

# OPEN MARKET SHARE REPURCHASES OF LISTED FIRMS IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

Yordying Thanatawee<sup>1\*</sup>

<sup>1</sup>Graduate School of Commerce, Burapha University, Chonburi 20131, Thailand

## ABSTRACT

Open-market share repurchases have become a major payout policy for listed companies in the U.S. since 2000 and have recently received considerable attentions in many countries as a means to return excess cash to shareholders. For a decade since Thai firms were first allowed to repurchase their own shares in July 2000, however, there were only a small number of 74 share repurchase announcements despite several benefits of open-market share repurchases. A possible reason for such a small number of share repurchases in Thailand is that most managers of Thai listed companies may lack knowledge and understandings regarding methods, rules and regulations, and benefits of open-market share repurchases. Hence, this paper discussed relevant issues on open-market share repurchases both from theoretical and practical perspectives with an aim to enhance knowledge and understandings of managers, investors, academics, students, and others interested in corporate payout policy.

**Keywords:** Share repurchase, listed companies, Stock Exchange of Thailand

---

\*Corresponding author: E-mail address: yordying@yahoo.com

# การซื้อขายหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ยอดยิ่ง ธนทวี<sup>1</sup>

<sup>1</sup>วิทยาลัยพาณิชยศาสตร์, มหาวิทยาลัยบูรพา, ชลบุรี 20131, ประเทศไทย

## บทคัดย่อ

การซื้อขายหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์ได้กลายมาเป็นวิธีการหลักในการประกาศนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกาตั้งแต่ปี ค.ศ. 2000 และกำลังได้รับความนิยมอย่างแพร่หลายในหลายประเทศในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อนุญาตให้บริษัทจดทะเบียนซื้อหุ้นคืนในเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2544 พบว่ามีการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนเพียง 74 ครั้ง เท่านั้น ซึ่งถือว่าน้อยมากเมื่อการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์จะมีประโยชน์หลายประการก็ตาม ทั้งนี้ สาเหตุอาจเนื่องมาจากผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนยังขาดความรู้และความเข้าใจในวิธีการและหลักเกณฑ์และประโยชน์ในการซื้อหุ้นคืน บทความนี้จึงมีวัตถุประสงค์ในการเสริมสร้างความรู้และความเข้าใจ เกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งในแง่ทฤษฎีและปฏิบัติ แก่ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียน นักลงทุน นักวิชาการ นักศึกษา และผู้สนใจเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลของบริษัท

**คำสำคัญ:** การซื้อหุ้นคืน, บริษัทจดทะเบียน, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## บทนำ

ในช่วงสองทศวรรษที่ผ่านมาการซื้อขายหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์ (Open-Market Share Repurchase: OMR) ซึ่งเป็นวิธีการจ่ายเงินปันผลทางเลือกให้แก่ผู้ถือหุ้นได้รับความนิยมมากขึ้นและเป็นแนวทางในการบริหารกระแสเงินสดที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศหลายประเทศใช้อยู่ในปัจจุบัน เช่น สหรัฐอเมริกา อังกฤษ ฝรั่งเศส ออสเตรเลีย ฮังการี สิงคโปร์ ไต้หวัน และ มาเลเซีย เป็นต้น สำหรับประเทศสหรัฐอเมริกา มูลค่าการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนได้เพิ่มขึ้นอย่างมหาศาล จาก 5,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ในปี ค.ศ. 1980 มาเป็น 65,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ในปี ค.ศ. 1994 ซึ่งคิดเป็นมูลค่าประมาณครึ่งหนึ่งของการจ่ายเงินปันผล (Stephens and Weisbach, 1998) และ ในปี ค.ศ. 2000 การซื้อหุ้นคืนได้กลายมาเป็นวิธีการหลักในการประกาศนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยมูลค่ารวมของการซื้อหุ้นคืนของบริษัทอุตสาหกรรมสูงกว่ามูลค่าของการจ่ายเงินปันผล (Grullon and Michaely, 2004)

ในประเทศฝรั่งเศส ซึ่งแม้ว่าตลาดหลักทรัพย์ปารีสจะอนุญาตให้บริษัทจดทะเบียนทำการซื้อหุ้นคืนได้ไม่นาน ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1998 แต่จากการศึกษาของ Ginglinger and Hamon (2007) พบว่า ในช่วงระยะเวลาเพียง 2 ปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2000 ถึง ค.ศ. 2002 มีบริษัทจดทะเบียนจำนวน 371 บริษัท ที่ทำการซื้อหุ้นคืนในช่วงดังกล่าว และ ในประเทศมาเลเซีย ที่อนุญาตให้บริษัทจดทะเบียนทำการซื้อหุ้นคืนได้ตั้งแต่ปลายปี ค.ศ. 1997 ก็พบว่าในปี พ.ศ. 2006 เพียงปีเดียว มีบริษัทจดทะเบียนจำนวนมากถึง 145 บริษัท ทำการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์กัวลาลัมเปอร์ (Nadarajan et al., 2009)

สำหรับประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) อนุญาตให้บริษัทจดทะเบียนสามารถทำการซื้อหุ้นคืนเพื่อการบริหารทางการเงิน มาตั้งแต่ปลายปี พ.ศ. 2544 แต่จากการศึกษาการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาด เอ็ม เอ ไอ ตั้งแต่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 ถึง 31 มีนาคม พ.ศ. 2552 ของ นราทิพย์ ทับเที่ยง (2552) พบว่า

มีบริษัทจดทะเบียนเพียง 59 บริษัท เท่านั้น ที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนในช่วงระยะเวลาดังกล่าว แม้ว่าการซื้อหุ้นคืนจะมีประโยชน์ในการบริหารการเงินของบริษัทเป็นอย่างมากก็ตาม ซึ่งสาเหตุอาจเนื่องมาจาก ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ยังขาดความรู้และความเข้าใจในหลักการและประโยชน์ของการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์

บทความนี้จึงมีวัตถุประสงค์ในการส่งเสริมความรู้และความเข้าใจแก่ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียน นักลงทุน นักวิชาการ นักศึกษาและ ผู้สนใจ ทั้งในแง่ทฤษฎีและปฏิบัติเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับความนิยมแพร่หลายในหลายประเทศขณะนี้

## วิธีการซื้อหุ้นคืนในประเทศไทย

การซื้อหุ้นคืนเพื่อการบริหารการเงินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยสามารถทำได้ 2 วิธี คือ 1) เสนอซื้อเป็นการทั่วไป (Tender offer) จากผู้ถือหุ้น ในกรณีที่บริษัทจะทำการซื้อหุ้นคืนมากกว่าร้อยละ 10 ของหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมด และ 2) ซื้อในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกรณีที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืนไม่เกินร้อยละ 10 ของหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมด

สำหรับบทความนี้จะเน้นวิธีการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งตั้งแต่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 ตลาด อนุญาตให้บริษัทจดทะเบียนสามารถซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงิน โดยมีวัตถุประสงค์ให้บริษัทจดทะเบียนสามารถนำกระแสเงินสดส่วนเกินมาใช้ในการซื้อหุ้นคืน ในกรณีที่ผู้บริหารเห็นว่าราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์จากราคาหุ้นที่สูงขึ้น นอกจากนั้น การซื้อหุ้นคืนยังเป็นการช่วยพยุงราคาหุ้นไม่ให้ตกต่ำในระยะเวลาที่บริษัททำการซื้อหุ้นคืน ซึ่งจากคู่มือการซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงิน (สิงหาคม พ.ศ. 2551) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปหลักเกณฑ์และวิธีการการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ดังนี้

1. บริษัททำการแจ้งมติที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท เกี่ยวกับการอนุมัติโครงการซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารการเงิน ใน “แบบรายงานการเปิดเผยการซื้อหุ้นคืนเพื่อ

บริหารการเงิน (Form TS-1.2)” ต่อ ตลาด. ทันทีในวันที่คณะกรรมการบริษัทมีมติ หรือ อย่างช้าไม่เกินกว่าวันทำการถัดไปก่อนเวลาเปิดซื้อขายหลักทรัพย์ไม่น้อยกว่า 1 ชั่วโมง และต้องแจ้ง ตลาด. ล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 14 วัน ก่อนวันแรกที่จะทำการซื้อหุ้นคืน ซึ่งบริษัทจะต้องเปิดเผยข้อมูลดังต่อไปนี้

1.1 วงเงินสูงสุดที่จะใช้ซื้อหุ้นคืน

1.2 จำนวนหุ้นที่จะซื้อคืน

การซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนหุ้นที่ซื้อคืนต้องไม่เกินร้อยละ 10 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดและจำนวนหุ้นที่ซื้อคืนต้องไม่ทำให้สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free float) ต่ำกว่าร้อยละ 15 ของหุ้นที่ชำระแล้วและจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่น้อยกว่า 150 ราย

1.3 วิธีการซื้อหุ้นคืน

การซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ต้องดำเนินการให้แล้วเสร็จภายใน 6 เดือน นับจากวันที่ทำการซื้อหุ้นคืนวันแรก

1.4 หลักเกณฑ์การกำหนดราคาหุ้นที่จะซื้อคืน

ให้นับราคาหุ้นเฉลี่ยย้อนหลัง 30 วัน ก่อนวันที่บริษัททำการเปิดเผยโครงการซื้อหุ้นคืนมาประกอบการพิจารณาการกำหนดราคาหุ้นที่จะซื้อคืน และ ราคาหุ้นที่จะซื้อคืนต้องไม่เกินร้อยละ 115 ของราคาปิดของหุ้นเฉลี่ย 5 วันทำการย้อนหลัง ก่อนวันที่จะซื้อหุ้นคืน

1.5 ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัท

ข้อมูลกำไรสะสมและสภาพคล่องของบริษัท โดยอธิบายความสามารถในการชำระหนี้สินที่กำหนดชำระภายใน 6 เดือน นับตั้งแต่วันที่ซื้อหุ้นคืน

1.6 เหตุผลในการซื้อหุ้นคืน และผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นและบริษัทภายหลังการซื้อหุ้นคืน

1.7 การจำหน่ายและการคืนหุ้นที่ซื้อคืน

บริษัทจดทะเบียน สามารถจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้ภายใน 6 เดือน นับตั้งแต่การซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น แต่ไม่เกิน 3 ปี (หากเกิน 3 ปี ต้องทำการคืนหุ้นที่ซื้อคืน) สำหรับหลักเกณฑ์การกำหนดราคาจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน ต้องไม่น้อยกว่าร้อยละ 85 ของราคาปิดของหุ้นเฉลี่ยย้อนหลัง 5 วันทำการ ก่อนวันที่จะจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน

2. การรายงานผลการซื้อและขายหุ้นคืน ให้บริษัท

รายงานผลการซื้อและขายหุ้นคืนภายในวันที่ทำรายการ หรืออย่างช้าภายในวันการปิดไปก่อนเวลาเปิดซื้อขาย หลักทรัพย์ไม่น้อยกว่า 1 ชั่วโมง โดยบริษัทต้องเปิดเผย จำนวนหุ้นที่ซื้อขาย ราคาสูงสุด ราคาต่ำสุด ราคาเฉลี่ย และ มูลค่ารวมของหุ้นที่ซื้อหรือขาย

3. ห้ามบริษัททำการซื้อหรือขายหุ้นในช่วงที่มีการ ประกาศข้อมูลที่มีผลกระทบต่อราคาและสิทธิประโยชน์ ของผู้ถือหุ้น เช่น ช่วงก่อนการส่งงบการเงิน เป็นต้น

### การประกาศซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในอดีต

จากการศึกษาของ Thanatawee (2009) และการรวบรวมข้อมูลเพิ่มเติมของผู้เขียน พบว่า ตั้งแต่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2553 มีการ ประกาศซื้อหุ้นคืน 74 ครั้ง โดยบริษัท จดทะเบียน จำนวน 65 บริษัท ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังแสดง ในตารางที่ 1 ซึ่งจากข้อมูลในตารางที่ 1 พบว่า ในช่วง 10 ปี ที่ผ่านมา บริษัทจดทะเบียนทำการประกาศซื้อหุ้นคืน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยปีละ 7.4 ครั้ง หากไม่นับการประกาศซื้อหุ้นคืนในปี พ.ศ. 2551 จำนวน 33 ครั้ง ซึ่งสูงผิดปกติ จะมีการประกาศซื้อหุ้น คืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยปีละ 5.6 ครั้ง ซึ่งถือว่าน้อยมากเมื่อเทียบกับการซื้อหุ้นคืนใน ตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศเช่น ประเทศมาเลเซีย ในช่วง ปี พ.ศ. 2542 ถึง พ.ศ. 2549 มีการประกาศซื้อหุ้นคืนโดย บริษัทจดทะเบียน 487 ครั้ง คิดเป็นค่าเฉลี่ยปีละประมาณ

61 ครั้ง (Nadarajan et al., 2009)

นอกจากนั้น ยังพบว่าจำนวนหุ้นที่ซื้อคืนจริงอยู่ที่ ประมาณร้อยละ 52 ของจำนวนหุ้นที่บริษัทประกาศซื้อคืน เท่านั้น ซึ่งต่ำกว่าในประเทศสหรัฐอเมริกาที่ประมาณร้อยละ 70-80 (Stephens and Weisbach, 1998; Jagannathan et al., 2000) แม้ว่า การประกาศซื้อหุ้นคืนในประเทศไทย น่าจะมีความน่าเชื่อถือกว่าบริษัทจดทะเบียนจะทำการซื้อ หุ้นคืนจริง สูงกว่าการประกาศซื้อหุ้นคืนในประเทศ สหรัฐอเมริกา เนื่องจากระยะเวลาในการซื้อหุ้นคืนใน ประเทศไทยค่อนข้างสั้นเพียง 6 เดือน เท่านั้น เมื่อเทียบกับระยะเวลาช่วง 2-3 ปี ในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่ง ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนของไทย น่าจะใช้ดุลพินิจ อย่างละเอียดถี่ถ้วน ก่อนทำการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ในทางตรงข้าม ระยะเวลาในการซื้อหุ้นคืนในประเทศไทย ที่ค่อนข้างสั้น ก็อาจทำให้ราคาหุ้นไม่ต่ำเพียงพอที่บริษัท จดทะเบียนจะทำการซื้อหุ้นคืนจริงในระยะเวลาดังกล่าว

การซื้อหุ้นคืนจริงที่ค่อนข้างต่ำ ทำให้เกิดประเด็น ที่น่าสงสัยว่าการประกาศซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยมีความ น่าเชื่อถือมากเพียงใด และเป็นการหลอกลวงนักลงทุน หรือไม่ หากบริษัทมิได้ทำการซื้อหุ้นคืนจริงหลังจากที่ ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ซึ่งประเด็นนี้ก็มีการวิพากษ์ วิจัยและศึกษาวิจัยในตลาดต่างประเทศ (ตัวอย่างเช่น Chan et al. (2010)) อย่างไรก็ตามปัจจุบันยังไม่มีกฎหมายหรือ ระเบียบข้อบังคับที่กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องทำการ ซื้อหุ้นคืนจริงหลังจากประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน

ตารางที่ 1 การประกาศซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2553 (Thanatawee, 2009)

ปี พ.ศ.	จำนวนครั้งที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน	จำนวนหุ้นที่ประกาศซื้อคืน	จำนวนหุ้นที่ซื้อคืนจริง
2544	1	42,860,000	1,300,800
2545	5	395,345,000	190,592,100
2546	4	42,279,500	34,375,900
2547	5	137,136,396	43,950,763
2548	6	525,501,000	394,386,940
2549	3	118,698,440	74,857,700

ตารางที่ 1 ต่อ

ปี พ.ศ.	จำนวนครั้งที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน	จำนวนหุ้นที่ประกาศซื้อคืน	จำนวนหุ้นที่ซื้อคืนจริง
2550	2	883,690,715	668,110,000
2551	33	2,470,169,218	1,145,567,970
2552	4	110,300,000	45,235,900
2553	11	1,117,683,845	398,137,320
รวม	74	5,846,664,114	3,014,505,393

### เหตุผลและประโยชน์ในการซื้อหุ้นคืน

ในแง่ทฤษฎี มีทฤษฎีหลัก 2 ทฤษฎี ที่มีจะถูกนำมาใช้อธิบายสาเหตุที่ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนทำการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน คือ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling hypothesis) และ ทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow hypothesis)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณมีพื้นฐานมาจากความแตกต่างในการรับรู้ข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน ผู้บริหารซึ่งเห็นมูลค่าภายในบริษัท ผู้บริหารย่อมมีข้อมูลเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ดีกว่าบุคคลภายนอก ดังนั้น การประกาศจ่ายเงินปันผลและการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนจึงเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารไปยังนักลงทุนว่า ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในอนาคตมีแนวโน้มที่สดใสและมีความแข็งแกร่งกว่าที่นักลงทุนคาดหมาย นอกจากนั้น การประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนยังเป็นการส่งสัญญาณว่า ราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Stock undervaluation) ซึ่งจากผลการสำรวจผู้บริหารการเงินระดับสูง (Chief Financial Officer: CFO) ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยจำนวน 384 ราย ของ Brav et al. (2005) พบว่า ผู้บริหารส่วนใหญ่ (ร้อยละ 85.4) เห็นด้วยว่า การซื้อหุ้นคืนเป็นเครื่องมือในการส่งข้อมูลของบริษัทไปยังผู้ถือหุ้น และผู้บริหารส่วนใหญ่ (ร้อยละ 86.6) เห็นด้วยว่า บริษัทจะทำการซื้อหุ้นคืนเมื่อราคาหุ้นต่ำกว่าราคาที่แท้จริง ในขณะที่ทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ (Jensen, 1986) กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการลดกระแสเงินสดอิสระในมือของผู้บริหาร ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนของบริษัทที่เกิดจากการที่ผู้บริหารนำกระแสเงินสดของบริษัทไปใช้หาประโยชน์

ส่วนตัว (Private benefits) เช่น การลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value: NPV) เป็นลบ เพื่อชดเชยคน เดชของกิจการที่อยู่ภายใต้อำนาจการบริหาร ดังนั้น ในทำนองเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล การซื้อหุ้นคืนจึงเป็นข่าวดีสำหรับนักลงทุนว่า ผู้บริหารจะไม่ใช้กระแสเงินสดของบริษัทไปลงทุนในโครงการที่เป็นการลดมูลค่าของบริษัทและผู้ถือหุ้น ซึ่งจากการศึกษาแบบรายงานการเปิดเผยการซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารการเงิน (Form TS-1.2) ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยจำนวน 74 ครั้ง พบว่า ผู้บริหารส่วนใหญ่จะให้เหตุผลในการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน คือ เพื่อบริหารสภาพคล่องส่วนเกินของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ

นอกจากการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์ จะช่วยส่งสัญญาณให้นักลงทุนทราบว่า ราคาหุ้นของบริษัทต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมและช่วยลดต้นทุนของกระแสเงินสดอิสระแล้ว ประโยชน์ที่เด่นชัดอีกประการหนึ่งสำหรับบริษัทจดทะเบียนในการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน เมื่อเปรียบเทียบกับ การประกาศจ่ายเงินปันผล คือ ความยืดหยุ่นในการบริหารกระแสเงินสดส่วนเกิน โดยเฉพาะในปีที่บริษัทมีกำไรสูงกว่าปกติ ตัวอย่างเช่น

ในอดีตที่ผ่านมา บริษัท ก มีกำไรสุทธิปีละ 10 ล้านบาท สมมติว่าบริษัท ก มีจำนวนหุ้น 10 ล้านหุ้น และนโยบายเงินปันผลคือ 100% ของกำไรสุทธิ ดังนั้น บริษัท ก จึงจ่ายเงินปันผลคงที่ 1 บาทต่อหุ้น สมมติว่าในปีปัจจุบัน บริษัท ก มีกำไรสุทธิ 12 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่าปกติ หากบริษัท ก ประกาศจ่ายเงินปันผล 1.20 บาทต่อหุ้น ราคาหุ้นจะเพิ่มขึ้นเพื่อตอบสนองต่อเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม หากกำไรสุทธิของบริษัท ก กลับมาสู่ระดับปกติ 10 ล้านบาท



ในปีถัดไป และ บริษัท ก ประกาศจ่ายเงินปันผล จาก 1.20 บาทต่อหุ้น เป็น 1 บาทต่อหุ้น ราคาหุ้นจะลดลงมากกว่า การเพิ่มขึ้นจากการประกาศเพิ่มเงินปันผลในเปอร์เซ็นต์ที่เท่ากัน เนื่องจากผู้ถือหุ้นคาดหวังว่าเงินปันผลขั้นต่ำควรเท่ากับ 1.20 บาท ต่อหุ้น ดังนั้น เพื่อหลีกเลี่ยงผลลบจากการประกาศลดเงินปันผลในอนาคต บริษัท ก อาจจะแบ่งกำไรสุทธิ 12 ล้านบาท เป็น 2 ส่วน คือ ส่วนแรก ซึ่งเป็นกำไรปกติ 10 ล้านบาท จ่ายเงินปันผล 1 บาทต่อหุ้น และส่วนที่สอง กำไรส่วนเกิน 2 ล้านบาท ใช้สำหรับซื้อหุ้นคืน ซึ่งจะให้ผู้ถือหุ้นเดิมได้รับประโยชน์จากราคาหุ้นที่สูงขึ้นโดยไม่คาดหวังว่าเงินปันผลจะเป็นอย่างน้อย 1.20 บาทต่อหุ้น ในปีถัดไป

ตัวอย่างข้างต้น เป็นการเน้นให้เห็นว่า จากกรณีที่นักลงทุนค่อนข้างยึดติดกับเงินปันผล (Sticky dividends) ทำให้ผู้บริหารพยายามรักษาระดับของการจ่ายเงินปันผลไม่ให้ผันผวน ซึ่งสอดคล้องตามงานวิจัยคลาสสิกของ Lintner (1956) ที่ทำการสำรวจความคิดเห็นของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกา เกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล พบว่า ผู้บริหารจะหลีกเลี่ยงการลดเงินปันผล เพราะการลดเงินปันผลจะทำให้ราคาหุ้นลดลง และผู้บริหารจะไม่เพิ่มเงินปันผลโดยไม่จำเป็น ถ้าไม่มั่นใจว่าในปีต่อไป บริษัทจะสามารถจ่ายเงินปันผลได้ไม่น้อยกว่าเดิม ซึ่งจากการสำรวจความคิดเห็นของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกาของ Brav et al. (2005) ใน 50 ปีต่อมา ก็ได้ผลวิจัยเช่นเดียวกับ Lintner (1956) ซึ่งหลังจากผลการสำรวจความคิดเห็นของผู้บริหารของ Lintner (1956) ได้มีงานวิจัยจำนวนมากที่ศึกษาเกี่ยวกับการรักษาสถียรภาพเงินปันผล (Dividend smoothing) ของบริษัท (เช่น Aivazian et al., 2006; Chemmanur et al., 2010; Leary, 2011) สำหรับในประเทศไทย Thanatawee (2009) พบว่า ผลตอบแทนของเงินปันผล (Dividend yield) ของปีก่อนหน้า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเพิ่มเงินปันผลในปีต่อมา ซึ่งเป็นนัยแสดงให้เห็นถึงลักษณะของการรักษาสถียรภาพเงินปันผล ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

สำหรับการซื้อหุ้นคืน งานวิจัยเชิงประจักษ์ของ Bessler and Nohel (1996); Jagannathan et al. (2000); Guay and Harford (2000); Lie (2005) พบว่า ความยืดหยุ่นในการบริหารกระแสเงินสด โดยเฉพาะในช่วงที่ผลประกอบการมีความผันผวนสูงเป็นเหตุผลหลักประการหนึ่งที่บริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกาทำการซื้อหุ้นคืน ในขณะที่บริษัทจะทำการจ่ายเงินปันผลเมื่อผลประกอบการมีเสถียรภาพและความผันผวนต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับผลสำรวจความคิดเห็นของผู้บริหารเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนของ Brav et al. (2005) ที่พบว่า ผู้บริหารส่วนใหญ่เห็นว่าการซื้อหุ้นคืนมีประโยชน์ในการช่วยบริหารกระแสเงินสดส่วนเกินของกิจการ ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ยึดติดกับเงินปันผล

สำหรับในประเทศไทย บริษัทจดทะเบียนสามารถจำหน่ายหุ้นที่บริษัททำการซื้อคืนหรือหุ้นคลังซื้อคืน (Treasury shares) ในตลาดหลักทรัพย์ได้ภายหลัง 6 เดือน นับตั้งแต่การซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น แต่ไม่เกิน 3 ปี (หากเกิน 3 ปี ต้องทำการตัดหุ้นที่ซื้อคืน) ซึ่งเป็นอวาระควบคุมที่ช่วยเพิ่มสภาพคล่องของกิจการในอนาคตและทำให้การบริหารกระแสเงินสดมีความยืดหยุ่นมากขึ้น

แม้ว่าการซื้อหุ้นคืนจะมีประโยชน์หลายประการ ข้อด้อยประการหนึ่งของการซื้อหุ้นคืน คือ การประกาศซื้อหุ้นคืนมิได้เป็นข้อบังคับให้บริษัทจดทะเบียนทำการซื้อหุ้นคืนจริงตามที่ประกาศไว้ หรือ บางบริษัทที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนอาจจะไม่ซื้อหุ้นคืนจริงเลยก็ได้ เนื่องจากความไม่แน่นอนดังกล่าวจึงทำให้ลดความน่าเชื่อถือของการประกาศซื้อหุ้นคืน ซึ่งเป็นเหตุผลที่อธิบายการเพิ่มขึ้นอย่างช้า ๆ ของราคาหุ้นของบริษัทที่ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ซึ่งอธิบายในส่วนถัดไป

การตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์ต่อการประกาศซื้อหุ้นคืน

จากงานวิจัยเชิงประจักษ์ในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า การประกาศซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนซึ่งเป็นการจ่ายเงินปันผลทางอ้อม มีผลทำให้ราคาหุ้นของบริษัทซึ่งตกต่ำก่อนหน้าวันที่บริษัทประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน เพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 3 ในวันที่บริษัททำการประกาศซื้อหุ้นคืน เพื่อตอบสนองต่อข่าวดังกล่าว (Comment and Jarrell, 1991; Ikenberry et al., 1995; Grullon and Michaely, 2004)

สำหรับในประเทศไทย การเคลื่อนไหวของราคา

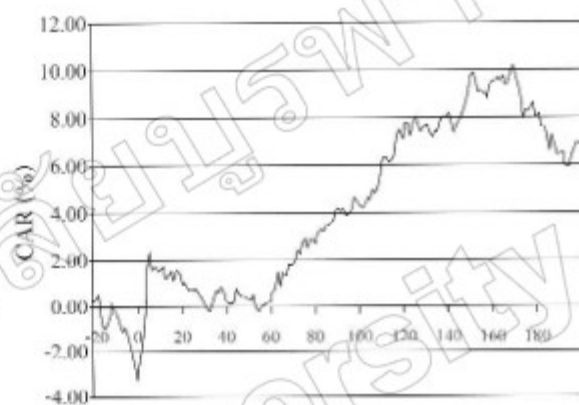
หุ้นในช่วงที่บริษัททำการซื้อหุ้นคืนก็มีลักษณะเช่นเดียวกับในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งจากการศึกษาการประกาศซื้อหุ้นคืน 26 ครั้ง ในประเทศไทย ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 ถึง วันที่ 31 มีนาคม พ.ศ. 2550 ของ Thanatawee (2009) พบว่าราคาหุ้นของบริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืน ในช่วง 20 วัน ถึง 3 วัน ก่อนหน้าวันที่บริษัทประกาศซื้อหุ้นคืน มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) เป็นลบร้อยละ 3.04 และ ในช่วง 2 วันก่อนหน้า ถึง 2 วัน หลังวันที่บริษัทประกาศซื้อหุ้นคืน อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมมีค่าเฉลี่ยเป็นบวกร้อยละ 4.22 ในทำนองเดียวกัน การศึกษาของ นราทิพย์ ทันทึง (2552) พบว่าราคาหุ้นของบริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืน ในช่วง 15 วัน ถึง 1 วัน ก่อนหน้าวันที่บริษัทประกาศซื้อหุ้นคืน มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม เป็นลบร้อยละ 11.21 และ ในช่วง 1 วันก่อนหน้า ถึง 1 วันหลังวันที่บริษัทประกาศซื้อหุ้นคืน อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมมีค่าเฉลี่ยเป็นบวกร้อยละ 3.46

ทางงานวิจัยของ Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen (1995) ในประเทศสหรัฐอเมริกา ยังพบว่า ในระยะ 4 ปี หลังจากวันที่บริษัทประกาศซื้อหุ้นคืน ราคาหุ้นของบริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืนมีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม (Buy-and-hold Abnormal Return: BHAR) โดยเฉลี่ยร้อยละ 12.1 ต่อปี ซึ่งต่อมา Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen (2000) ได้ทำการศึกษาการซื้อหุ้นคืนในประเทศแคนาดา ก็พบว่า ในระยะ 3 ปี หลังจากวันที่บริษัทประกาศซื้อหุ้นคืน ราคาหุ้นของบริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืน มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยร้อยละ 7 ต่อปี

นอกจากนี้ จากการศึกษาการประกาศซื้อหุ้นคืนในสหรัฐอเมริกากว่า 5,000 ครั้ง ในช่วงปี 1980 ถึง 1996 ของ Chan et al. (2004) พบว่า ในระยะ 4 ปี หลังจากวันที่บริษัทประกาศซื้อหุ้นคืน ราคาหุ้นของบริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืน มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม BHAR โดยเฉลี่ยร้อยละ 23.56 ต่อปี ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับ Ikenberry et al. (1995, 2000) ที่แสดงให้เห็นว่า ตลาดหุ้นมีการตอบสนองที่ไม่สมบูรณ์ ณ วันที่บริษัทประกาศซื้อหุ้นคืน (Market Underreaction) แต่มีการตอบสนองอย่างช้า ๆ ในระยะยาว

สำหรับในประเทศไทย การศึกษาของ Thanatawee

(2009) พบว่าในระยะ 160 วัน หลังจากวันที่บริษัทประกาศซื้อหุ้นคืน ราคาหุ้นของบริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืนมีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมที่เพิ่มสูงขึ้นเรื่อย ๆ จนถึงระดับสูงสุดที่ร้อยละ 10 ดังแสดงในรูปที่ 1 ซึ่งลักษณะดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า ตลาดหุ้นของไทยมีการตอบสนองต่อการประกาศซื้อหุ้นคืนที่ไม่สมบูรณ์เช่นเดียวกับในประเทศสหรัฐอเมริกาและแคนาดา



วันนับจากวันที่ประกาศซื้อหุ้นคืน (วันที่ 0)

ภาพที่ 1 อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) ของการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ 4 ก.ค. 44 ถึง 31 ม.ค. 50

## ผลกระทบของการซื้อหุ้นคืนต่อสภาพคล่องและความสามารถในการจับจังหวะการซื้อหุ้นคืนของผู้บริหาร

การซื้อหุ้นคืนซึ่งทำให้จำนวนหุ้นที่หมุนเวียนในตลาดของบริษัทลดลง จึงน่าจะทำให้สภาพคล่อง (Liquidity) ของบริษัทลดลง และการตอบสนองของตลาดหุ้นอย่างช้า ๆ ต่อการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืน ทำให้เกิดประเด็นที่น่าสนใจว่า ผู้บริหารของบริษัทที่ประกาศซื้อหุ้นคืนจะสามารถใช้โอกาสดังกล่าวในการจับจังหวะเวลาที่เหมาะสมในการซื้อหุ้นคืน (Repurchase timing) เพื่อทำกำไรให้บริษัทและผู้ถือหุ้นได้หรือไม่ ซึ่งจากการศึกษาการซื้อหุ้นคืนในประเทศสหรัฐอเมริกาจำนวน 153 ครั้ง ในช่วงปี ค.ศ. 1970 ถึง ค.ศ. 1978 ของ Barclay and Smith (1988) พบว่า ส่วนต่างของราคาเสนอซื้อกับราคา

เสนอขาย (bid-ask spread) ของบริษัทที่ซื้อหุ้นคืนสูงขึ้น ในระยะเวลาหนึ่งปีภายหลังการซื้อหุ้นคืน ซึ่งแสดงว่าการซื้อหุ้นคืนทำให้สภาพคล่องของบริษัทลดลง

ในทำนองเดียวกัน Brockman and Chung (2001) ทำการศึกษาการซื้อหุ้นคืนในประเทศฮ่องกงจำนวน 190 บริษัท ในช่วงปี ค.ศ. 1991 ถึง ค.ศ. 1999 พบว่า ค่า bid-ask spread ของหุ้นบริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืนได้เพิ่มสูงขึ้นในช่วงระยะเวลาซื้อหุ้นคืน แสดงให้เห็นว่า การซื้อหุ้นคืนทำให้สภาพคล่องลดลง ซึ่งสอดคล้องกับ Barclay and Smith (1988) นอกจากนั้น Brockman and Chung (2001) ได้ทำการทดสอบความสามารถในการจับจังหวะเวลาในการซื้อหุ้นคืนของผู้บริหาร (Managerial timing ability) โดยเปรียบเทียบต้นทุนการซื้อหุ้นคืนจริง กับ ต้นทุนการซื้อหุ้นในพอร์ตโฟลิโอจำลองแบบ bootstrap พบว่า ต้นทุนการซื้อหุ้นคืนจริง ต่ำกว่า ต้นทุนการซื้อหุ้นแบบ bootstrap อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าผู้บริหารมีความสามารถในการจับจังหวะเวลาในการซื้อหุ้นคืนที่เหมาะสม

อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาการซื้อหุ้นคืนในประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี ค.ศ. 1993 และ ค.ศ. 1994 ของ Cook et al. (2004) พบว่า การซื้อหุ้นคืนทำให้สภาพคล่องสูงขึ้น โดยค่า bid-ask spread ของหุ้นบริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืนได้ลดลงในช่วงระยะเวลาซื้อหุ้นคืน โดยเฉพาะหุ้นในตลาด NASDAQ ที่ค่า bid-ask spread ลดลงมากกว่า 11 เซ็นต์ต่อหุ้น นอกจากนั้น Cook et al. (2004) ได้ทำการทดสอบความสามารถในการจับจังหวะเวลาในการซื้อหุ้นคืนของผู้บริหาร โดยเปรียบเทียบต้นทุนการซื้อหุ้นคืนจริง กับ ต้นทุนการซื้อหุ้นในพอร์ตโฟลิโอจำลอง (Benchmark portfolios) หลายๆ แบบ พบว่าหุ้นขนาดใหญ่ที่จดทะเบียนใน NYSE สามารถซื้อหุ้นคืนจริงได้ในราคาที่ต่ำกว่าพอร์ตโฟลิโอจำลอง ในขณะที่หุ้นที่มีขนาดเล็กกว่าที่จดทะเบียนใน NASDAQ ก่อนข้างจะซื้อหุ้นคืนในราคาที่สูงกว่าพอร์ตโฟลิโอจำลอง ดังนั้น จากผลการศึกษาดังกล่าวที่ไม่ชัดเจน จึงยังไม่สามารถสรุปได้ว่า ผู้บริหารมีความสามารถในการจับจังหวะเวลาในการซื้อหุ้นคืน

จากการศึกษาการซื้อหุ้นคืนจริงจำนวน 36,848 ครั้ง โดย 352 บริษัท ในประเทศฝรั่งเศส ในช่วงปี พ.ศ. 2543 ถึง พ.ศ. 2547 ของ Ginglinger and Hamon (2007) ผลที่ได้

สอดคล้องกับ Cook et al. (2004) กล่าวคือ การซื้อหุ้นคืนทำให้สภาพคล่องของบริษัทลดลง โดยค่า bid-ask spread ของหุ้นบริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืนได้เพิ่มขึ้นในช่วงระยะเวลาซื้อหุ้นคืน และจากการเปรียบเทียบราคาหุ้นในช่วงที่ทำการซื้อหุ้นคืนกับช่วงก่อนหน้าและหลังระยะเวลาซื้อหุ้นคืน ก็ไม่พบว่ามีแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น Ginglinger and Hamon (2007) จึงสรุปว่า ผู้บริหารของบริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืนไม่ได้มีความสามารถในการจับจังหวะเวลาที่เหมาะสมเพื่อซื้อหุ้นคืนในราคาถูกแต่การซื้อหุ้นคืนในประเทศฝรั่งเศส จะมีวัตถุประสงค์หลักในการพยุงราคาหุ้นไม่ให้ตกต่ำ (Stock price stabilization)

## บทสรุป

การซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์ เป็นวิธีการจ่ายกระแสเงินสดคืนให้แก่ผู้ถือหุ้นที่ได้รับความนิยมในหลายประเทศในปัจจุบัน การประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนเป็นการส่งสัญญาณให้ผู้ถือหุ้นทราบถึงแนวโน้มที่ดีของบริษัทและการลดต้นทุนทางการเงินเนื่องจากกระแสเงินสดอิสระ ราคาหุ้นจึงเพิ่มสูงขึ้นเพื่อตอบสนองต่อข่าวดังกล่าว อย่างไรก็ตาม การตอบสนองของราคาหุ้น ณ วันที่บริษัททำการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนจะไม่สมบูรณ์ เนื่องจากการประกาศซื้อหุ้นคืนมิได้เป็นข้อบังคับให้บริษัททำการซื้อหุ้นคืนจริงตามที่ประกาศไว้

ประโยชน์ที่เด่นชัดของการซื้อหุ้นคืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน คือความยืดหยุ่นในการบริหารนโยบายเงินปันผลและสภาพคล่องของกิจการ โดยเฉพาะในช่วงที่บริษัทมีกำไรสูงผิดปกติ ซึ่งการซื้อหุ้นคืนจะช่วยลดความคาดหวังของนักลงทุนต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในอนาคต กล่าวคือ ในช่วงที่บริษัทมีกำไรปกติ ก็ควรใช้การจ่ายเงินปันผล และในช่วงที่บริษัทมีกระแสเงินสดส่วนเกินก็อาจทำการประกาศโครงการการซื้อหุ้นคืนเพิ่มเติมนอกเหนือจากการจ่ายเงินปันผล สำหรับในประเทศไทย บริษัทจดทะเบียนอาจจะขายหุ้นที่ซื้อคืนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อเพิ่มสภาพคล่องของกิจการในอนาคตได้อีกด้วย นอกจากนั้น ในช่วงที่ตลาดหุ้นตกต่ำ การซื้อหุ้นคืนยังเป็นเครื่องมือในการช่วยพยุงราคาหุ้นในช่วงระยะเวลาที่ทำการซื้อหุ้นคืน



แม้ว่าการซื้อหุ้นคืนจะมีประโยชน์หลายประการ แต่กลับพบว่า การซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยในทศวรรษที่ผ่านมายังมีค่อนข้างน้อย ซึ่งสาเหตุอาจเนื่องมาจากการบริหารของบริษัทจดทะเบียนยังขาดความรู้และความเข้าใจเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืน และระยะเวลาการซื้อหุ้นคืนที่ค่อนข้างสั้นเพียง 6 เดือน อาจทำให้บริษัทจดทะเบียนไม่พิจารณาทำการซื้อหุ้นคืน ดังนั้น คลท. ควรมีการจัดกิจกรรมวิชาการ

เพื่อส่งเสริมความรู้และความเข้าใจเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนให้มากขึ้นและสำรวจความคิดเห็นของผู้บริหารว่ากฎระเบียบที่ใช้อยู่ในปัจจุบันมีความเหมาะสมหรือไม่อย่างไร สำหรับงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยก็พบว่ายังมีน้อยมากเนื่องจากการซื้อหุ้นคืนที่ค่อนข้างน้อยในอดีตที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม การซื้อหุ้นคืนนับว่าเป็นนโยบายเงินปันผลที่น่าสนใจและมีแง่มุมต่าง ๆ ให้ศึกษาค้นคว้าได้อีกมากในอนาคต

มหาวิทยาลัยบูรพา  
Burapha University

## บรรณานุกรม

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2551). *คู่มือการซื้อขายหุ้นคืนเพื่อการบริหารการเงิน*. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- นราธิพย์ ทับเที่ยง. (2552). การศึกษาผลกระทบการซื้อหุ้นคืนต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอ. *วารสารบริหารธุรกิจนิค*, 5, 106-133.
- Aivazian, V. A., Booth, L., & Cleary, S. (2006). Dividend smoothing and debt ratings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41, 439-453.
- Barclay, M., & Smith, C. (1988). Corporate payout policy: cash dividends versus open-market repurchases. *Journal of Financial Economics*, 22, 61-82.
- Bessler, W., & Nohel, T. (1996). The stock-market reaction to dividend cuts and omissions by commercial banks. *Journal of Banking and Finance*, 20, 1485-1508.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend Policy, and 'The bird in hand fallacy'. *Bell Journal of Economics*, 10, 259-270.
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21<sup>st</sup> century. *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
- Brockman, P., & Chung, D. Y. (2001). Managerial timing and corporate liquidity: evidence from actual share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 61, 417-448.
- Chan, K., Ikenberry, D., Lee, I., & Wang, Y. (2010). Share repurchases as a potential tool to mislead investors. *Journal of Corporate Finance*, 16, 137-158.
- Chemmanur, T. J., He, J., Hu, G., & Liu, H. (2010). Is dividend smoothing universal?: New insights from a comparative study of dividend policies in Hong Kong and the U.S. *Journal of Corporate Finance*, 16, 413-430.
- Comment, R., & Jarrell, G. A. (1991). The relative signaling power of Dutch-auction and fixed price self-tender offers and open-market share repurchases. *Journal of Finance*, 46, 1243-1271.
- Cook, D. O., Krigman, L., & Leach, J. C. (2004). On the timing and execution of open market repurchases. *The Review of Financial Studies*, 17, 463-498.
- Ginglinger, E., & Hamon, J. (2007). Actual share repurchases, timing and corporate liquidity. *Journal of Banking and Finance*, 31, 915-938.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The information content of share repurchase programs. *Journal of Finance*, 59, 651-680.
- Guay, W., & Harford, J. (2000). The cash flow permanence and information content of dividend increases vs. repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57, 385-416.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J. & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39, 181-208.
- \_\_\_\_\_. (2000). Stock repurchases in Canada: performance and strategic trading. *Journal of Finance*, 55, 2373-2397.
- Jagannathan, M., Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57, 355-384.

- John, K., & William, J. (1985). Dividends, dilution, and taxes. *Journal of Finance*, 40, 1053-1070.
- Leary, M. T. (2011). Determinants of dividend smoothing: empirical evidence. *Review of Financial Studies*, 24, 3197-3249.
- Lie, E. (2005). Financial flexibility, performance, and the corporate payout choice. *Journal of Business*, 78, 1-24.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and Taxes. *American Economic Review*, 46, 97-113.
- Miller, M. & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, 40, 1031-1051.
- Nadarajan, S., Ahmad, & Z., Chandren, S. (2009). The effects on earnings from announcement of open market Malaysian corporate share buyback. *European Journal of Social Sciences*, 11, 378-390.
- Stephens, C. P., & Weisbach, M. (1998). Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. *Journal of Finance*, 53, 313-333.
- Thanatawee, Y. (2009). The information content of dividends and share repurchases: theory and practice. Unpublished Ph.D. Thesis, University of Bath.