t-1}$	+	4.263	2.128	4.014	0.045*
$LEV_{i,t-1}$	–	–2.755	1.067	6.671	0.010*
$ROA_{i,t}$	+	0.037	0.041	0.785	0.376
$DIV_{i,t}$	–	0.002	0.004	0.393	0.531
$ERT_{i,t}$	–	0.013	0.011	1.478	0.224
$SGR_{i,t}$	+	0.017	0.024	0.484	0.487
$SIZE_{i,t}$	None	0.344	0.146	5.550	0.018*
$AGE_{i,t}$	None	–0.004	0.014	0.077	0.782
$MTB_{i,t}$	None	–0.042	0.072	0.331	0.565
Industry Effect		Included			
Percent correct prediction		65.90			
N		170			

หมายเหตุ : * Sig. < 0.05 (two-tailed)

ผลการทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ตามตารางที่ 5 จะพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบได้แก่ ค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรอิสระว่า มีทิศทางความสัมพันธ์ในทางเดียวกันหรือทางตรงกันข้ามกับตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระจะต้องมีค่าสถิติ Wald Statistics มากกว่า 1 และค่า p-value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จึงจะถือมีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืนของบริษัท (Vanichbuncha, 2017) แต่เนื่องจากงานวิจัยในครั้งนี้เป็นการทดสอบสมมติฐาน โดยมีการคาดการณ์ทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม (one-tailed) จึงต้องมีการนำค่า p-value ของตัวแปรอิสระจากตารางที่ 5 ไปหารสอง โดยผลการทดสอบสมมติฐานมีดังต่อไปนี้

ตัวแปรกระแสเงินสดส่วนเกิน ($CFC_{i,t-1}$) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัท โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรอยู่ที่ 4.263 ค่าสถิติ Wald statistics เท่ากับ 4.014 และค่า p-value (one-tailed) เท่ากับ 0.023 (0.045/2) ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐาน H_1 คือ อัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระในช่วงต้นปี

มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือกล่าวได้ว่า อัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระในช่วงต้นปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการซื้อหุ้นคืนสูงกว่าบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ($LEV_{i,t-1}$) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัท โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรอยู่ที่ –2.755 ค่าสถิติ Wald Statistics เท่ากับ 6.671 และค่า p-value (one-tailed) เท่ากับ 0.005 (0.010/2) ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐาน H_2 คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในช่วงต้นปีมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือกล่าวได้ว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ในช่วงต้นปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการซื้อหุ้นคืนต่ำกว่าบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ($ROA_{i,t}$) มีค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรอยู่ที่ 0.037 ค่าสถิติ Wald Statistics เท่ากับ 0.785 และค่า p-value (one-tailed) เท่ากับ 0.188 (0.376/2) ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน H_3 หรือกล่าวได้ว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการซื้อหุ้นคืนและไม่มีการซื้อหุ้นคืนไม่แตกต่างกัน

อัตราการจ่ายเงินปันผล ($DIV_{i,t}$) มีค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรอยู่ที่ 0.002 ค่าสถิติ Wald Statistics เท่ากับ 0.393 และค่า p-value (one-tailed) เท่ากับ 0.266 (0.531/2) ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน H_4 หรือกล่าวได้ว่า อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการซื้อหุ้นคืนและไม่มีการซื้อหุ้นคืนไม่แตกต่างกัน

อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริง ($ERT_{i,t}$) มีค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรอยู่ที่ 0.013 ค่าสถิติ Wald Statistics เท่ากับ 1.478 และค่า p-value (one-tailed) เท่ากับ 0.112 (0.224/2) ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน H_5 หรือกล่าวได้ว่า อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการซื้อหุ้นคืนและไม่มีการซื้อหุ้นคืนไม่แตกต่างกัน

อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ($SGR_{i,t}$) มีค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรอยู่ที่ 0.017 ค่าสถิติ Wald statistics เท่ากับ 0.484 และค่า p-value (one-tailed) เท่ากับ 0.244 (0.487/2) ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน H_5 หรือกล่าวได้ว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการซื้อหุ้นคืนและไม่มีการซื้อหุ้นคืนไม่แตกต่างกัน

นอกจากนี้เมื่อทำการวิเคราะห์การซื้อหุ้นคืนกับตัวแปรควบคุมในงานวิจัยพบว่า ขนาดของกิจการ ($SIZE_{i,t}$) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันหรือมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัท โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรอยู่ที่ 0.344 ค่าสถิติ Wald Statistics เท่ากับ 5.550 และค่า p-value เท่ากับ 0.018 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 หรือกล่าวได้ว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่มีโอกาสที่จะซื้อหุ้นคืนมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ในทางตรงข้ามผลการศึกษาพบว่าประเภทอุตสาหกรรม ($INDUS_{i,k}$) อายุของกิจการ ($AGE_{i,t}$) และราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี ($MTB_{i,t}$) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์เพิ่มเติม

งานวิจัยนี้ได้มีการทดสอบผลการวิจัยเพิ่มเติม เพื่อให้มีความชัดเจนมากขึ้น โดยตัดกลุ่มตัวอย่างที่มีการซื้อหุ้นคืนซ้ำในปีอื่นออก ซึ่งบริษัทที่นับว่ามีการซื้อหุ้นคืนในปีต่อมานอกจากปีแรกจะไม่ถูกนำมานับเป็นกลุ่มตัวอย่างซ้ำ ตามแนวทางการวิจัยของ Samakketkarnpol and Petchchedchoo (2018) จากนั้นจึงนำมาจับคู่กับบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน โดยมีเกณฑ์การคัดเลือกตามที่ระบุไว้ในส่วนของวิธีดำเนินการวิจัย ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์เพิ่มเติมทั้งสิ้นจำนวน 138 ตัวอย่าง โดยแบ่งเป็นบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืน 69 ตัวอย่าง และบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน 69 ตัวอย่าง ผลการศึกษาเพิ่มเติม โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์แสดงได้ดังนี้

ตารางที่ 6 ผลการพยากรณ์เมื่อมีการตัดตัวอย่างบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนซ้ำออก

Observed		Predicted		
		Repurchase Company		Percentage Correct
		Non-repurchase	Repurchase	
Repurchase Company	Non-repurchase	48	21	69.60
	Repurchase	22	47	68.10
	Overall Percentage			**68.80**

หมายเหตุ : Cut value = 0.50

จากตารางที่ 6 แสดงผลการพยากรณ์จากตัวแบบสมการถดถอยโลจิสติกส์ที่ใช้ในการวิจัยจากข้อมูลกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดจำนวน 138 ตัวอย่าง โดยแบ่งเป็นบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนจำนวน 69 ตัวอย่าง และบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืนจำนวน 69 ตัวอย่าง ผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 6 พบว่า ตัวแบบสามารถพยากรณ์ว่ากลุ่มตัวอย่างจะเป็นบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน (Non-repurchase) ได้จำนวน 48 ตัวอย่าง ซึ่งมีการพยากรณ์ถูกต้องร้อยละ 69.60 และสามารถพยากรณ์ว่ากลุ่มตัวอย่างจะเป็นบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืน (Repurchase) ได้จำนวน 47 ตัวอย่าง ซึ่งมีการพยากรณ์ถูกต้องร้อยละ 68.10 โดยในภาพรวมตัวแบบนี้สามารถพยากรณ์ได้ถูกต้องร้อยละ 68.80 โดยผลการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์เพิ่มเติมเมื่อตัดบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนในปีอื่นออกจะแสดงได้ตามตารางที่ 7

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์เพิ่มเติม เมื่อตัดบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนในปีอื่นออก

Model Summary		Hosmer and Lemeshow Test	
–2 Log likelihood	Nagelkerke R^2	Chi-square	p-value
159.276	0.276	10.943	0.205

Variables	Predicted Sign	b	S.E.	Wald statistics	p-value
Constant	None	–8.582	3.888	4.874	0.027
$CFC_{i,t-1}$	+	5.159	2.404	4.606	0.032*
$LEV_{i,t-1}$	–	–4.498	1.368	10.804	0.001*
$ROA_{i,t}$	+	0.063	0.049	1.701	0.192
$DIV_{i,t}$	–	0.000	0.004	0.000	0.993
$ERT_{i,t}$	–	0.011	0.012	0.843	0.359
$SGR_{i,t}$	+	0.019	0.028	0.463	0.496
$SIZE_{i,t}$	None	0.439	0.169	6.765	0.009*
$AGE_{i,t}$	None	–0.012	0.017	0.498	0.480
$MTB_{i,t}$	None	–0.035	0.075	0.215	0.643
Industry Effect		Included			
Percent correct prediction		68.80			
N		138			

หมายเหตุ : * Sig. < 0.05 (two-tailed)

จากตารางที่ 7 ผลการทดสอบความเหมาะสมของตัวแบบ (Goodness of fit) พบว่า ค่าสถิติ –2 Log likelihood เท่ากับ 159.276 และค่า Nagelkerke R^2 เท่ากับ 0.276 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระสามารถอธิบายความผันแปรของโอกาสที่บริษัทจะมีการซื้อหุ้นคืนหรือไม่ซื้อหุ้นคืนได้ร้อยละ 27.60 นอกจากนี้การวิเคราะห์ Hosmer and Lemeshow Test พบว่า ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัยมีค่าสถิติทดสอบ Chi-square อยู่ที่ 10.943 และค่า p-value เท่ากับ 0.205 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จึงสรุปได้ว่าตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบมีความเหมาะสม นอกจากนี้เมื่อพิจารณาผลการทดสอบจากการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์เพิ่มเติมเมื่อตัดบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนในปีอื่นออกพบว่า ผลการวิเคราะห์ยังคงแสดงผลลัพธ์เช่นเดิมคือ ตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ กระแสเงินสดส่วนเกิน ($CFC_{i,t-1}$) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรอยู่ที่ 5.159 ค่าสถิติ Wald statistics เท่ากับ 4.606 และค่า p-value (one-tailed) เท่ากับ 0.016 (0.032/2) ส่วนตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ

การซื้อหุ้นคืนของบริษัท ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ($LEV_{i,t-1}$) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรอยู่ที่ –4.498 ค่าสถิติ Wald statistics เท่ากับ 10.804 และค่า p-value (one-tailed) เท่ากับ 0.0005 (0.001/2) จะเห็นว่า ผลการวิเคราะห์เพิ่มเติมเป็นการยืนยันผลการทดสอบสมมติฐานว่า อัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระในช่วงต้นปีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในช่วงต้นปีมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนตัวแปรอิสระอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ($ROA_{i,t}$) อัตราการจ่ายเงินปันผล ($DIV_{i,t}$) อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริง ($ERT_{i,t}$) และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ($SGR_{i,t}$) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 กับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาทางด้านตัวแปรควบคุมพบว่า การวิเคราะห์เพิ่มเติมยังคงแสดงผลว่าตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัท ได้แก่ ขนาดของกิจการ ($SIZE_{i,t}$) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรอยู่ที่ 0.439 ค่าสถิติ Wald Statistics เท่ากับ 6.765 และค่า p-value เท่ากับ 0.009 ผลการวิเคราะห์เพิ่มเติมจึงเป็นไปตามการทดสอบที่ผ่านมาข้างต้นหรือกล่าวได้ว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่มีโอกาสที่จะซื้อหุ้นคืนมากกว่าที่มีขนาดเล็ก ส่วนตัวแปรควบคุมอื่นไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัท โดยสรุปแล้วจะเห็นว่าเมื่อทำการเปรียบเทียบผลการทดสอบสมมติฐานตามตารางที่ 5 ที่มีกลุ่มตัวอย่างในการทดสอบรวมทั้งสิ้น 170 ตัวอย่าง แบ่งเป็นบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนในทุกปี จำนวน 85 ตัวอย่าง และบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน 85 ตัวอย่าง และผลการทดสอบเพิ่มเติมตามตารางที่ 7 ที่มีกลุ่มตัวอย่างในการทดสอบรวมทั้งสิ้น 138 ตัวอย่าง โดยตัดกลุ่มตัวอย่างที่มีการซื้อหุ้นคืนซ้ำในปีอื่นออก ซึ่งบริษัทที่นับว่ามีการซื้อหุ้นคืนในปีต่อมานอกจากปีแรกจะไม่ถูกนำมานับเป็นกลุ่มตัวอย่างซ้ำ แบ่งเป็นบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืน จำนวน 69 ตัวอย่าง และบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน 69 ตัวอย่าง จะเห็นว่าผลการสอบสมมติฐานยังคงเดิมคือ อัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระในช่วงต้นปีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการซื้อหุ้นคืน และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในช่วงต้นปีมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัท แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริง และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับการซื้อหุ้นคืน

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงินและการเติบโตอย่างยั่งยืนที่มีผลต่อการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562 ถึง พ.ศ. 2566 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยรวมทั้งสิ้นจำนวน 170 ตัวอย่าง แบ่งเป็นบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนจำนวน 85 ตัวอย่าง และบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืนจำนวน 85 ตัวอย่าง งานวิจัยนี้ได้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติกส์ เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย โดยผลการวิจัยยอมรับสมมติฐาน H_1 และพบว่า บริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนจะมีกระแสเงินสดอิสระในช่วงต้นปีสูงกว่าบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Chen and Liu (2021) ที่พบว่า ในช่วงต้นปีที่จะเกิดเหตุการณ์ซื้อหุ้นคืน มีการประมาณการว่าบริษัทที่จะซื้อหุ้นคืนจะมีอัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระในระดับสูง อีกด้านหนึ่งผลการวิจัยครั้งนี้แสดงให้เห็นว่า ในปี พ.ศ. 2563 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีมูลค่าการซื้อหุ้นคืนสูงที่สุด สอดคล้องกับการศึกษาของ Chen and

Obizhaeva (2022) และ Chao and Huang (2022) ที่พบว่า ในช่วงการเกิดวิกฤต เช่น การระบาดของไวรัส COVID-19 หลายบริษัทมีเงินสดจำนวนมากแต่ขาดโอกาสที่จะลงทุนในทรัพยากรหรือโครงการใหม่ ๆ ทำให้ผู้บริหารได้ทำการตัดสินใจที่จะซื้อหุ้นของบริษัทกลับคืนในช่วงที่มีกระแสเงินสดส่วนเกินหรือขาดโอกาสนำเงินไปลงทุนในด้านอื่น ในทางตรงข้ามผลการศึกษาครั้งนี้โต้แย้งการศึกษาของ Baotham et al. (2022) ที่ได้ให้ข้อเสนอแนะว่า ในช่วงที่เกิดวิกฤตทำให้บริษัทส่วนหนึ่งได้มีการยกเลิกโครงการซื้อหุ้นคืน เนื่องจากบริษัทจำเป็นต้องเก็บเงินสำรองไว้ เพื่อดำเนินธุรกิจภายใต้สถานการณ์ที่มีความผันผวนและความไม่แน่นอนสูง

นอกจากนี้ผลการวิจัยครั้งนี้ยอมรับสมมติฐาน H_2 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในช่วงต้นปีของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนอยู่ในระดับต่ำกว่าบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Lie (2005) ที่พบว่า ในช่วงก่อนที่จะมีการประกาศซื้อหุ้นคืนบริษัทจะมีอัตราส่วนทางด้านหนี้สินอยู่ในระดับต่ำ เช่นเดียวกันกับการศึกษาของ Chen and Liu (2021) ที่พบว่า นอกจากบริษัทที่มีแผนการซื้อหุ้นคืนจะมีกระแสเงินสดในกิจการมาก บริษัทยังมีระดับหนี้สินในช่วงเวลาต้นปีที่จะมีการซื้อหุ้นคืนอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีโครงการจะซื้อหุ้นคืนมีฐานะการเงินและมีสภาพคล่องที่ดี อย่างไรก็ตามผลการวิจัยนี้ปฏิเสธสมมติฐาน H_3 คือ ไม่พบว่าหากบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีจะทำให้มีโอกาสในการซื้อหุ้นคืนมากขึ้น เมื่อวัดผลการดำเนินงานจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ หรือกล่าวได้ว่าผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนและไม่ซื้อหุ้นคืนไม่แตกต่างกัน จึงโต้แย้งการศึกษาของ Chen and Obizhaeva (2022) ที่พบว่า การซื้อหุ้นคืนของบริษัทถือเป็นการส่งสัญญาณให้นักลงทุนหรือตลาดทราบว่า ผู้บริหารมีความเชื่อมั่นในผลประกอบการของบริษัท หรืออาจจะมีการเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ที่บริษัทมีความเชื่อมั่นว่าจะส่งผลต่อผลประกอบการในทางที่ดี และไม่เป็นไปตามการศึกษาของ Smith et al. (2022) ที่พบว่า ในปีที่บริษัทมีการซื้อหุ้นคืนจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่า จึงอาจเป็นไปได้ว่าการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะขึ้นอยู่กับการมีสภาพคล่องและฐานะการเงินที่ดีในปัจจุบันมากกว่าขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานที่บริษัทคาดหวังว่าจะดีขึ้นในอนาคต สอดคล้องกับข้อเสนอแนะของ Lie (2005) ที่กล่าวว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจะดีขึ้นก็ต่อเมื่อบริษัทมีการซื้อหุ้นคืนจริง ไม่ใช่เป็นเพียงแต่การประกาศว่าจะมีโครงการซื้อหุ้นคืนเท่านั้น

เมื่อพิจารณาในด้านการจ่ายเงินปันผลกับการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการทดสอบปฏิเสธสมมติฐาน H_4 โดยพบว่า อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนและไม่มีการซื้อหุ้นคืนไม่แตกต่างกัน อาจเป็นไปได้ว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีนโยบายการกระจายผลประโยชน์ (Payout Policy) ที่ค่อนข้างคล้ายคลึงกัน โดยนิยมเลือกวิธีการจ่ายเงินสดปันผลมากกว่าการซื้อหุ้นคืน เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลจะเป็นการสร้างพันธะสัญญาให้กับนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นว่าบริษัทจะมีการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอและต่อเนื่องทุกปีตามผลการดำเนินงานของบริษัท แต่วิธีการซื้อหุ้นคืนจะเป็นสถานการณ์ที่เกิดขึ้นเป็นครั้งคราว ไม่สามารถคาดการณ์ได้อย่างแน่นอนเหมือนกับการจ่ายเงินปันผล (Chan & Lin, 2018; Chen & Obizhaeva, 2022; Yeamyim, 2015) วิธีการจ่ายเงินปันผลจึงทำให้นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นมีความเชื่อมั่นมากกว่า ส่งผลให้บริษัทส่วนมากใช้การจ่ายปันผลแทนการซื้อหุ้นคืน การวิจัยครั้งนี้จึงไม่เป็นไปตามการศึกษาของ Yeamyim (2015) ที่พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนเพื่อใช้ทดแทนการจ่ายเงินปันผล

ในด้านการวางแผนภาษีผลการวิจัยครั้งนี้ปฏิเสธสมมติฐาน H_5 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการวางแผนภาษีของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนกับบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืนไม่แตกต่างกัน เมื่อใช้อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริงในการวัดค่าเรื่องการ

วางแผนภาษี จึงไม่เป็นไปตามการศึกษาของ Green and Kerr (2022) ที่พบว่า แรงจูงใจประการหนึ่งของการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนคือ ผลประโยชน์ทางด้านภาษี โดยการซื้อหุ้นคืนจะทำให้บริษัทเสียภาษีน้อยลง ซึ่งบริษัทจะมีการวางแผนภาษี โดยเลือกใช้วิธีการซื้อหุ้นคืนมากกว่าการนโยบายจ่ายเงินปันผล และไม่เป็นไปตามการศึกษาของ Yeamyim (2015) ที่พบว่า นโยบายในการกระจายผลประโยชน์โดยการซื้อหุ้นคืนจะให้ประโยชน์ทางด้านภาษีต่อผู้ถือหุ้นมากกว่าเมื่อเทียบกับการจ่ายเงินสดปันผล เนื่องจากไม่มีภาระภาษีในส่วนต่างกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ จึงอาจเป็นไปได้ว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนิยมเลือกใช้วิธีการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุน เพื่อสร้างความเชื่อมั่นในเรื่องของการกระจายผลประโยชน์ที่แน่นอนและสม่ำเสมอกว่าการซื้อหุ้นคืนที่อาจให้ประโยชน์เป็นครั้งคราว ส่งผลให้อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริงของบริษัทมีการซื้อหุ้นคืนกับบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืนไม่แตกต่างกัน

ในด้านอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเป็นอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้วัดการเติบโตในระยะยาวของกิจการ การศึกษาของ Lin (2024) พบว่า อัตราส่วนการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (SGR) มีความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกันกับ ESG Rating ที่ใช้ประเมินการดำเนินธุรกิจที่มุ่งเน้นความยั่งยืน ผลการทดสอบจากงานวิจัยครั้งนี้ปฏิเสธสมมติฐาน H_6 โดยแสดงให้เห็นว่าอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนที่มีการซื้อหุ้นคืนและไม่มีการซื้อหุ้นคืนไม่แตกต่างกัน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Vaupel et al. (2023) ที่พบว่า ปริมาณการซื้อหุ้นคืนไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางด้านสังคม และไม่เป็นไปตามงานวิจัยของ Wong and Zhang (2024) ที่พบว่า ความเสี่ยงทางด้าน ESG ของกิจการส่งผลกระทบต่อนโยบายในการกระจายผลประโยชน์ของกิจการทั้งทางด้านการจ่ายปันผลและการซื้อหุ้นคืน จึงอาจสรุปได้ว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนเป็นตัวชี้วัดทางการเงินที่แสดงถึงการพัฒนาธุรกิจ การเติบโตของยอดขาย และการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการจะขึ้นอยู่กับปัจจัยในการรักษากำไรสะสม (Maho, 2018) จึงมีความเกี่ยวเนื่องกับผลการดำเนินงานของกิจการมากกว่า แต่ผลการศึกษาครั้งนี้แสดงให้เห็นว่า การซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดส่วนเกินที่สูงและอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่อยู่ในระดับต่ำ ซึ่งเกี่ยวข้องกับสภาพคล่องและฐานะการเงินของกิจการมากกว่า จึงทำให้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนกับการซื้อหุ้นคืนของกิจการ

ข้อเสนอแนะจากงานวิจัย

ข้อเสนอแนะเชิงทฤษฎี

งานวิจัยครั้งนี้แสดงให้เห็นถึงความสำคัญของการพิจารณาทฤษฎี ได้แก่ ทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีการส่งสัญญาณ และทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ โดยผลการศึกษาสามารถนำเสนอข้อเสนอแนะเชิงทฤษฎีได้ดังนี้

1. ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ผลการวิจัยครั้งนี้สนับสนุนทฤษฎีตัวแทน โดยคาดการณ์ว่า บริษัทที่มีกระแสเงินสดส่วนเกินสูงและมีอัตราหนี้สินในระดับต่ำ ซึ่งสะท้อนถึงการมีสภาพคล่องที่ดีจะมีโอกาสนำเงินไปซื้อหุ้นของบริษัทกลับคืน เพื่อบริหารทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ และลดปัญหาต้นทุนตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารของบริษัท

2. ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า การซื้อหุ้นคืนอาจเป็นการที่ผู้บริหารต้องการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุน โดยเป็นสัญญาณว่าผู้บริหารเชื่อมั่นว่า หุ้นของบริษัทอาจมีราคาต่ำกว่าความจริง โดยเฉพาะในช่วงที่เกิดวิกฤตและหลังวิกฤต บริษัทจึงมีการซื้อหุ้นคืนเพื่อระบายกระแสเงินสดส่วนเกินหรือเพื่อป้องกันการ

นำเงินไปลงทุนที่ไม่ก่อประโยชน์ ทำให้นักลงทุนสามารถวิเคราะห์การส่งสัญญาณจากบริษัทประกอบกับการพิจารณาราคาหุ้นก่อนตัดสินใจลงทุน โดยเฉพาะในช่วงเวลาที่ตลาดมีความผันผวน

3. ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ (Pecking Order Theory) ผลการวิจัยครั้งนี้แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดส่วนเกินสูงหรือมีสภาพคล่องดีจะพิจารณาซื้อหุ้นคืนแทนการจ่ายเงินปันผลหรือออกหุ้นใหม่ในอนาคต เพื่อรักษาความยืดหยุ่นทางการเงิน หรืออาจเป็นการปรับโครงสร้างเงินทุนในช่วงที่ไม่มีโอกาสในการลงทุนที่น่าสนใจ ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงจากการลงทุนในโครงการที่มีความไม่แน่นอนสูง โดยเฉพาะในช่วงที่เกิดวิกฤตหรือหลังวิกฤต

ข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติ

1. นักลงทุนหรือองค์กรที่จะเข้าไปลงทุนในบริษัทอื่นควรระมัดระวังในการวิเคราะห์ผลประกอบการในช่วงที่บริษัทจะมีโครงการซื้อหุ้นคืนอย่างรอบคอบ เพื่อป้องกันการตัดสินใจลงทุนผิดพลาดและก่อให้เกิดความเสียหายในภายหลัง โดยเฉพาะอย่างยิ่งการวิเคราะห์ในเรื่องของสภาพคล่องและอัตราหนี้สินของกิจการ เพราะบริษัทที่มีกระแสเงินสดส่วนเกินสูงและอัตราหนี้สินที่อยู่ในระดับต่ำ อาจมีแนวโน้มในการซื้อหุ้นคืน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อทิศทางการดำเนินงานและการควบคุมของบริษัทในอนาคต ตลอดจนผลจากการซื้อหุ้นคืนจะส่งผลให้อัตราส่วนทางการเงินบางรายการสูงหรือต่ำกว่าปกติ

2. หน่วยงานกำกับดูแล โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) สามารถนำผลการศึกษาครั้งนี้ไปใช้ในการวางแผนและควบคุมการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉพาะการระมัดระวังในเรื่องแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนว่า มีสาเหตุมาจากการที่บริษัทมีสภาพคล่องที่ดี มีอัตราหนี้สินในระดับต่ำ หรือเป็นเพียงการส่งสัญญาณให้นักลงทุนให้เข้าใจว่า ผลประกอบการจะดีขึ้นในอนาคต ตลอดจนการควบคุมการซื้อหุ้นคืนในสภาวะที่ตลาดอยู่ในช่วงวิกฤตหรือหลังวิกฤต เนื่องจากบริษัทอาจมีแรงจูงใจในการซื้อหุ้นสามัญกลับคืน เพื่อรักษาระดับราคาหุ้นไม่ให้ต่ำลงกว่าปกติ

3. ผลการวิจัยครั้งนี้ให้องค์ความรู้ใหม่เกี่ยวกับโอกาสการซื้อหุ้นสามัญกลับคืนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่ามีแรงจูงใจมาจากการที่บริษัทมีสภาพคล่องสูง และมีอัตราหนี้สินในระดับต่ำมากกว่าแรงจูงใจในเรื่องของความต้องการลดการจ่ายเงินปันผล การวางแผนจ่ายภาษีให้น้อยลง หรือมาจากผลการดำเนินงานที่คาดว่าจะดีขึ้นในอนาคต และบริษัทที่มีขนาดใหญ่อาจมีแนวโน้มการซื้อหุ้นคืนมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ซึ่งจะเป็นประโยชน์ในทางวิชาการที่สามารถนำผลการวิจัยครั้งนี้ไปต่อยอดศึกษาปัจจัยอื่นที่กระทบต่อการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้

ข้อจำกัดและงานวิจัยในอนาคต

งานวิจัยนี้มีข้อจำกัด 3 ประการคือ ประการแรก งานวิจัยไม่ได้รวมกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทในอุตสาหกรรมทางการเงินมาศึกษา ซึ่งงานวิจัยครั้งต่อไปอาจศึกษาประเด็นทางด้านการซื้อหุ้นคืนกับผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการโดยศึกษาภายใต้บริบทของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน เนื่องจากบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินจะมีการใช้อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการประเมินผลการดำเนินงาน สภาพคล่อง ความสามารถในการชำระหนี้แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ประการที่ 2 งานวิจัยครั้งนี้ได้ศึกษามุมมองความยั่งยืนของบริษัทที่มีต่อการซื้อหุ้นคืนผ่านตัวแปรอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ทำการประกาศผลการประเมินหุ้นยั่งยืนในรูปแบบ ESG Ratings แยกเป็นรายบริษัทในปี พ.ศ. 2566 เป็นปีแรก ทำให้การรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับ ESG ใน

ปีก่อนหน้าของบางบริษัทไม่สมบูรณ์ งานวิจัยในอนาคตอาจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความยั่งยืนของกิจการ โดยใช้ข้อมูลอื่น เช่น การใช้ผลประเมิน ESG Ratings หรือใช้ผลการประเมินด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลของแต่ละบริษัทที่มีผลกระทบต่อการซื้อหุ้นคืน เป็นต้น ประการที่ 3 ช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาอยู่ในช่วงปี พ.ศ. 2562–2566 ซึ่งมีช่วงเวลาที่บริษัทจดทะเบียนได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 ทำให้ฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทอาจแตกต่างจากการดำเนินงานในช่วงเหตุการณ์ปกติ งานวิจัยในอนาคตอาจทำการศึกษาในช่วงเวลาที่แตกต่างกับการศึกษาครั้งนี้ โดยอาจเปรียบเทียบในช่วงเวลาก่อนและหลังที่เกิดวิกฤตการระบาดของไวรัส COVID-19 หรือมีการติดตามผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการขายหุ้นที่ซื้อคืนออกไปแล้ว ซึ่งจะทำให้เห็นผลกระทบในมุมมองอื่นและชัดเจนมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้งานวิจัยในอนาคตอาจใช้ระเบียบวิธีวิจัยเชิงคุณภาพหรือใช้การเก็บรวมรวมข้อมูลในลักษณะอื่น เช่น การสัมภาษณ์เชิงลึก การสนทนากลุ่ม เป็นต้น เพื่อให้งานวิจัยในอนาคตสามารถวิเคราะห์ในเชิงลึกเกี่ยวกับปัจจัยอื่นที่อาจมีผลต่อการซื้อหุ้นคืนโดยการใช้ข้อมูลเชิงคุณภาพเพิ่มเติม เพื่อให้เห็นภาพรวมและบริบทการซื้อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ชัดเจนมากขึ้น

REFERENCES

Baotham, S., Wu, D., Chalatharawat, J., & Nachiangtai, N. (2022). Treasury Stocks of Thai Listed Companies During the COVID-19 Epidemic Situation. *College of Asian Scholar Journal, 12*(2), 31–39.

Bertoneche, M., & Knight, R. (2001). *Financial Performance*. Oxford: Butterworth-Heinemann.

Boonlert-U-Thai, K., Srijunpetch, S., & Phakdee, A. (2022). *Archival Accounting Research*. Bangkok: TPN Press.

Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R. (2005). Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics, 77*, 483–527. DOI: https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004

Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R. (2008). Managerial Response to the May 2003 Dividend Tax Cut. *Financial Management, 37*(4), 611–624. DOI: https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2008.00027.x

Chan, C. H., & Lin, M. H. (2018). How the Introduction of Stock Repurchases Affects Dividend Payouts Under A Full Imputation System?. *Corporate Management Review, 38*(2), 23–56. DOI: 10.3966/102873102018123802002

Chao, C. H., & Huang, C. J. (2022). Firm Performance Following Actual Share Repurchases: Effects of Investment Crowding Out and Financial Flexibility. *Pacific-Basin Finance Journal, 73*(2022), 1–15. DOI: https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101738

Chen, A., & Obizhaeva, O. A. (2022). *Stock Buyback Motivations and Consequences: A Literature Review*. Retrieved from https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-lit-review/2022/rflr-stock-buybacks.pdf

Chen, N. Y., & Liu, C. C. (2021). The Effect of Repurchase Regulations on Actual Share Reacquisitions and Cost of Debt. *North American Journal of Economics and Finance, 55*(2021), 1–21. DOI: https://doi.org/10.1016/j.najef.2020.101298

Fu, F. (2010). Overinvestment and the Operating Performance of SEO Firms. *Financial Management, 39*(1), 249–272. DOI: 10.1111/j.1755-053X.2010.01072.x

Green, D. H., & Kerr, J. N. (2022). How Do Firms Use Cash Tax Savings? A Cross-Country Analysis. *The Journal of The American Taxation Association, 44*(1), 93–121. DOI: https://doi.org/10.2308/JATA-19-027

Grullon, G., & Ikenberry, D. L. (2000). What Do We Know about Stock Repurchases?. *Journal of Applied Corporate Finance, 13*(1), 31–51. DOI: https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2000.tb00040

Jagannathan, M., Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (2000). Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases. *Journal of Financial Economics, 57*(3), 355–384. DOI: https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00061-1

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics, 3*, 305–360. DOI: https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

Jun, S. G., Jung, M., & Walkling, R. A. (2009). Share Repurchase, Executive Options and Wealth Changes to Stockholders and Bondholders. *Journal of Corporate Finance, 15*(2), 212–29. DOI: https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.11.003

Lie, E. (2005). Operating Performance Following Open Market Share Repurchase Announcements. *Journal of Accounting and Economics, 39*(2005), 411–436. DOI: https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.04.001

Lin, Z. (2024). Does ESG Performance Indicate Corporate Economic Sustainability? Evidence Based on the Sustainable Growth Rate. *Borsa Istanbul Review, 24*(3), 485–493. DOI: https://doi.org/10.1016/j.bir.2024.02.010.

Maho, P. (2018). *The Relationship of Economic Value Added, Market Value Added, Free Cash Flow, and Sustainable Growth Rate*. (Independent Study). Thammasat University, Faculty of Commerce and Accountancy. Retrieved from https://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2018/TU_2018_6002020292_9225_9580.pdf

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing & Investment Decisions: When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics, 13*(2), 187–221. DOI: https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0

Mekprasit, H. (2016). *Abnormal Return of Listed Companies in Thailand on Announcement Share Repurchase Date*. (Independent Study). Mahidol University, College of Management. Retrieved from https://archive.cm.mahidol.ac.th/bitstream/123456789/2064/1/TP%20FM.022%202559.pdf

Nixon, T. D., Roth, G., & Saporoschenko, A. (2010). An Analysis of Operating Performance and Firm Characteristics Around Open Market Share Repurchases. *Journal of Finance and Accountancy, 3*(1), 1–31.

Peduzzi, P., Concato, J., Kemper, E., Holford, T. R., & Feinstein, A. R. (1996). A Simulation Study of the Number of Events Per Variable in Logistic Regression Analysis. *Journal of Clinical Epidemiology, 49*(12), 1373-1379. DOI: https://doi.org/10.1016/S0895-4356(96)00236-3

Rahman, H. U., Zahid, M., & Al-Faryan, M. A. S. (2023). ESG and Firm Performance: The Rarely Explored Moderation of Sustainability Strategy and Top Management Commitment. *Journal of Cleaner Production, 404*(2023), 1–14. DOI: https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.136859

Sakayachiwakit, W., & Jantarakolica, K. (2016). Determinants of Optimal Capital Structure of ASEAN Listed Corporation. *Journal of Accounting Profession, 12*(33), 50–63. DOI: 10.14456/jap.2016.4

Samakketkarnpol, S., & Petchchedchoo, P. (2018). The Relationship between Corporate Governance Mechanisms and Management Fraud of the Companies Listed in the Stock Exchange of Thailand. *Suthiparithat, 32*(101), 92–109.

Smith, T., Njoroge, P., & Boylan, R. (2022). The Signaling Information from Stock Repurchases on Operating Performance. *Coastal Business Journal, 19*(1), 1–22.

Srijunpetch, S., & Trongmateerut, P. (2020). *Accounting Research Background and Concept*. Bangkok: Thammasat University.

Stock Exchange of Thailand. (2022). *Company Share Repurchases: Why Should Investors be Interested?*. Retrieved from https://www.setinvestnow.com/th/knowledge/article/232-investhow-treasury-stock

Stock Exchange of Thailand. (2023). *SET ESG Ratings*. Retrieved from https://setsustainability.com/ESG-ratings

Temboonprasertsuk, K. (2021). The Relationship between Corporate Governance and Tax Planning of The Listed Companies in The Stock Exchange of Thailand and Singapore (Top 100). *Journal of Accounting Profession, 17*(54), 52–67. DOI: 10.14456/jap.2021.9

Thungkasopa, M. (2019). *Re-Appraising Stock-Repurchase Announcement Impacting on Abnormal Stock Return: Evidence from the Stock Exchange of Thailand*. (Master' s thesis). Rangsit University, Faculty of Business Administration. Retrieved from https://rsuir-library.rsu.ac.th/bitstream/123456789/286/1/Methawat%20Thungkasopa.pdf

University of Pennsylvania. (2023). *The Excise Tax on Stock Repurchases: Effects on Shareholder Tax Burdens and Federal Revenues*. Retrieved from https://budgetmodel.wharton.upenn.edu/issues/2023/3/9/the-excise-tax-on-stock-repurchases-effects

Vanichbuncha, K. (2017). *Advanced Statistical Analysis with SPSS*. Bangkok: Samlada.

Vanichbuncha, K., & Vanichbuncha, T. (2015). *Using SPSS for Windows to Analyze Data* (27th ed.). Bangkok: Samlada.

Vaupel, M., Bendig, D., Fischer-Kreer, D., & Brettel, M. (2023). The Role of Share Repurchases for Firms' Social and Environmental Sustainability. *Journal of Business Ethics, 183*, 401–428. DOI: https://doi.org/10.1007/s10551-022-05076-3

Viliyapochai, T. (2014). *Share Repurchases and Earnings Management: Evidence from the Stock Exchange of Thailand*. (Independent Study). Thammasat University, Faculty of Commerce and Accountancy. Retrieved from https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:126695

Von Eije, H., & Megginson, W. L. (2008). Dividends and Share Repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics, 89*(2), 347–374. DOI: https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.11.002

Wong, J. B., & Zhang, Q. (2024). ESG Reputation Risks, Cash Holdings, and Payout Policies. *Finance Research Letters, 59*(2024), 1–12. DOI: https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.10469

Yeamyim, C. (2015). *Share Repurchase as a Substitution for Cash Dividend in the Stock Exchange of Thailand*. (Independent Study). Thammasat University, Faculty of Commerce and Accountancy. Retrieved from https://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2015/TU_2015_5702112854_4048_2196.pdf