

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลจะแบ่งออกเป็น 4 ส่วน ตามวัตถุประสงค์การวิจัย ดังนี้

1. การศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
2. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่หาได้จากข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินที่ประกาศต่อสาธารณะ (ครั้งล่าสุด) ก่อนมีการประกาศซื้อหุ้นคืน
3. การศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)
4. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่หาได้จากข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินที่ประกาศต่อสาธารณะ (ครั้งแรก) ภายหลังจากการซื้อหุ้นคืน

4.1 การศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

4.1.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลขั้นต้นโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis)

ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน ที่เป็นไปตามเงื่อนไขการวิจัย สามารถจำแนกได้ตามปีที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน(โครงการแรก) ตามตารางที่ 4.1 ดังนี้

ตารางที่ 4.1 บริษัทจดทะเบียนที่มีการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก)
ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม 2544 จนถึง วันที่ 30 มิถุนายน 2549

ปี พ.ศ.	บริษัท	จำนวน บริษัท	สัดส่วน (%)
2544	EGCOMP, GENCO	2	8%
2545	ADVANC, GRAMMY, ICC, LST	4	16%
2546	DTC, GMMM, MBK, SCCC, ZMICO	5	20%
2547	CVD, MODERN, P-FCB, PSL, SE-ED	5	20%
2548	FNS, INOX, MATI, SITHAI, SUSCO, THANI, TPC, TYCN	8	32%
2549	AH	1	4%
TOTAL		25	100%

จากตารางที่ 4.1 จะเห็นได้ว่าบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืนในแต่ละปีมีจำนวนเพิ่มขึ้นแต่เป็นการเพิ่มขึ้นในอัตราที่ต่ำ ทั้ง ๆ ที่ตลาดหุ้นปี 2547 และ ปี 2548 มีความผันผวนค่อนข้างแรง ทั้งจากสภาวะเศรษฐกิจ เช่น ราคาน้ำมัน ในตลาดโลก แนวโน้มการปรับตัวสูงขึ้นของอัตราดอกเบี้ย รวมทั้ง จากสภาวะทางการเมือง เช่น ความมั่นคงของรัฐบาล และปัญหาก่อการร้ายในภาคใต้ จึงทำให้วิธีการซื้อขายหุ้นคืนเป็นหนึ่งในเครื่องมือที่บริษัทนำมาใช้เพื่อพยุงราคาหุ้นไม่ให้ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม และในปี 2549 มีแนวโน้มว่าบริษัทที่มีการประกาศนโยบายซื้อขายหุ้นคืนจะมีจำนวนลดลง อย่างไรก็ตาม ในภาพรวมพบว่าบริษัทที่มีการประกาศนโยบายซื้อขายหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีจำนวนไม่มากนัก

**4.1.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) เพื่อ
คำนวณหาค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วง
ทดสอบ (Event Window)**

ผลการคำนวณค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบคือ ก่อนและหลังวันประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน 5 วัน และ 15 วัน ตามลำดับ

ตารางที่ 4.2 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของในช่วง 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)											อัตรา ผลตอบแทนที่ ผิดปกติสะสม
	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	
ADVANC	-0.77	0.73	2.45	2.51	-0.72	-0.03	-1.19	3.10	-1.03	-1.09	-0.32	3.65 %
AH	0.84	-0.05	1.89	-0.02	-2.76	-11.47	-0.04	-6.52	-6.12	-5.88	1.55	-28.58 %
CVD	8.69	9.19	7.06	6.12	-2.74	2.96	3.36	-4.31	2.61	-1.39	1.34	32.88 %
DTC	-2.93	-5.00	-0.41	-0.52	4.31	-5.74	4.96	0.71	-2.51	1.45	-1.68	-7.36 %
EGCOMP	0.76	-3.11	0.26	0.32	0.71	0.70	1.43	-0.42	-0.43	-0.63	-0.08	-0.51 %
FNS	1.96	0.29	-0.92	2.29	25.12	-7.74	-0.76	-1.67	0.31	1.33	0.17	20.36 %
GENCO	-0.06	0.51	1.23	2.94	3.89	15.18	-1.46	1.97	0.47	3.01	-1.03	26.66 %
GMMM	-1.73	0.22	0.20	1.00	-0.91	-0.59	0.45	-2.68	-0.15	3.41	0.48	-0.30 %
GRAMMY	-2.86	3.41	0.27	1.69	-3.46	-7.06	7.01	7.14	2.64	1.46	-0.52	9.72 %
ICC	-0.14	-0.21	0.42	-0.18	-0.75	5.07	10.87	7.06	-4.45	-2.85	-1.98	12.86 %
INOX	-1.48	-1.91	2.04	2.62	1.18	2.63	-1.27	-1.55	0.54	-1.97	-0.01	0.81 %
LST	0.67	0.98	1.94	-0.78	-2.76	1.36	0.42	1.84	0.81	-0.08	-1.24	3.15 %

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)											อัตรา ผลตอบแทนที่ ผิดปกติสะสม
	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	
MATI	-3.95	-2.43	-0.18	-11.20	-7.82	28.65	-0.89	-2.45	0.49	-1.37	-0.43	-1.58 %
MBK	0.61	-0.80	-0.18	0.56	-0.08	0.63	1.18	4.64	-1.35	-0.73	-1.41	3.065 %
MODERN	0.36	0.53	-0.31	0.64	0.74	6.62	-3.03	9.37	4.37	-0.22	-1.79	17.28 %
P-FCB	0.02	0.01	-0.05	-0.94	0.90	-0.02	0.87	0.05	4.40	-0.81	-0.83	3.61 %
PSL	-1.88	-5.16	3.95	1.73	-0.10	3.64	-0.92	-2.03	-1.05	-5.33	-0.81	-7.94 %
SCCC	-1.68	-0.83	0.34	-0.02	3.23	2.07	4.94	-2.72	-2.37	2.20	0.59	5.75 %
SE-ED	-0.37	-1.08	0.35	0.33	0.36	11.44	-2.51	-1.28	-0.16	-1.22	-0.38	5.48 %
SITHAI	2.23	-1.15	-1.49	3.37	0.64	5.77	-2.35	0.24	3.45	2.93	-1.32	12.31 %
SUSCO	-1.22	-0.03	1.93	-0.77	0.65	1.13	0.15	0.08	1.74	-2.60	2.46	3.50 %
THANI	-0.25	-1.38	3.97	-1.98	-0.36	-3.31	-0.21	-2.03	-4.59	0.74	4.44	-4.97 %
TPC	-2.75	-1.96	-4.41	1.09	3.50	10.54	-2.02	0.70	-3.35	0.26	-0.56	1.02 %
TYCN	-3.40	-8.09	1.85	2.84	9.71	3.28	-4.53	2.78	-4.62	2.26	2.92	4.99 %
ZMICO	-0.84	-0.34	-2.24	-0.55	-0.22	1.92	1.37	0.60	2.28	-0.12	-1.88	-0.01 %

จากตารางที่ 4.2 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของในช่วง 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) สามารถอธิบายผลการวิเคราะห์ได้ ดังนี้

ในช่วงการทดสอบ [-5, +5] พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นในแต่ละวันมีทั้งค่าที่เป็นบวก และเป็นลบ แต่ส่วนใหญ่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมจะมีค่าเป็นบวก มีบางบริษัทเท่านั้นที่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าเป็นลบ โดยบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนที่มีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวกมีจำนวน 17 บริษัท และมีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นลบจำนวน 8 บริษัท สำหรับบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกสูงที่สุด 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท ซีวีดี เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) (CVD) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 32.88% บริษัท บริหารและพัฒนาเพื่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม จำกัด (มหาชน) (GENCO) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 26.66% และบริษัท ฟินันซ่า จำกัด (มหาชน) (FNS) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 20.36% ซึ่งจากหลักเกณฑ์และกระบวนการในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนรวมทั้งผลกระทบจากการซื้อหุ้นคืน ทำให้สามารถอนุมานได้ว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่เป็นบวกอาจสะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนมองว่าการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบริษัทเป็นข่าวดี กล่าวคือ อาจเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารเพื่อให้ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนทราบว่า บริษัทมีศักยภาพทางการเงินที่ดี มีประสิทธิภาพในการทำงาน และแนวโน้มในการทำกำไรในอนาคตจะสูงขึ้น ดังนั้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกจึงสะท้อนให้เห็นถึงการตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อสัญญาณดังกล่าว สำหรับบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นลบสูงที่สุด 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (AH) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -28.58% บริษัท พีริเซียส ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน) (PSL) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -7.94% และบริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน) (DTC) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -7.36% จึงอาจสะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนมองว่าการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบริษัทเป็นข่าวร้าย กล่าวคือ เป็นสัญญาณที่นักลงทุนมองว่าการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบริษัททำขึ้นเพื่อลดจำนวนหุ้นจดทะเบียนลง (พุงกำไรต่อหุ้น (EPS) ไม่ให้ต่ำลง) และอาจเป็นเครื่องมือหนึ่งในการพุงราคาหุ้นในตลาดไว้ไม่ให้ต่ำลงอีกด้วย ดังนั้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นลบจึงสะท้อนให้เห็นถึงการตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อสัญญาณดังกล่าว

ตารางที่ 4.3 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันในช่วง 15 วัน ก่อนการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)															
	-15	-14	-13	-12	-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0
ADVANC	1.03	0.92	-0.92	-0.22	0.15	0.71	1.22	2.52	-0.65	-1.76	-0.52	0.90	2.59	2.79	-0.20	0.56
AH	-3.00	0.05	1.99	-2.70	0.88	1.00	1.97	2.85	-2.84	-2.69	0.72	-0.02	1.96	0.06	-2.51	-11.36
CVD	1.70	0.17	-1.40	-5.38	-1.11	1.21	-4.48	0.16	-3.58	1.36	7.30	8.67	5.56	4.93	-4.07	2.03
DTC	2.25	0.55	-0.37	3.86	1.61	-1.60	-1.23	-0.47	-0.19	-0.24	-2.41	-5.08	-0.21	-1.19	3.97	-4.69
EGCOMP	2.09	2.57	1.30	-0.43	-0.94	0.90	0.91	1.52	-0.13	-1.50	0.90	-3.03	0.44	0.44	0.86	0.84
FNS	-0.37	-3.21	-1.43	-5.13	1.48	0.69	0.86	1.15	-0.11	0.80	2.05	0.21	-1.06	2.25	25.02	-7.84
GENCO	-0.07	1.17	4.14	1.92	0.61	0.80	0.87	6.34	-1.45	0.13	0.01	0.44	1.38	2.98	3.98	15.27
GMMM	4.81	0.77	3.83	0.63	-0.44	-0.81	0.15	3.49	0.05	2.45	-1.45	0.49	0.57	1.28	-0.57	-0.32
GRAMMY	2.12	1.74	0.76	3.03	0.83	-3.95	-1.19	0.58	3.03	3.10	-2.55	3.10	0.13	1.60	-3.69	-7.50
ICC	0.39	-1.19	-1.25	4.26	0.00	-0.74	-1.37	-0.12	0.00	-0.57	0.90	-0.65	-1.49	0.36	-6.53	-12.64
INOX	1.44	-0.47	-0.89	-0.72	-2.87	2.02	-0.56	-0.36	-0.84	-2.40	-1.27	-1.83	2.23	2.73	1.12	2.77
LST	2.29	0.19	0.25	1.20	2.69	0.22	-0.39	-1.11	-0.44	0.06	0.76	0.98	2.04	-0.64	-2.61	1.44
MATI	-2.27	4.91	-7.69	-0.82	-0.77	-0.46	-1.06	-0.56	-0.11	-0.66	-3.61	-2.22	-0.55	-11.33	-8.24	28.40

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)															
	-15	-14	-13	-12	-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0
MBK	0.74	-0.05	0.73	0.74	-0.04	-0.06	-0.72	1.42	-0.63	1.45	0.69	-0.72	-0.10	0.64	-0.01	0.71
MODERN	1.98	-1.71	0.97	-1.36	0.51	1.97	-2.40	-0.46	0.00	-0.64	0.38	0.56	-0.34	0.68	0.72	6.53
P-FCB	0.95	-0.80	1.73	0.10	-0.96	0.08	0.04	0.14	0.02	0.01	0.10	0.06	-0.08	-0.99	0.96	-0.02
PSL	-1.38	0.35	-0.19	-1.60	1.61	-2.56	-1.27	-0.35	-1.22	-1.97	-1.69	-5.02	4.10	1.67	0.09	3.44
SCCC	-1.13	1.54	-1.77	0.24	1.76	-0.57	1.41	1.46	-0.46	-1.15	-1.63	-0.80	0.38	0.02	3.27	2.10
SE-ED	2.25	16.39	-0.18	1.14	-0.40	1.19	-0.31	0.42	1.40	2.03	-0.29	-1.08	0.50	0.49	0.50	11.24
SITHAI	-1.26	-0.66	0.39	-0.07	-2.88	-0.52	-0.56	-2.00	-6.13	-0.70	1.68	-1.43	-1.69	3.02	0.37	5.51
SUSCO	-1.85	-2.23	-0.14	-1.33	-0.27	0.84	0.15	-1.63	1.43	0.22	-1.36	-0.03	1.82	-0.80	0.54	0.99
THANI	-2.87	0.74	-0.69	2.07	-2.78	-0.55	-0.36	-0.56	3.64	3.20	-0.93	-1.44	4.67	-2.08	1.09	-3.61
TPC	0.48	0.55	0.80	-0.33	-0.51	-0.68	-0.32	-1.17	-0.20	0.50	-2.69	-1.93	-4.26	1.18	3.85	10.60
TYCN	0.16	-0.56	0.68	-0.28	-0.77	0.53	-0.30	-0.32	-2.33	-9.28	-3.70	-8.43	1.59	2.50	9.44	3.12
ZMICO	2.09	-0.84	-0.18	0.41	0.22	4.62	1.31	1.74	2.67	-3.51	-0.51	0.06	-1.99	-0.31	-0.21	2.04

ตารางที่ 4.4 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันในช่วง 15 วัน หลังการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก)

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)															
	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	+11	+12	+13	+14	+15
ADVANC	0.56	-0.83	3.31	-0.75	-0.54	0.15	0.84	-3.44	-0.61	-1.49	0.63	-0.43	0.91	-4.28	0.80	-0.67
AH	-11.36	0.01	-6.30	-6.04	-5.56	1.57	-0.24	-0.77	-1.37	1.55	-1.42	-1.50	-1.08	-7.40	-3.36	2.10
CVD	2.03	2.18	-5.00	1.37	-2.28	0.51	-2.54	-1.32	0.08	-1.59	-1.08	-3.50	0.69	0.00	0.19	-0.75
DTC	-4.69	4.65	1.04	-1.80	1.58	-1.35	0.93	0.27	-1.71	-0.35	0.08	-1.86	0.33	0.21	0.10	0.57
EGCOMP	0.84	1.57	-0.25	-0.26	-0.49	0.12	0.79	-0.96	-0.25	0.44	-0.10	1.35	2.39	-1.51	1.31	-0.68
FNS	-7.84	-0.92	-1.80	0.33	1.32	0.03	-2.25	2.12	0.68	-0.10	-0.21	0.66	1.07	2.79	4.91	-1.28
GENCO	15.27	-1.37	2.11	0.61	3.09	-0.83	0.65	0.61	1.45	0.60	0.96	-1.22	-2.57	1.57	-0.43	1.16
GMMM	-0.32	0.71	-2.45	0.20	3.76	0.79	-1.39	-0.98	2.85	0.54	-2.41	0.11	2.57	-0.40	-1.79	-0.44
GRAMMY	-7.50	6.73	7.07	2.73	1.06	-0.47	1.25	0.00	-0.86	2.53	0.57	-0.19	1.77	1.55	4.57	-2.05
ICC	-12.64	3.51	6.24	3.56	-3.82	-0.13	1.43	-0.15	0.87	-1.20	1.04	-0.64	-1.52	-1.17	-0.10	-0.21
INOX	2.77	-1.29	-1.39	0.56	-1.93	0.10	-2.28	5.25	-1.19	-0.97	-0.55	-0.99	2.50	-2.38	-0.64	-2.03
LST	1.44	0.39	1.77	0.86	0.04	-1.16	0.42	0.33	0.25	0.05	0.18	2.24	0.20	0.24	0.08	0.20
MATI	28.40	-1.31	-2.72	0.20	-1.44	-0.73	-1.54	-0.99	-1.95	-1.22	2.29	-1.20	-0.12	-1.82	-3.23	-0.59

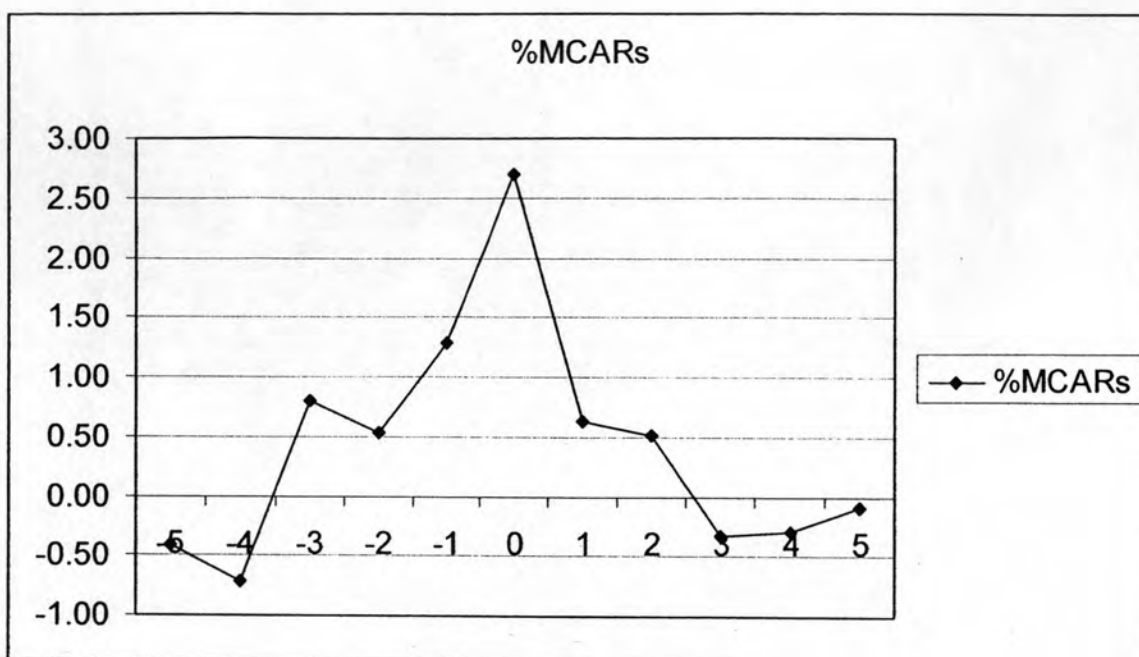
บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)															
	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	+11	+12	+13	+14	+15
MBK	0.71	1.26	4.72	-1.28	-0.66	-1.33	-0.58	-0.63	-0.60	0.02	-2.75	0.64	-0.73	-1.42	-0.07	-0.70
MODERN	6.53	-3.09	9.40	4.36	-0.24	-1.83	-0.12	-3.45	2.22	-0.40	-0.10	0.72	1.52	-0.59	1.67	-0.95
P-FCB	-0.02	0.91	0.17	4.47	-0.71	-0.75	-0.88	1.76	-0.04	2.60	4.07	-2.37	0.05	-0.74	1.05	-0.80
PSL	3.44	-0.67	-1.88	-0.37	-4.73	-0.31	1.16	0.19	-0.34	-0.59	-5.44	-1.60	-4.01	-1.16	0.89	1.91
SCCC	2.10	4.99	-2.68	-2.35	2.25	0.63	-1.27	2.03	-1.01	-0.63	0.35	1.34	1.01	0.63	0.92	-1.28
SE-ED	11.24	-2.44	-0.43	-0.22	-1.06	-0.28	0.44	-0.35	3.62	0.51	-0.33	1.34	0.59	-1.02	0.43	1.16
SITHAI	5.51	-2.51	0.04	3.02	2.55	-1.53	-1.48	-0.13	0.54	6.96	-1.18	0.73	-0.36	1.35	-0.61	-0.72
SUSCO	0.99	0.07	0.01	1.57	-2.74	2.32	-0.61	-3.09	-0.63	-2.23	-1.10	1.54	-0.32	-1.72	-2.27	2.18
THANI	-3.61	-0.70	-2.17	-4.55	1.24	6.57	-1.04	-1.58	1.47	10.17	-3.32	-1.23	-1.07	-3.19	0.63	0.62
TPC	10.60	-1.72	0.91	-3.12	0.37	-0.28	0.88	0.75	-3.17	0.22	-0.37	0.50	0.65	-0.14	2.17	0.22
TYCN	3.12	-4.83	2.59	-4.93	2.05	2.70	-3.09	1.22	-0.54	-1.66	2.12	-0.23	-0.71	0.13	-12.88	3.27
ZMICO	2.04	1.62	0.91	2.79	0.26	-1.64	1.00	1.78	0.59	-0.41	-0.43	-1.00	-0.89	0.31	2.34	-0.94

ตารางที่ 4.5 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาทดสอบ 15 วัน ก่อนและ
หลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

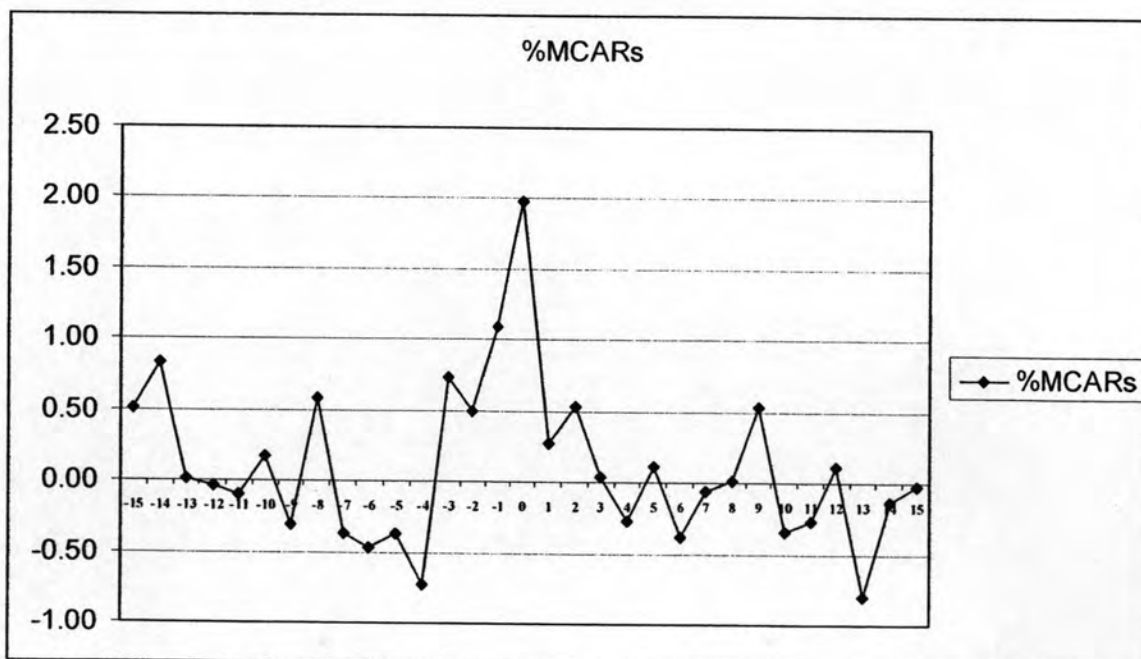
บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ ผิดปกติสะสม
ADVANC	2.68 %
AH	-43.44 %
CVD	0.02 %
DTC	-2.75 %
EGCOMP	10.21 %
FNS	22.72 %
GENCO	44.89 %
GMMM	16.62 %
GRAMMY	27.40 %
ICC	-12.93 %
INOX	-7.13 %
LST	13.03 %
MATI	-23.42 %
MBK	0.68 %
MODERN	16.52 %
P-FCB	10.15 %
PSL	-22.95 %
SCCC	9.60 %
SE-ED	37.27 %
SITHAI	-0.25 %
SUSCO	-10.65 %
THANI	1.37 %
TPC	3.75 %
TYCN	-22.73 %
ZMICO	13.92 %



ภาพที่ 4.1 แสดงค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (Mean Cumulative Abnormal Returns หรือ MCARs) ในแต่ละวันของช่วงเวลาในการทดสอบ [-5, +5]



ภาพที่ 4.2 แสดงค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (Mean Cumulative Abnormal Returns หรือ MCARs) ในแต่ละวันของช่วงเวลาในการทดสอบ [-15, +15]



จากตารางที่ 4.3-4.4 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันในช่วง 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) และตารางที่ 4.5 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) สามารถอธิบายผลการวิเคราะห์ได้ ดังนี้

ในช่วงการทดสอบ [-15, +15] พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นในแต่ละวันมีทั้งค่าที่เป็นบวก และเป็นลบ แต่ส่วนใหญ่ของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมจะมีค่าเป็นบวก มีบางบริษัทเท่านั้นที่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าเป็นลบ โดยบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนที่มีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวกมีจำนวน 16 บริษัท และมีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นลบจำนวน 9 บริษัท สำหรับบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกสูงสุด 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท บริหารและพัฒนาเพื่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม จำกัด (มหาชน) (GENCO) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 44.89% บริษัท ซีเอ็ดยูเคชั่น จำกัด (มหาชน) (SE-ED) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 37.27 % และบริษัท จีเอ็มเอ็ม แกรมมี่ จำกัด (มหาชน) (GRAMMY) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 27.40 % สำหรับบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นลบสูงสุด 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (AH) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -43.44 % บริษัท มติชน จำกัด (มหาชน) (MATI) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -23.42 % และบริษัท พีรีเซียส ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน) (PSL) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -22.95 % จากการทดสอบ พบว่า บริหารและพัฒนาเพื่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม จำกัด (มหาชน) (GENCO) มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกสูงสุด 3 อันดับแรก ทั้งในช่วงทดสอบ [-5, +5] และ [-15, +15] สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนมีความมั่นใจในการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบริษัทว่าเป็นสัญญาณที่ดี (ข่าวดี) เชื่อมั่นในศักยภาพและแนวโน้มการทำกำไรในอนาคตของบริษัท ในขณะเดียวกัน บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (AH) มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นลบสูงสุด 3 อันดับแรก ทั้งในช่วงทดสอบ [-5, +5] และ [-15, +15] สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนมองว่าการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบริษัทเป็นสัญญาณที่ไม่ดี (ข่าวร้าย) และการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนอาจเป็นเพียงเครื่องมือที่ผู้บริหารใช้เพื่อพวยงกำไรต่อหุ้น (EPS) และราคาหลักทรัพย์ไม่ให้ต่ำลง เท่านั้น นอกจากนี้ บางบริษัทมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ [-5, +5] และ [-15, +15] แตกต่างกันมาก กล่าวคือ บางช่วงทดสอบเป็นบวก แต่อีกช่วงทดสอบกลับเป็นลบ จึงอาจสันนิษฐานได้ว่า นักลงทุนอาจทราบถึงข้อมูลก่อนการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน จึงส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่

ผิดปกติสะสมแล้วก่อนเวลาที่ทำการทดสอบ หรือ นักลงทุนอาจให้ความสนใจต่อผลการดำเนินงาน และการทำกำไรในอดีตของบริษัทมากกว่าการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน

อย่างไรก็ดี พบว่า บริษัทโดยส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (วันที่ "0") สูงกว่าวันอื่น ๆ ในการทดสอบ (ทั้งค่าที่เป็นบวกและเป็นลบ) แสดงว่า การตอบสนองของนักลงทุนจะมีมากในวันที่เกิดเหตุการณ์นั้น ทั้งนี้ อาจเนื่องมาจากช่วงเวลา ก่อนหน้าที่จะเกิดเหตุการณ์ นักลงทุนยังลังเล ขาดความมั่นใจ การตอบสนองจึงยังมีไม่มากนัก แต่เมื่อมีความชัดเจนเกิดขึ้น และนักลงทุนมั่นใจในสัญญาที่ได้รับจากผู้บริหาร การตัดสินใจของนักลงทุนจึงมากขึ้น ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ณ วันที่เกิดเหตุการณ์นั้น และการตอบสนองของนักลงทุนจะค่อย ๆ ชะลอลดตัวลงภายหลังจากการเกิดเหตุการณ์นั้นแล้ว

4.1.3 ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงทดสอบโดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic)

จากค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงทดสอบ 5 วัน และ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) [-5, +5] [-15, +15] ได้นำมาทดสอบสมมติฐานว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยใช้สถิติทดสอบ T-test และ p-value ณ ระดับนัยสำคัญ เท่ากับ 0.05 และ 0.1 ตามลำดับ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน ดังนี้

H_0 = ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ มีค่าไม่แตกต่างจาก 0

H_1 = ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ มีค่าแตกต่างจาก 0

ตารางที่ 4.6 ค่าสถิติทดสอบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัท ในช่วงการทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

	Mean	Std. Deviation	t-value	sig
อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ (%)	4.63	12.06	1.92	0.67**

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

ตารางที่ 4.7 ค่าสถิติทดสอบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัท ในช่วงการทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

	Mean	Std. Deviation	t-value	sig
อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ (%)	3.38	19.83	0.85	4.02

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

จากตารางที่ 4.6 และ 4.7 สามารถอธิบายได้ดังนี้ ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบ [-5, +5] เท่ากับ 4.63 % และจากการทดสอบค่า p-value เท่ากับ 0.67 ซึ่งมากกว่า 0.05 แต่น้อยกว่า 0.1 จึงปฏิเสธ H_0 และยอมรับ H_1 ที่ว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบมีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1 สำหรับค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบ [-15, +15] เท่ากับ 3.38 % และจากการทดสอบค่า p-value เท่ากับ 4.02 ซึ่งมากกว่า 0.05 และ 0.1 จึงยอมรับ H_0 ที่ว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบมีค่าไม่แตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น จึงสรุปได้ว่าบริษัทมีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเกิดขึ้นในช่วงประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน ในช่วงการทดสอบ 5 วันก่อนและหลังการประกาศ

นโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ซึ่งผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมดังกล่าวได้ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของบริษัท แต่ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมไม่เกิดขึ้นในช่วงการทดสอบ 15 วันก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) แสดงให้เห็นว่าการตอบสนองของนักลงทุนจะเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ใกล้เคียงเหตุการณ์สำคัญนั้นๆ

4.2 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน

จากการศึกษาข้างต้น พบว่า ในช่วง 5 วันก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) บริษัทเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัท อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่เกิดขึ้นในแต่ละบริษัทกลับมีความแตกต่างกัน ดังนั้น การวิจัยครั้งนี้จึงทำการศึกษาถึงปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่อาจมีผลต่อการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ตามช่วงการทดสอบ คือ [-5, +5] และ [-15, +15] โดยมีสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

- H_0 = การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ไม่ขึ้นอยู่กับ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน
- H_1 = การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ขึ้นอยู่กับ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) โดยมีตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ดังนี้

$$CAR_j = \alpha + \beta_1 CHIROA_j + \beta_2 SA_j + \beta_3 ACR_j + \beta_4 CHIQ_j + \beta_5 SG_j + \varepsilon_j$$

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน โดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) เป็นดังนี้

ตารางที่ 4.8 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในช่วงการทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

ตารางข้างล่างนี้ แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation) และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พื้นฐาน (Beta) จากสมการถดถอย พร้อมทั้งแสดงค่า t-value และค่า p-value ของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม

ตัวแปรตาม		$CHIROA_j$	SA_j	ACR_j	$CHIQ_j$	SG_j	Adjusted R ²
CAR_j	Coefficients (B)	263.81	0.717*	-0.813*	6.124	-16.756	0.184
	Beta	0.522	3.854	-4.635	0.238	-0.412	
	t-value	1.653	2.364	-2.660	1.203	-1.264	
	p-value	0.115	0.029	0.015	0.244	0.222	

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

ตารางที่ 4.9 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในช่วงการทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

ตารางข้างล่างนี้ แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation) และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พื้นฐาน (Beta) จากสมการถดถอย พร้อมทั้งแสดงค่า t-value และค่า p-value ของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม

ตัวแปรตาม		$CHIROA_j$	SA_j	ACR_j	$CHIQ_j$	SG_j	Adjusted R^2
CAR_j	Coefficients	377.780	-0.281	0.142	-1.570	-8.522	-0.158
	Beta	0.455	-0.919	0.500	-0.037	-0.127	
	t-value	1.208	-0.473	-0.241	-0.157	-0.328	
	p-value	0.242	0.642	0.812	0.877	0.747	

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

จากตารางที่ 4.8 ภายใต้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R square) ที่ 0.184 พบว่า ค่า p-value ของ Selling and Administrative Expenses และ Accounts Receivable มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 นั่นคือ 0.029 และ 0.015 ตามลำดับ โดยสามารถสรุปความสัมพันธ์ได้ดังนี้

Selling and Administrative Expenses (SA) คือ อัตราส่วนทางด้านยอดขายต่อค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ซึ่งจะบอกถึงการเปลี่ยนแปลงของยอดขายเมื่อเทียบกับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ 0.717 นั่นคือ หากมีอัตราส่วนทางด้านยอดขายต่อค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น 1 หน่วย บริษัทจะมีผลตอบแทนที่ไม่ปกติเพิ่มขึ้น 0.717

ทั้งนี้ Selling and Administrative Expenses (SA) จะแสดงถึงการทำกำไรของบริษัท ดังนั้น เมื่อยอดขายเทียบกับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร เพิ่มขึ้น สะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการทำงานของบริษัท แสดงถึงความคุ้มค่าของเม็ดเงินที่บริษัทจ่ายออกไปเมื่อเทียบกับรายได้ที่บริษัทจะได้รับ ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งที่นักลงทุนให้ความสำคัญในการตัดสินใจลงทุนและมองว่าเป็นสัญญาณที่ดี นั่นคือ บริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน มีความสามารถในการทำกำไรจริง จึงส่งผลให้ Selling and Administrative Expenses (SA) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน

Accounts Receivable (ACR) คือ ผลต่างของยอดขายกับลูกหนี้ที่จะแสดงถึงการเติบโตของยอดขายกับลูกหนี้จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ -0.813 นั่นคือ หาก มีผลต่างของยอดขายกับลูกหนี้ เพิ่มขึ้น 1 หน่วยบริษัทจะมีผลตอบแทนที่ไม่ปกติลดลง 0.813

เป็นที่น่าสังเกตว่าความสัมพันธ์ระหว่าง Accounts Receivable (ACR) กับ ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม เป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ทั้งที่ Accounts Receivable (ACR) สะท้อนสภาพคล่องของบริษัท การเพิ่มขึ้นของผลต่างของยอดขายกับลูกหนี้ แสดงถึงการที่บริษัทมียอดขายมากกว่าลูกหนี้ ซึ่งอันที่จริงน่าจะเป็นผลดี เพราะหมายถึง บริษัทสามารถเพิ่มยอดขายได้โดยไม่ต้องเพิ่มจำนวนลูกหนี้ ซึ่งอาจต้องเผชิญกับความเสี่ยงในการเก็บหนี้ไม่ได้ในอนาคต ด้วยเหตุนี้ ผู้วิจัยจึงสันนิษฐานว่าค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูงอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่าง Accounts Receivable (ACR) กับ ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม เป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม

(เนื่องจากการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยใช้ลูกหนี้สุทธิในการคำนวณ) จึงทำการเก็บข้อมูลค่าเผื่อหนี้สงสัยสูญเพิ่มเติมและพบว่าเปอร์เซ็นต์ของค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญไม่อยู่ในระดับที่มีนัยสำคัญ

จึงอาจมีความเป็นไปได้ว่า นักลงทุนไม่ได้มองว่าการมีลูกหนี้ในจำนวนเงินที่มากจะเป็นความเสี่ยง แต่อาจพิจารณาถึงรายละเอียดของลูกหนี้มากกว่า เช่น การแบ่งช่วงอายุลูกหนี้ ยอดลูกหนี้ในแต่ละช่วงอายุลูกหนี้ เป็นต้น ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่าง Accounts Receivable (ACR) กับ ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนจึงเป็นไปได้ทางตรงกันข้าม

จากตารางที่ 4.9 ภายใต้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R square) ที่ -0.158 พบว่าค่า p-value มีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญ ทั้งที่ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ 0.1 แสดงให้เห็นว่าไม่มีปัจจัยพื้นฐานทางการเงินตัวใดเลยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ซึ่งอาจเกิดจาก ไม่มีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) เกิดขึ้น ในช่วงทดสอบนี้

4.3 การศึกษาการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงาน ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

4.3.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) เพื่อคำนวณหาค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบ (Event Window)

เนื่องจากการวิจัยครั้งนี้ ต้องการขยายผลการวิจัยว่าภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนไปแล้วนั้น เหตุการณ์ดังกล่าวยังคงส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและผู้ถือหุ้นจนอาจก่อให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมภายหลังจากการเกิดเหตุการณ์ในระยะสั้น ๆ หรือไม่ จึงได้ทำการวิจัยเพิ่มเติม ซึ่งผลการคำนวณค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบ คือ ก่อนและหลังวันประกาศผลการดำเนินงานครั้ง ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน 5 วัน และ 15 วัน ตามลำดับ เป็นดังนี้

ตารางที่ 4.10 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วง 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)											อัตรา ผลตอบแทนที่ ผิดปกติสะสม
	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	
ADVANC	1.04	0.83	0.06	-1.08	0.22	1.73	0.15	3.05	3.19	-1.15	0.70	8.75 %
AH	0.62	1.53	4.24	0.19	-0.52	0.25	-1.18	3.57	0.22	1.98	2.32	13.22 %
CVD	2.74	-0.78	-0.37	-0.47	2.00	-1.47	1.21	2.66	0.53	1.06	-2.52	4.57 %
DTC	0.73	-0.52	-1.79	0.90	-0.98	0.45	-1.78	-0.37	-1.89	-0.43	-0.76	-6.44 %
EGCOMP	-0.47	0.73	-1.01	1.52	-2.82	-0.93	-0.59	0.61	-0.79	5.27	0.27	1.79 %
FNS	2.28	0.26	2.29	0.70	1.16	0.14	-1.00	-1.45	1.89	0.12	-0.76	5.63 %
GENCO	0.44	-1.06	-2.18	-1.00	-2.24	1.85	1.58	-2.36	0.68	-1.03	-1.04	-6.38 %
GMMM	0.59	-0.74	1.57	0.34	1.37	-1.22	6.96	2.24	0.62	-1.94	-0.89	8.91 %
GRAMMY	1.42	0.32	2.18	1.26	0.71	0.75	0.42	0.46	0.77	2.80	-0.13	10.96 %
ICC	-1.13	0.14	1.48	-0.13	-0.07	-2.38	-1.03	-0.55	0.35	-0.95	-3.45	-7.72 %
INOX	-0.55	-0.79	4.20	-0.12	1.64	0.42	-2.65	2.78	-1.66	-2.50	-0.41	0.34 %
LST	-0.14	-0.12	-0.58	-1.23	-0.16	0.00	3.61	0.44	-0.15	0.36	-0.04	2.00 %

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)											อัตรา ผลตอบแทนที่ ผิดปกติสะสม
	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	
MATI	-0.54	-0.56	-0.48	-0.45	-0.39	-1.97	-0.58	0.37	-0.44	-0.48	4.33	-1.19 %
MBK	-0.57	3.27	0.84	-1.59	0.17	0.93	0.33	-0.21	-0.23	-0.74	1.05	3.24 %
MODERN	1.28	-0.58	0.58	-1.06	1.21	-0.21	1.23	0.60	0.71	-2.16	2.69	4.29 %
P-FCB	-0.10	-0.22	0.01	0.54	-1.06	-0.22	-0.99	-0.13	0.11	-0.17	2.08	-0.15 %
PSL	-2.84	8.95	1.18	4.07	-2.77	-1.67	2.25	-0.71	6.36	0.19	-0.94	14.05 %
SCCC	0.92	1.88	-0.88	-0.77	-0.73	-1.62	-1.75	-1.40	1.24	2.00	-0.82	-1.92 %
SE-ED	-1.42	-0.62	-0.06	-0.84	3.10	0.17	-0.79	1.12	0.44	-1.30	-0.07	-0.28 %
SITHAI	0.28	-0.27	-0.14	-0.70	-1.04	0.21	-5.21	1.49	-0.14	-0.02	-1.14	-6.68 %
SUSCO	-0.60	0.04	0.22	-0.39	1.24	0.71	-0.12	3.13	-1.23	-0.49	0.27	2.78 %
THANI	0.24	0.38	-0.53	0.52	-0.06	-0.26	0.55	-0.13	0.67	-0.06	-1.74	-0.42 %
TPC	0.58	0.68	-3.38	0.04	-0.41	0.24	0.56	-0.13	2.23	0.04	-0.71	-0.26 %
TYCN	-1.41	0.50	-1.54	0.06	0.67	-1.64	-1.58	-4.98	-0.89	3.61	3.49	-3.73 %
ZMICO	0.02	-1.85	-0.20	-0.74	-0.22	0.11	-1.45	-1.48	-1.71	1.64	1.99	-3.89 %

จากตารางที่ 4.10 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของในช่วง 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) สามารถอธิบายผลการวิเคราะห์ได้ ดังนี้

ในช่วงการทดสอบ [-5, +5] พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นในแต่ละวันมีทั้งค่าที่เป็นบวก และเป็นลบ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่เกิดขึ้นก็เช่นเดียวกัน โดยบริษัทที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนที่มีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวกมีจำนวน 13 บริษัท และมีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นลบจำนวน 12 บริษัท สำหรับบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกสูงที่สุด 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท ฟรีเซียส ชิปปิง จำกัด (มหาชน) (PSL) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 14.05% บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (AH) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 13.22% และบริษัท จีเอ็มเอ็ม แกรมมี่ จำกัด (มหาชน) (GRAMMY) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 10.96% โดยมีข้อสังเกตว่า บริษัท ฟรีเซียส ชิปปิง จำกัด (มหาชน) (PSL) และ บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (AH) ที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมติดลบสูงสุดในช่วงการทดสอบการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน กลับมีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสูงขึ้นค่อนข้างมาก ในช่วงการทดสอบการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน จึงอาจสันนิษฐานว่านักลงทุนขาดความเชื่อมั่นต่อการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของทั้ง 2 บริษัท ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนเป็นค่าติดลบ แต่นักลงทุนกลับให้ความมั่นใจในผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นของมากกว่า หรือ อาจเป็นไปได้ว่าผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีแนวโน้มที่ดีขึ้นทำให้นักลงทุนเกิดความมั่นใจว่าการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนของบริษัทเป็นสัญญาณที่ดี (ข่าวดี) จึงส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศการซื้อหุ้นคืนมีค่าเป็นบวก

บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นลบสูงที่สุด 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท ไอ.ซี.ซี. อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) (ICC) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -7.72% บริษัท ศรีไทยซูเปอร์แวร์ จำกัด (มหาชน) (SITHAI) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -6.68% และบริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน) (DTC) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -6.68% ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนแล้ว ผลการดำเนินงานของบริษัทไม่มีแนวโน้มที่ดีขึ้น ทำให้นักลงทุนขาดความมั่นใจและมองว่าการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืนเป็นเพียงเครื่องมือที่บริษัทใช้เพื่อพุงราคาหลักทรัพย์เท่านั้น

ตารางที่ 4.11 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันในช่วง 15 วัน ก่อนการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อ
หุ้นคืน (โครงการแรก)

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)															
	-15	-14	-13	-12	-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0
ADVANC	0.47	0.09	0.28	5.02	1.87	0.86	1.65	-2.42	0.58	0.84	1.15	0.34	-0.29	-0.81	-0.17	1.73
AH	4.50	5.12	5.93	-2.50	2.31	0.99	-2.79	-0.70	1.37	1.73	0.74	1.68	4.32	0.22	-0.34	0.35
CVD	0.95	2.69	-2.47	0.09	-1.51	1.34	-5.95	1.58	-2.52	-2.71	2.56	-1.04	-0.55	-0.60	1.80	-1.52
DTC	0.07	0.23	-0.30	-0.21	0.35	0.87	1.24	-0.51	0.94	-1.31	0.57	-0.74	-2.07	0.76	-1.13	0.27
EGCOMP	-0.68	1.10	0.70	-1.86	-0.18	-0.44	-0.37	-0.99	2.22	4.26	-0.34	0.50	-0.72	0.87	-3.29	-0.67
FNS	1.26	-1.34	0.52	-1.27	0.31	-2.00	1.61	-1.75	-0.80	-1.78	2.14	0.46	2.29	0.74	1.41	0.07
GENCO	0.22	0.11	2.08	0.32	0.97	-0.23	2.14	2.34	4.36	-4.36	0.63	-0.74	-2.05	-0.54	-1.85	1.99
GMMM	-0.15	0.87	-1.48	0.15	-0.36	0.22	-0.48	-1.06	-0.01	0.45	0.50	-0.82	1.52	0.27	1.32	-1.26
GRAMMY	-3.77	0.31	0.76	-1.81	0.29	-4.33	3.05	-0.72	-0.48	1.33	1.95	2.72	4.11	0.61	2.87	3.92
ICC	-0.48	-0.73	-1.02	0.14	-0.59	-0.78	-1.36	-0.60	0.95	-0.97	-1.01	-0.02	1.22	-0.42	-0.18	-2.19
INOX	1.03	-0.78	0.29	-0.76	-0.04	-0.56	-0.77	-0.15	0.89	-0.70	-0.66	-0.86	4.15	-0.14	1.63	0.30
LST	-0.87	-0.18	0.48	-1.05	0.49	0.05	-0.32	-0.19	0.39	-0.05	-0.22	-0.17	-0.38	-1.09	-0.27	0.16
MATI	0.60	10.41	-10.64	11.48	-0.23	-0.32	-0.11	-9.02	-0.39	9.34	-0.19	-0.15	-0.26	-0.31	-0.38	-2.01

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)															
	-15	-14	-13	-12	-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0
MBK	-0.48	-0.63	-0.52	-0.07	-2.90	0.35	-0.93	-1.58	-0.39	-0.82	-0.79	3.16	0.63	-1.74	-0.06	0.70
MODERN	-0.38	0.83	-0.40	-0.56	-0.52	-0.47	-0.34	0.03	-0.41	-0.60	0.97	-0.84	0.26	-1.27	0.89	-0.54
P-FCB	-1.01	-0.19	0.57	-0.21	0.59	-0.18	-0.12	-0.97	0.57	-0.97	-0.15	-0.19	-0.12	0.58	-0.99	-0.20
PSL	-3.71	-0.69	1.45	2.40	0.46	-0.87	0.27	-3.29	-1.47	-5.12	-2.95	8.91	0.95	4.09	-2.80	-1.78
SCCC	0.28	0.85	-0.43	-0.13	2.28	-3.27	-2.47	-1.77	-0.64	0.70	0.97	1.82	-0.84	-1.24	-0.80	-1.55
SE-ED	1.53	-0.32	-1.03	0.40	0.39	0.42	11.48	-2.46	-1.20	-0.11	-1.17	-0.33	0.09	-0.69	3.22	0.45
SITHAI	1.76	3.14	0.25	-2.55	1.62	-0.33	-0.43	-0.45	-0.65	0.23	0.35	-0.06	0.03	-0.67	-0.78	0.29
SUSCO	-1.39	0.61	-2.10	0.97	-0.19	-0.63	-0.88	-0.92	-1.45	0.76	-0.34	0.04	0.28	-0.05	1.16	0.94
THANI	-0.72	1.10	1.69	-5.20	-0.17	1.87	-1.57	-0.21	-2.27	1.97	0.44	0.47	-0.28	0.50	-0.16	-0.21
TPC	-1.92	-4.38	1.13	3.49	10.58	-2.02	0.72	-3.34	0.30	-0.56	0.68	0.75	-3.29	0.12	-0.34	0.34
TYCN	-1.19	0.06	-0.88	-1.44	-0.16	-0.26	-0.47	0.27	1.44	-0.39	-0.81	0.90	-1.44	0.30	1.13	-1.12
ZMICO	-0.79	0.29	2.41	-1.08	0.02	-2.50	-1.16	-1.34	-0.44	2.18	0.10	-1.98	-0.13	-0.79	-0.13	0.22

ตารางที่ 4.12 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันในช่วง 15 วัน หลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก)

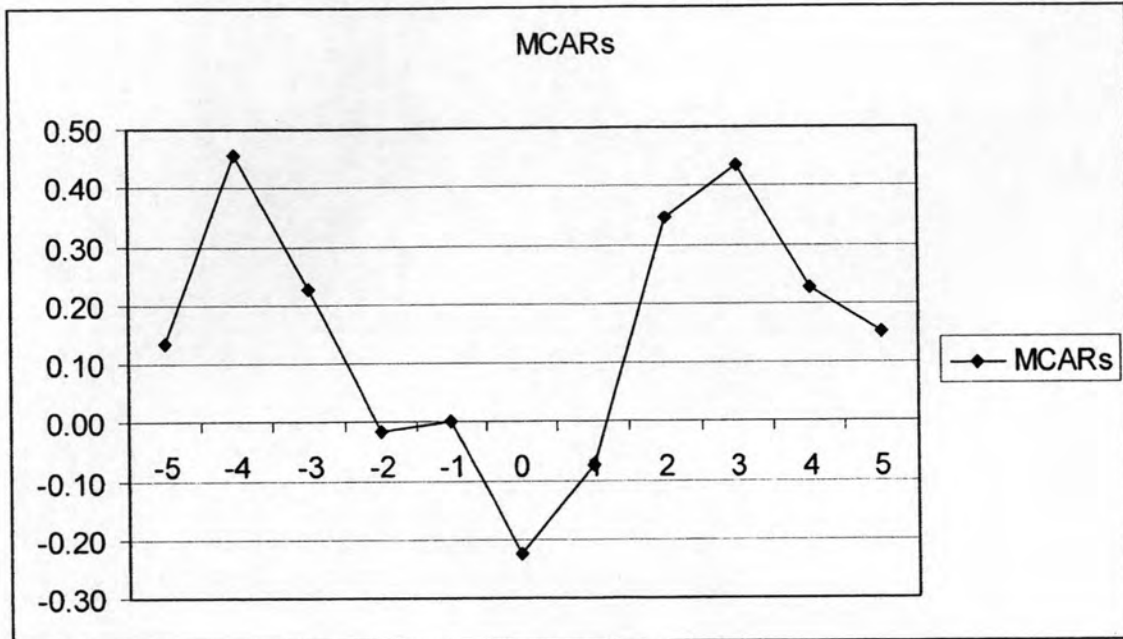
บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)															
	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	+11	+12	+13	+14	+15
ADVANC	1.73	0.45	3.31	3.78	-1.36	0.37	2.31	0.86	3.73	-0.36	0.79	0.31	-2.21	0.70	2.15	0.06
AH	0.35	-1.04	3.65	0.32	2.07	2.43	0.61	0.29	2.15	1.92	1.93	0.50	-1.31	1.03	0.08	1.32
CVD	-1.52	0.77	2.73	0.49	0.85	-2.62	1.52	0.35	-1.31	0.85	-0.56	3.09	2.63	8.28	-4.00	0.46
DTC	0.27	-2.07	-0.58	-2.19	-0.64	-0.95	-0.29	0.32	2.34	-1.14	-0.08	-1.25	0.74	1.88	-1.49	0.09
EGCOMP	-0.67	0.16	0.60	-0.37	5.74	0.00	0.38	-0.06	-1.13	-2.13	-0.36	2.38	0.16	-0.17	-0.39	1.01
FNS	0.07	-0.84	-1.13	2.29	0.16	-0.90	-1.95	-0.38	3.32	4.17	-1.11	2.15	-0.85	1.55	2.89	2.56
GENCO	1.99	1.55	-2.13	0.76	-0.97	-0.72	2.56	0.93	0.27	-0.30	0.48	0.82	-0.23	-0.09	0.45	0.03
GMMM	-1.26	6.87	2.17	0.55	-2.01	-0.98	-0.22	-1.95	-3.20	-0.18	0.50	-1.05	-0.97	-0.77	0.30	2.50
GRAMMY	3.92	3.91	2.16	-0.70	0.43	0.51	2.11	4.65	-3.40	-5.23	0.25	2.93	1.02	-1.95	0.69	-0.13
ICC	-2.19	-0.75	-0.56	0.14	-1.06	-3.22	-1.09	0.17	0.11	-1.33	-0.89	-1.42	-0.70	-0.94	-0.54	0.48
INOX	0.30	-2.70	2.73	-1.73	-2.59	-0.55	0.43	-0.05	0.10	0.90	-0.06	-0.91	0.11	-0.89	0.25	0.13
LST	0.16	3.61	0.31	-0.26	0.12	0.04	0.12	-0.08	-0.10	-2.79	-3.64	-0.21	-0.82	-0.39	-1.20	-0.58
MATI	-2.01	-0.13	0.50	-0.31	-0.26	4.62	-3.93	-0.05	-0.33	-0.24	-0.32	-0.33	-0.29	-0.23	-0.27	0.64

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวัน (%)															
	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	+11	+12	+13	+14	+15
MBK	0.70	0.07	-0.34	-0.36	-0.92	0.96	-0.91	2.55	-0.95	-0.16	-0.16	0.52	-0.78	0.12	0.42	1.13
MODERN	-0.54	0.92	0.30	0.44	-2.33	2.40	-0.60	2.65	1.46	-1.58	-2.12	-0.02	0.07	-0.85	-0.68	0.34
P-FCB	-0.20	-0.98	-0.16	-0.08	-0.18	2.16	-0.23	-0.88	-1.74	-0.95	0.67	-2.50	1.47	-0.24	-0.18	-1.81
PSL	-1.78	2.19	-0.92	6.32	0.34	-1.08	-0.53	1.94	-1.85	-1.62	-1.34	5.69	1.54	-1.24	-0.13	-0.47
SCCC	-1.55	-1.82	-1.55	1.21	1.72	-0.44	1.82	-0.84	1.36	-0.98	0.17	0.62	-3.46	3.02	-0.73	-0.22
SE-ED	0.45	-0.62	1.50	0.88	-0.97	0.07	0.54	0.48	0.25	-0.45	-0.48	0.75	1.02	1.02	-0.68	1.92
SITHAI	0.29	-5.23	1.41	0.03	0.28	-0.71	-1.41	0.10	0.84	-0.25	-0.87	-0.78	0.56	-0.98	-0.99	0.09
SUSCO	0.94	0.31	3.66	-1.17	-0.66	-0.13	1.08	0.45	3.45	-0.23	-1.82	2.73	0.03	-0.72	-2.30	0.42
THANI	-0.21	0.51	-0.18	0.54	-0.16	-1.60	-0.22	-3.61	3.42	0.52	-0.89	-1.58	2.58	-2.23	-0.19	1.16
TPC	0.34	0.63	-0.07	2.28	0.12	-0.61	-2.01	-0.15	0.25	-0.70	4.13	1.59	2.26	-0.72	-0.65	-1.22
TYCN	-1.12	-1.26	-4.74	-0.78	3.67	4.06	-2.77	-1.58	-0.01	-2.87	-0.11	-1.25	1.63	0.82	-0.37	0.87
ZMICO	0.22	-1.29	-1.54	-1.79	1.65	1.84	1.46	-3.73	5.87	-0.92	1.85	-1.20	-1.05	2.07	-1.28	-0.21

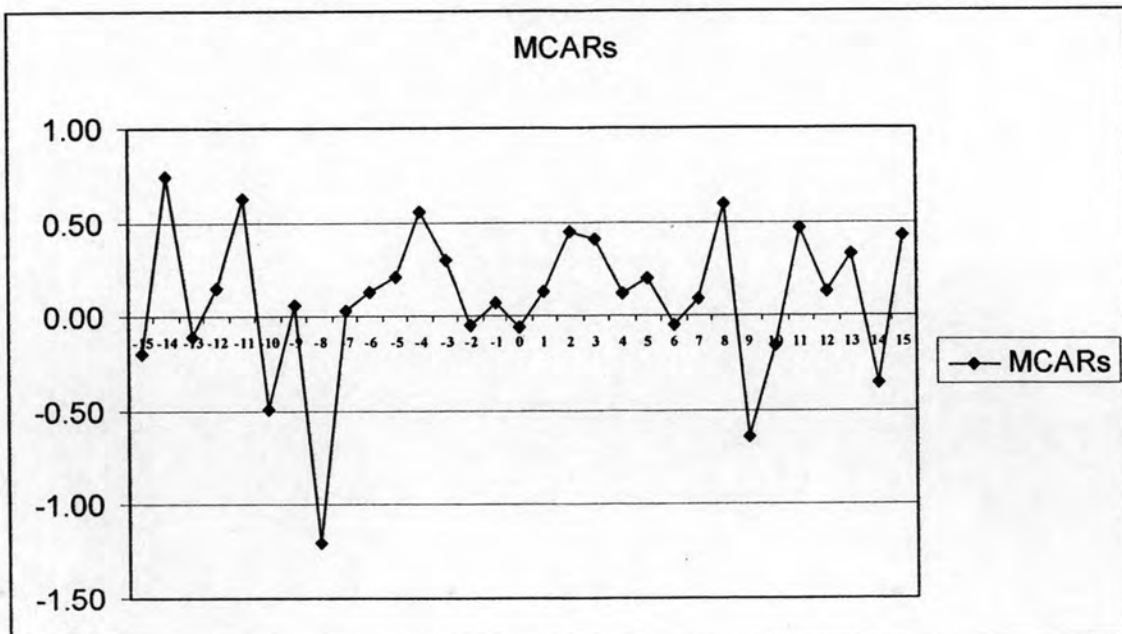
ตารางที่ 4.13 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาทดสอบ 15 วัน ก่อนและ
หลังการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก)

บริษัท	อัตราผลตอบแทนที่ ผิดปกติสะสม
ADVANC	26.07 %
AH	38.87 %
CVD	5.69 %
DTC	-6.29 %
EGCOMP	5.93 %
FNS	13.78 %
GENCO	8.80 %
GMMM	1.24 %
GRAMMY	18.03 %
ICC	-19.63 %
INOX	-1.96 %
LST	-9.10 %
MATI	6.90 %
MBK	-4.88 %
MODERN	-2.95 %
P-FCB	-8.62 %
PSL	4.72 %
SCCC	-6.37 %
SE-ED	15.88 %
SITHAI	-6.15 %
SUSCO	1.94 %
THANI	-4.66 %
TPC	7.39 %
TYCN	-8.73 %
ZMICO	-3.38 %

ภาพที่ 4.3 แสดงค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (Mean Cumulative Abnormal Returns หรือ MCARs) ในแต่ละวันของช่วงเวลาในการทดสอบ [-5, +5]



ภาพที่ 4.4 แสดงค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย (Mean Cumulative Abnormal Returns หรือ MCARs) ในแต่ละวันของช่วงเวลาในการทดสอบ [-15, +15]



จากตารางที่ 4.11-4.13 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันในช่วง 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก) และตารางที่ 4.13 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน (โครงการแรก) สามารถอธิบายผลการวิเคราะห์ได้ ดังนี้

ในช่วงการทดสอบ [-15, +15] พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นในแต่ละวันมีทั้งค่าที่เป็นบวก และเป็นลบ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่เกิดขึ้นก็เช่นเดียวกัน โดยบริษัทที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน ที่มีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวกมีจำนวน 13 บริษัท และมีค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นลบจำนวน 12 บริษัท สำหรับบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกสูงสุด 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (AH) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 38.87% บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (AVANC) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 26.07 % และบริษัท จีเอ็มเอ็ม แกรมมี่ จำกัด (มหาชน) (GRAMMY) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ 18.03 % สำหรับบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นลบสูงสุด 3 อันดับแรก ได้แก่ บริษัท ไอ.ซี.ซี. อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) (ICC) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -19.63% บริษัท ล้ำสูง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (LST) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -9.10 % และบริษัท ไทยคุณ เวิลด์ไวด์ กรุ๊ป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (TYCN) มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ประมาณ -8.73 % จากการทดสอบ พบว่า บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (AH) ที่มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมติดลบสูงสุด 1 ใน 3 อันดับแรก ในช่วงทดสอบ 5 และ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน กลับมีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกสูงสุด 1 ใน 3 อันดับแรก ในช่วงทดสอบ 5 และ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน ซึ่งอาจสันนิษฐานได้ว่า ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อขายหุ้นคืน บริษัท อาปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (AH) มีผลการดำเนินงานและแนวโน้มการทำกำไรที่ดีขึ้น จึงเป็นการเรียกความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท กลับคืนมา

อย่างไรก็ดี จากตาราง 4.11-4.12 และ ภาพที่ 4.3-4.4 พบว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในแต่ละวันเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง และในวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงาน (วันที่ "0") การเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติไม่ได้สูงกว่าวันอื่น ๆ ในการทดสอบ สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนมองการ

ประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน ไม่ได้สำคัญว่า การประกาศผลการดำเนินงานโดยทั่วไป รวมทั้งการประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทที่ ประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน ไม่ได้ดึงดูดความ สนใจของนักลงทุนมากกว่าการประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทอื่น ๆ ที่ไม่ได้ประกาศ นโยบายการซื้อหุ้นคืน

4.3.2 ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วง ทดสอบโดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic)

จากค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงทดสอบ 5 วัน และ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้น คืน (โครงการแรก) [-5, +5] [-15, +15] ได้นำมาทดสอบสมมติฐานว่าค่าเฉลี่ยของอัตรา ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยใช้สถิติทดสอบ T-test และ p-value ณ ระดับนัยสำคัญ เท่ากับ 0.05 และ 0.1 ตามลำดับ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน ดังนี้

H_0 = ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ มี ค่าไม่แตกต่างจาก 0

H_1 = ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ มี ค่าแตกต่างจาก 0

ตารางที่ 4.14 ค่าสถิติทดสอบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัท ในช่วงการทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

	Mean	Std. Deviation	t-value	sig
อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ (%)	2.32	7.03	1.65	0.11

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

ตารางที่ 4.15 ค่าสถิติทดสอบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทในช่วงการทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

	Mean	Std. Deviation	t-value	sig
อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบ (%)	2.90	12.63	1.14	0.26

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

จากตารางที่ 4.14-4.15 สามารถอธิบายได้ดังนี้ ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบ [-5, +5] เท่ากับ 2.32% และจากการทดสอบค่า p-value เท่ากับ 0.11 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงทดสอบ [-15, +15] เท่ากับ 2.90% และจากการทดสอบค่า p-value เท่ากับ 0.26 ซึ่งมากกว่า 0.05 และ 0.1 จึงยอมรับ H_0 ที่ว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงการทดสอบมีค่าไม่แตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น จึงสรุปได้ว่าการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน(โครงการแรก) ไม่ก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของบริษัท

4.4 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินมีสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

H_0 = การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ไม่ขึ้นอยู่กับ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน

H_1 = การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ขึ้นอยู่กับ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับ ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) โดยมีตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ดังนี้

$$CAR_j = \alpha + \beta_1 CHIROA_j + \beta_2 SA_j + \beta_3 ACR_j + \beta_4 CHIQ_j + \beta_5 SG_j + \varepsilon_j$$

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาที่มีการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน โดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) เป็นดังนี้

จากตารางที่ 4.16 ภายได้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R square) ที่ -0.097 พบว่าค่า p-value มีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญ ทั้งที่ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ 0.1 แสดงให้เห็นว่าไม่มีปัจจัยพื้นฐานทางการเงินตัวใดเลยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) ซึ่งอาจเกิดจาก ไม่มีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากการประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก) เกิดขึ้น ในช่วงทดสอบนี้

จากตารางที่ 4.17 ภายได้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R square) ที่ -0.013 พบว่าค่า p-value ของ Accounts Receivable มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.1 นั่นคือ 0.096 จึงอธิบายความสัมพันธ์จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ได้ว่าผลต่างของยอดขายกับลูกหนี้เพิ่มขึ้น 1 หน่วยบริษัทจะมีผลตอบแทนที่ไม่ปกติเพิ่มขึ้น 1.191 ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

ตารางที่ 4.16 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในช่วงการทดสอบ 5 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

ตารางข้างล่างนี้ แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation) และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พื้นฐาน (Beta) จากสมการถดถอย พร้อมทั้งแสดงค่า t-value และค่า p-value ของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม

ตัวแปรตาม		$CHIROA_j$	SA_j	ACR_j	$CHIQ_j$	SG_j	Adjusted R ²
CAR_j	Coefficients (B)	56.315	0.281	0.572	0.750	-0.464	-0.097
	Beta	0.188	0.445	0.477	0.054	-0.072	
	t-value	0.465	1.355	1.454	0.245	-0.181	
	p-value	0.647	0.191	0.162	0.809	0.858	

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1

ตารางที่ 4.17 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม กับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในช่วงการทดสอบ 15 วัน ก่อนและหลังการประกาศผลการดำเนินงานครั้งแรก ภายหลังจากประกาศนโยบายการซื้อหุ้นคืน (โครงการแรก)

ตารางข้างล่างนี้ แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of correlation) และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พื้นฐาน (Beta) จากสมการถดถอย พร้อมทั้งแสดงค่า t-value และค่า p-value ของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม

ตัวแปรตาม		$CHIROA_j$	SA_j	ACR_j	$CHIQ_j$	SG_j	Adjusted R ²
CAR_j	Coefficients	167.158	0.454	1.191**	0.219	-1.241	-0.013
	Beta	0.310	0.401	0.553	0.009	-0.105	
	t-value	0.799	1.270	1.753	0.041	-0.274	
	p-value	0.434	0.220	0.096	0.967	0.787	

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1