

# ผลกระทบของกระแสเงินสดอิสระต่อความสามารถในการพยากรณ์ของความระมัดระวังทางบัญชีต่อโอกาสการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## The effect of free cash flow on the predictability of accounting conservatism towards stock repurchase opportunities of listed companies on the Stock Exchange of Thailand

### ธนัชพร ไชยอนันต์พร

นักวิเคราะห์ บริษัท ดีลอยท์ ฮูช โรมัทสึ ไชยยศ สอบบัญชี จำกัด

### Thanatporn Chaianunporn

Analyst, Deloitte Touche Tohmatsu Jaiyos Audit Company Limited

E-mail: thanutporn.chai@gmail.com; Ph: 094-548-5478

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ	: 7 มิถุนายน 2564
วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ	
ครั้งที่ 1	: 10 กันยายน 2564
ครั้งที่ 2	: 18 พฤศจิกายน 2564
วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ	: 1 ธันวาคม 2564

### ดร. ศิลปพร ศรีจันเพชร

รองศาสตราจารย์ ภาควิชาการบัญชี

หัวหน้าภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประธานคณะกรรมการวิชาชีพบัญชีด้านการศึกษาศาสตร์และเทคโนโลยีการบัญชี สภาวิชาชีพบัญชี ฯ

### Dr. Sillapaporn Srijunpetch

Associate Professor of Accounting Department

Head of Accounting Department,

Thammasat Business School, Thammasat University

The Chair of Professional Accounting Committee on Accounting Education and Technology

Thailand Federation of Accounting Professions

E-mail: sillapaporn@tbs.tu.ac.th; Ph: 081-436-1615

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1. ศึกษาความสามารถในการพยากรณ์ของความระมัดระวังทางบัญชีต่อโอกาสที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืน และ 2. ศึกษาอิทธิพลของกระแสเงินสดอิสระต่อความสามารถในการพยากรณ์ของความระมัดระวังทางบัญชีต่อโอกาสที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืน โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด จำนวน 498 บริษัท และใช้เทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณในการทดสอบสมมติฐาน

ผลการวิจัยพบว่า แบบจำลองในการพยากรณ์โอกาสในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทนั้นมีนัยสำคัญทางสถิติโดยตัวแปร ด้านขนาดกิจการ กำไรสุทธิ และเงินปันผลจ่าย สามารถพยากรณ์โอกาสในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทได้อย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตามความระมัดระวังทางบัญชีไม่สามารถพยากรณ์โอกาสในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทได้ไม่ว่าจะได้รับอิทธิพลจากกระแสเงินสดอิสระของบริษัทหรือไม่ ผลการวิจัยนี้ช่วยยืนยันถึงลักษณะเฉพาะของกิจการที่มีต่อความสามารถในการพยากรณ์โอกาสที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืน รวมถึง ความระมัดระวังทางบัญชีและกระแสเงินสดไม่มีผลต่อโอกาสที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน

**คำสำคัญ:** ความระมัดระวังทางบัญชี การซื้อหุ้นคืน กระแสเงินสดอิสระ

## Abstract

The objectives of this research were to: 1. study the predictability of accounting conservatism towards the likelihood of company's share repurchasing, and 2. study the influence of free cash flow on the predictability of accounting conservatism towards the likelihood of company's share repurchasing. The data were gathered from 498 listed companies on the Stock Exchange of Thailand (SET) by using the Binary Logistic Regression method to prove the hypothesis.

The result revealed that the forecasting model of corporate buyback opportunities was statistically significant. The factors of business size, net profit, and dividend were able to statistically and significantly predict the likelihood of the company's share repurchasing. However, accounting conservatism could not predict the likelihood of the company's share repurchasing whether it was influenced by the company's free cash flow or not. The results of this research had confirmed that the specific firm characteristics were able to predict the likelihood of company's stock repurchasing. In contrast, the accounting conservatism and cash flow did not have any influences on the likelihood of company's stock repurchasing on the Stock Exchange of Thailand, which would be benefits for investors to make decisions.

**Keywords:** Accounting Conservatism, Stock Repurchase, Free Cash Flow

## บทนำ

ความระมัดระวังทางบัญชีถือเป็นลักษณะเชิงคุณภาพของข้อมูลทางการเงินที่มีประโยชน์ ซึ่งกิจการจะไม่แสดงรายการสินทรัพย์และรายได้ในจำนวนที่สูงเกินไป และไม่แสดงหนี้สินและค่าใช้จ่ายในจำนวนที่ต่ำเกินไป นอกจากนั้น ความระมัดระวังทางบัญชียังช่วยลดการตัดสินใจที่เข้าข้างตนเองของผู้บริหารภายใต้เหตุการณ์ที่ไม่แน่นอนได้ (Federation of Accounting Professions, 2021) ดังนั้น หากงบการเงินของกิจการแสดงไว้อย่างระมัดระวังจึงเป็นการแสดงถึงคุณภาพของงบการเงินที่สะท้อนประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อการตัดสินใจของนักลงทุนและผู้ใช้งบการเงินทั่วไป

การซื้อหุ้นคืนเป็นการปรับโครงสร้างทางการเงินของบริษัท และอาจช่วยลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นได้ ในบางกรณีผู้บริหารอาจมีแรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนเพราะต้องการส่งสัญญาณ เนื่องจากผู้บริหารมีข้อมูลที่มากกว่าบุคคลภายนอก ซึ่งการซื้อหุ้นคืนจะทำให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น (Dann, Masulis & Mayers, 1991; Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen, 2000) นอกจากนั้น แรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนอีกอย่างหนึ่งคือความตั้งใจของกิจการในการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) โดยการกระจายเงินสดส่วนเกินให้กับผู้ถือหุ้น ในกรณีที่ไม่มีโอกาสในการเติบโต ซึ่ง Jensen (1986) ได้เชื่อมโยงกระแสเงินสดอิสระกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) โดยแสดงให้เห็นว่าการซื้อหุ้นคืนเป็นวิธีที่มีประสิทธิภาพ ในการลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) โดยการกระจายกระแสเงินสดอิสระให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งช่วยป้องกันการสูญเสียกระแสเงินสดอิสระโดยการลงทุนในโครงการลงทุนที่ไม่ทำกำไร จึงเป็นเหตุผลที่งานวิจัยนี้ให้ความสำคัญกับการซื้อหุ้นคืน เนื่องจากการซื้อหุ้นคืนกลายเป็นวิธีที่หลายบริษัทใช้ในการระบายกระแสเงินสดที่โดดเด่นเมื่อเทียบกับการจ่ายเงินสดปันผล อีกทั้ง ยังเป็นนโยบายทางการเงินเชิงกลยุทธ์ที่สำคัญ (Brav, Graham, Harvey & Michaely, 2005; Skinner, 2008; Kim, Jo & Yoon, 2013) แรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืนยังมีมากมายบนพื้นฐานของการลดกระแสเงินสดส่วนเกิน เช่น การลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) การส่งสัญญาณแก่ตลาด (Signaling) การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงาน (Employee Stock Options) และการป้องกันการถูกรับซื้อกิจการ (Takeover) เป็นต้น สำหรับแรงจูงใจที่มีความเกี่ยวข้องกับการศึกษาที่มากที่สุดคือการลดต้นทุนตัวแทนของกระแสเงินสดอิสระ

งานวิจัยในอดีตของ Ahmed, Billings, Morton and Stanford-Harris (2002) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการจ่ายเงินปันผลและความระมัดระวังทางบัญชี พบว่า ความระมัดระวังทางบัญชีมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล กล่าวคือ บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงมักทำให้เกิดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้ถือหุ้นผู้สูง จึงต้องการความระมัดระวังทางบัญชี อย่างไรก็ตาม Louis and Urcan (2015) กลับพบว่าความระมัดระวังทางบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล จากการทบทวนวรรณกรรมสรุปได้ว่าความระมัดระวังทางบัญชีมีค่านิยมโดยทั่วไปว่าเป็นการรับรู้ข่าวร้ายต่อกิจการเร็วกว่าข่าวดี หรือกล่าวได้ว่ากิจการรับรู้ขาดทุนเร็วกว่ากำไรส่งผลให้กิจการแสดงฐานะการเงินในงบการเงินต่ำลง และอาจรับรู้ค่าใช้จ่ายสูงกว่าฐานะการเงินที่แท้จริง นอกจากนี้ความระมัดระวังทางบัญชียังถูกกว่าเป็นกลไกในการกำกับดูแลกิจการในแนวทางปฏิบัติทางด้านบัญชีที่ช่วยลดปัญหาตัวแทนต่างๆ เช่น ปัญหาการลงหุ้นที่สูงเกิน ซึ่งมีความเกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดด้วยการรับรู้ผลขาดทุนที่ยังไม่รับรู้ (Unrealized loss) อย่างทันเวลาจะช่วยลดโอกาสที่ผู้บริหารจะตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มี NPV ติดลบ (Kravet 2014; Lara, Osmá & Penalva, 2016) จากเหตุผลดังกล่าว งานวิจัยนี้จึงสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความระมัดระวังทางบัญชีและการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากยังไม่พบหลักฐานว่าความระมัดระวังทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน ซึ่งเป็นตลาดเกิดใหม่และมีสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่แตกต่างจากต่างประเทศและมีกฎหมายการซื้อหุ้นคืนที่มีความเฉพาะตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 งานวิจัยนี้จะช่วยให้นักลงทุนหรือผู้ใช้งบการเงินทั่วไปเข้าใจถึงความสัมพันธ์ของการซื้อหุ้นคืนต่อคุณภาพของงบการเงินเมื่อพิจารณาผ่านความระมัดระวังทางบัญชี และจะให้หลักฐานเพิ่มเติมเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนกับความระมัดระวังทางบัญชีในบริบทของประเทศไทย

## วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาผลกระทบของกระแสเงินสดอิสระต่อความสามารถในการพยากรณ์ของความระมัดระวังทางบัญชีต่อโอกาสการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

### ความระมัดระวังทางบัญชี (Conservatism)

คณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (IASB) ได้มีการเผยแพร่กรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงินฉบับปรับปรุงออกมา เมื่อวันที่ 29 มีนาคม พ.ศ. 2561 โดยกรอบแนวคิดฯ ฉบับปรับปรุงนี้ได้มีการนำแนวคิดหรือหลักการที่เคยตัดทิ้งไปแล้วกลับมาบรรจุใหม่ ซึ่งได้มีการกล่าวถึงหลักความระมัดระวังว่าเป็นลักษณะเชิงคุณภาพของข้อมูลทางการเงินที่มีประโยชน์ (Jantadej, 2014) กรอบแนวคิดฯ 2561 ได้ให้ความหมายของหลักความระมัดระวังว่า คือ การใช้ความระมัดระวังเมื่อต้องมีการตัดสินใจภายใต้สถานการณ์ที่ไม่แน่นอน โดย IASB ต้องการให้หลักความระมัดระวังช่วยลดผลกระทบของการมองโลกในแง่ดีหรือการมองสถานการณ์แบบเข้าข้างตนเอง ซึ่งเป็นธรรมชาติของผู้บริหารลง

การใช้หลักความระมัดระวัง หมายถึง การทำให้สินทรัพย์และรายได้ไม่แสดงสูงเกินไป หนี้สินและค่าใช้จ่ายไม่แสดงต่ำเกินไป และในขณะเดียวกันหลักความระมัดระวังก็ไม่ได้อนุญาตให้แสดงสินทรัพย์และรายได้ต่ำเกินไป หรือแสดงหนี้สินและค่าใช้จ่ายสูงเกินไป เนื่องจากการแสดงข้อมูลที่สูงหรือต่ำเกินไปในปัจจุบันจะทำให้รายได้หรือค่าใช้จ่ายในอนาคตสูงไปหรือต่ำไปได้

ในขณะที่ Watts (2003a) นิยามความระมัดระวังว่าเป็นความไม่เท่าเทียมกันในการรับรู้รายการกำไรและขาดทุน Beaver and Ryan (2005) นิยามความระมัดระวังทางบัญชีว่าเป็นการแสดงข้อมูลต่ำเกินไปโดยเฉลี่ยของมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิเมื่อเทียบกับราคาตลาด Basu (1997) ตีความความระมัดระวังว่าเป็นแนวโน้มที่นักบัญชีจะมีระดับการตรวจสอบที่สูงขึ้นสำหรับการรับรู้ข่าวดีมากกว่าการรับรู้ข่าวร้ายในงบการเงิน โดยรายได้จะสะท้อนให้เห็นข่าวร้ายเร็วกว่าข่าวดี ตัวอย่างเช่น ขาดทุนที่ยังไม่เกิดขึ้น (Unrealized loss) โดยทั่วไปจะรับรู้ก่อนกำไรที่ยังไม่เกิดขึ้น (Unrealized Gain) ความไม่สมดุลในการรับรู้นี้จะนำไปสู่ความแตกต่างอย่างเป็นระบบระหว่างข่าวร้ายและข่าวดีในช่วงเวลาที่เหมาะสมและการคงอยู่ของรายได้

## ประเภทของความระมัดระวังทางบัญชี

งานวิจัยในอดีตได้มีการแบ่งความระมัดระวังออกเป็น 2 ประเภท ดังนี้

### 1. ความระมัดระวังแบบมีเงื่อนไข (Conditional conservatism)

Beaver and Ryan (2005) ได้ให้คำนิยามของความระมัดระวังแบบมีเงื่อนไขว่าเป็นความระมัดระวังที่จะมีการรับรู้โดยขึ้นอยู่กับเหตุการณ์หรือข่าวสารที่ได้รับ โดยสินทรัพย์จะแสดงที่มูลค่าลดลงเมื่ออยู่ภายใต้สภาพแวดล้อมที่ไม่พึงประสงค์ (Adverse Circumstances) แต่จะไม่บันทึกมูลค่าเพิ่มขึ้นเมื่ออยู่ภายใต้สภาพแวดล้อมที่พึงประสงค์ (Favorable Circumstances) โดยขึ้นอยู่กับเหตุการณ์หรือข่าวสารที่ได้รับ ซึ่งเป็นผลจากการเลือกหรือตัดสินใจของฝ่ายบริหาร เช่น การด้อยค่าของความนิยม การด้อยค่าของสินทรัพย์ถาวร เป็นต้น

### 2. ความระมัดระวังแบบไม่มีเงื่อนไข (Unconditional conservatism)

Beaver and Ryan (2005) ได้ให้คำนิยามของความระมัดระวังแบบไม่มีเงื่อนไขว่าเป็นความระมัดระวังที่เกิดขึ้นโดยไม่ขึ้นอยู่กับเหตุการณ์หรือข่าวสาร แต่ขึ้นอยู่กับปฏิบัติทางบัญชี (Accounting Practice) ส่งผลให้มูลค่าทางบัญชี (Book Value) ต่ำกว่ามูลค่าตลาด (Market Value) เช่น การรับรู้ต้นทุนที่เกิดขึ้นเป็นค่าใช้จ่ายทันที ได้แก่ ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาในขั้นต้น การคิดค่าเสื่อมราคาของอาคาร ที่ดิน อุปกรณ์ในอัตราสูงกว่าการเสื่อมสภาพเศรษฐกิจ และการรับรู้สินทรัพย์ที่มูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวกด้วยราคาทุน เป็นต้น

## การซื้อหุ้นคืน (Stock Repurchase)

การซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนช่วยปรับโครงสร้างทางการเงินของบริษัทและแก้ไขความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ วัตถุประสงค์ที่ซื้อคืนต้องจำหน่ายในเวลาที่กำหนดในกฎกระทรวง คือ ในช่วงภายหลังจากการซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น 6 เดือน แต่ไม่เกิน 3 ปี ตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 อนุญาตให้บริษัทมหาชนจำกัดอาจซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นได้ในกรณี ดังต่อไปนี้

(1) กรณีผู้ถือหุ้นไม่เห็นด้วยกับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น ซึ่งแก้ไขข้อบังคับบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนหรือสิทธิในการรับเงินปันผล ซึ่งผู้ถือหุ้นเห็นว่าตนไม่ได้รับความเป็นธรรม

(2) กรณีเพื่อบริหารทางการเงิน เมื่อบริษัทมีกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกิน และการซื้อหุ้นคืนนั้นไม่เป็นเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน

วิธีการซื้อหุ้นคืน มี 2 วิธี คือ (1) กรณีผู้ถือหุ้นไม่เห็นด้วยกับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น ซึ่งการซื้อหุ้นคืนกรณีผู้ถือหุ้นไม่เห็นด้วยกับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นสามารถทำได้โดยการส่งคำเสนอซื้อหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นดังกล่าว จากนั้นให้แจ้งความประสงค์จะขายหุ้นคืนให้แก่บริษัท หรือ (2) กรณีเพื่อบริหารทางการเงิน ซึ่งเป็นการซื้อหุ้นคืน เพื่อบริหารทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย สามารถทำได้ 2 วิธี คือ ซื้อผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ เสนอซื้อเป็นการทั่วไป (General Offer: GO) กรณีซื้อหุ้นคืนไม่เกิน 10% ของทุนชำระแล้วสามารถทำได้ทั้ง 2 วิธีดังกล่าว แต่กรณีซื้อหุ้นคืนเกิน 10% ของทุนชำระแล้วให้ซื้อแบบเสนอซื้อเป็นการทั่วไปเท่านั้น

## แรงจูงใจในการซื้อหุ้นคืน

ในส่วนนี้จะอธิบายถึงแรงจูงใจ หลักคำอธิบายเชิงทฤษฎี และการค้นพบเชิงประจักษ์สำหรับการซื้อหุ้นคืนจากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า มี 2 ทฤษฎีหลักที่ใช้ในการอธิบายแรงจูงใจของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนที่ประกาศซื้อหุ้นคืน ประกอบไปด้วยทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Hypothesis) และทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow Hypothesis)

### (1) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Hypothesis)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณมีพื้นฐานมาจากความไม่เท่าเทียมระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นในการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร (Information Asymmetry) เนื่องจากผู้บริหารซึ่งเป็นบุคคลภายในบริษัทมักจะมีข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไร ระดับของกระแสเงินสดส่วนเกิน และข้อมูลทางการเงินด้านอื่น ๆ ของบริษัทมากกว่าผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นบุคคลภายนอกบริษัท ดังนั้น การประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนจึงเป็นการส่งสัญญาณด้านบวกไปยังผู้ถือหุ้น Dann et al. (1991), Ikenberry et al. (2000) ได้อธิบายว่าการซื้อหุ้นคืนเป็นการที่บริษัทส่งสัญญาณว่าราคาหุ้นในปัจจุบันของบริษัทมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของบริษัท (Stock Undervaluation) ส่งผลให้ราคาหุ้นสูงขึ้นทันที

## (2) ทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow Hypothesis)

Jensen (1986) ได้นิยามกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flows) ว่าหมายถึง กระแสเงินสดที่มีมากกว่าความต้องการเพื่อใช้เป็นเงินทุนสำหรับโครงการทั้งหมดที่มีมูลค่า (Net Present Value, NPV) เป็นบวก เมื่อมีอัตราคิดลดเท่ากับต้นทุนทางการเงิน โดย Jensen ได้เชื่อมโยงกระแสเงินสดอิสระเข้ากับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) กล่าวคือการซื้อหุ้นคืนเป็นวิธีที่มีประสิทธิภาพในการลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) โดยการกระจายกระแสเงินสดอิสระให้แก่ผู้ถือหุ้นซึ่งช่วยป้องกันการสูญเสียกระแสเงินสดอิสระโดยการลงทุนในโครงการลงทุนที่ไม่ทำกำไร

เมื่อบริษัทประสบความสำเร็จในการดำเนินธุรกิจได้รับผลกำไร บริษัทต้องหาวิธีการในการบริหารกระแสเงินสดที่ได้จากการดำเนินงานของบริษัท เช่น การนำไปลงทุนในสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงาน การชำระหนี้สิน การจ่ายเงินปันผล และการซื้อหุ้นคืน เป็นต้น ในอดีตการจ่ายเงินปันผลถือเป็นวิธีการที่บริษัทเลือกใช้เพื่อกระจายกระแสเงินสดไปยังผู้ถือหุ้นและนักลงทุนมาเป็นเวลายาวนาน แต่ต่อมาในปี ค.ศ. 1990 การซื้อหุ้นคืนเริ่มได้รับความนิยมเพิ่มขึ้น จากการเก็บข้อมูลจาก COMPUSTAT พบว่าในประเทศสหรัฐอเมริกา ค่าใช้จ่ายที่ใช้ในโครงการซื้อหุ้นคืน เพิ่มขึ้นถึง 50.1 เปอร์เซ็นต์ ในปี ค.ศ. 1998 ซึ่งเป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์ที่บริษัทส่วนใหญ่นิยมใช้วิธีการซื้อหุ้นคืน เพื่อบริหารกระแสเงินสดมากกว่าการจ่ายเงินปันผล (Grullon & Michaely, 2000)

จากการวิจัยเชิงทฤษฎีทางการเงินของ Modigliani & Miller (1958) ได้กล่าวว่าภายใต้ภาวะตลาดทุนที่สมบูรณ์ (Perfect Capital Market) นักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลทางการเงินของบริษัทได้อย่างเท่าเทียม ดังนั้น การซื้อหุ้นคืนและการจ่ายเงินปันผลจึงเป็นนโยบายทางการเงินที่สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์แบบ กล่าวคือเงินสดส่วนที่เหลือจะสามารถกระจายให้นักลงทุนผ่านเงินปันผลหรือการซื้อหุ้นคืนได้

### สมมติฐานของการวิจัย

การพัฒนาสมมติฐานในการวิจัยแบ่งออกเป็น (1) การซื้อหุ้นคืนและความระมัดระวังทางบัญชี และ (2) กระแสเงินสดอิสระและการซื้อหุ้นคืน ดังรายละเอียดต่อไปนี้

#### การซื้อหุ้นคืนและความระมัดระวังทางบัญชี

ความระมัดระวังทางบัญชีถูกมองว่าเป็นกลไกในการควบคุมโอกาสในการตกแต่งงบการเงิน เพื่อแก้ไขปัญหาตัวแทนระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นภายนอก จากการศึกษาของ Lara et al. (2016) พบว่าความระมัดระวังทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับการลงทุนที่มากเกินไปทั้งในส่วนของ การเข้าซื้อกิจการรวมถึงการลงทุน เช่น ค่าใช้จ่ายในการลงทุนและค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา เนื่องจากบริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระสูงมีความเสี่ยงที่จะมีการลงทุนมากเกินไป จึงเป็นเหตุผลที่ผู้วิจัยคาดว่าความระมัดระวังจะช่วยลดปัญหาแรงจูงใจการซื้อหุ้นคืนที่เกิดจากกระแสเงินสดอิสระได้ นอกจากนี้ งานวิจัยของ Bens, Nagar, Skinner and Wong (2003) พบว่าบริษัทจำนวนมากใช้การซื้อหุ้นคืนเพื่อแก้ปัญหา Dilutive Effect จากการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อกรรมการหรือพนักงาน (Employee Stock Option Program: ESOP) และเพื่อเพิ่มกำไรต่อหุ้นเพื่อให้บรรลุเป้าหมายการเติบโตของกำไร งานวิจัยของ Kahle (2002) รายงานว่าบริษัทจะประกาศแผนการซื้อหุ้นคืนเนื่องจากมี Outstanding Stock Option จำนวนมากและเมื่อเวลาที่ Stock Option เหล่านี้สามารถใช้สิทธิได้

งานวิจัยของ Burnett, Cripe, Martin and McAllister (2012) ได้อธิบายถึงการใช้นโยบายการซื้อคืนหุ้นคืนทดแทนการตกแต่งกำไรผ่านการบริหารรายการคงค้าง (Accruals Management) และการสร้างรายการธุรกิจ (Real Activities Manipulation) และคุณภาพของการตรวจสอบมีผลต่อการเลือกวิธีการตกแต่งกำไร ซึ่งพบว่าการซื้อหุ้นคืนช่วยเพิ่มกำไรต่อหุ้น อาจแสดงถึงการดึงดูดนักลงทุนอย่างหนึ่ง นอกจากนี้ งานวิจัยของ Lobo, Robin and Wu (2020) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของความระมัดระวังทางบัญชีในการพยากรณ์โอกาสในการซื้อหุ้นคืนของบริษัท พบว่า ความระมัดระวังทางบัญชีมีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญในการพยากรณ์โอกาสในการเกิดการซื้อหุ้นคืน ในทางกลับกัน งานวิจัยของ Li, He, Marshall and Tang (2020) พบว่าความระมัดระวังทางบัญชีไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในการพยากรณ์โอกาสในการซื้อหุ้นคืนของบริษัท สำหรับบริษัทที่มีข้อจำกัดทางการเงินหรือมีความเสี่ยงต่อการประสบปัญหาทางการเงินสูง

จากที่กล่าวมาข้างต้น งานวิจัยนี้คาดว่าความระมัดระวังทางบัญชีจะมีความสามารถในการพยากรณ์โอกาสในการซื้อหุ้นคืน จึงกำหนดสมมติฐานดังนี้

H1: ความระมัดระวังทางบัญชีมีผลต่อการซื้อหุ้นคืน

## กระแสเงินสดอิสระและการซื้อหุ้นคืน

การซื้อหุ้นคืนมีแรงจูงใจที่สำคัญคือกระแสเงินสดอิสระ (Dittmar, 2000) เนื่องจากการซื้อหุ้นคืนช่วยลดกระแสเงินสดส่วนเกินสำหรับการลงทุนและบังคับวินัยทางการตลาดในการตัดสินใจลงทุน โดย Lobo et al. (2020) พบว่า ความสัมพันธ์เชิงลบในบริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระสูงต่อการพยากรณ์โอกาสในการเกิดการซื้อหุ้นคืน แสดงให้เห็นว่าการซื้อหุ้นคืนจะช่วยลดต้นทุนตัวแทนของกระแสเงินสดอิสระได้ รวมทั้ง Watts (2003b) ได้กล่าวไว้ว่าความระมัดระวังทางบัญชีจะทำหน้าที่เป็นกลไกช่วยให้ผู้บริหารเลือกโครงการที่เหมาะสม สำหรับปัญหากระแสเงินสดอิสระอาจลดลงโดยกลไกทางการเงิน เช่น การซื้อหุ้นคืน หรือกลไกการบัญชี เช่น ความระมัดระวังทางบัญชีได้ (Lobo et al., 2020) รวมทั้ง Lara et al. (2016) พบว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระสูงมีความเสี่ยงที่จะมีการลงทุนมากเกินไป ดังนั้น กระแสเงินสดอิสระอาจเป็นปัจจัยที่ช่วยเพิ่มความสามารถในการพยากรณ์ของความระมัดระวังทางบัญชีต่อการซื้อหุ้นคืน จากที่กล่าวมาข้างต้น งานวิจัยนี้คาดว่ากระแสเงินสดอิสระต่ำจะมีผลกระทบต่อการศึกษาการซื้อหุ้นคืน และกระแสเงินสดอิสระต่อความสามารถในการพยากรณ์ของความระมัดระวังทางบัญชีต่อโอกาสการซื้อหุ้นคืน จึงกำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H2.1: กระแสเงินสดอิสระมีผลกระทบต่อการศึกษาการซื้อหุ้นคืน

H2.2: กระแสเงินสดอิสระมีผลกระทบต่อความสามารถในการพยากรณ์ของความระมัดระวังทางบัญชีต่อโอกาสการซื้อหุ้นคืน

## วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้เป็นการศึกษาผลกระทบของกระแสเงินสดอิสระต่อความสามารถในการพยากรณ์ของความระมัดระวังทางบัญชีต่อโอกาสการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งใช้ข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary Data) ผ่านฐานข้อมูลออนไลน์ SETSMART โดยใช้ข้อมูลการซื้อหุ้นคืนของบริษัทในปี 2560 ถึง 2562 และใช้ข้อมูลเพื่อวัดระดับความระมัดระวังทางบัญชีของบริษัทในปี 2559 ถึง 2561 การวิเคราะห์ข้อมูลใช้เทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยโลจิสติก (Binary Logistic Regression) ข้อมูลตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยสรุปได้ดังนี้

รายละเอียด/ปีพ.ศ.	2560	2561	2562	รวม
บริษัทที่ใช้ในการศึกษาในขั้นต้น	498	498	498	1,494
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	(86)	(76)	(74)	(236)
คงเหลือบริษัท	412	422	424	1,258

## แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย

ในส่วนนี้อธิบายถึงแบบจำลองที่ใช้วัดค่าตัวแปรความระมัดระวังทางบัญชี และแบบจำลองในการวิจัยดังต่อไปนี้

### (1) แบบจำลองที่ใช้วัดความระมัดระวังทางบัญชี

ผู้วิจัยใช้แบบจำลองของ Khan and Watts (2009) ในการวัดความระมัดระวังแบบมีเงื่อนไข เนื่องจากเป็นแบบจำลองที่มีการใช้โดยแพร่หลายจากการทบทวนวรรณกรรม โดยแบบจำลองของ Khan and Watts (2009) ได้พัฒนามาจากแบบจำลองของ Basu (1997) ที่แสดงความระมัดระวังตามการตอบสนองต่อข่าวดี (G-score) และการตอบสนองต่อข่าวร้าย (C-score) โดยสมการของทั้ง 2 ตัวชี้วัด สามารถแสดงการคำนวณได้ดังนี้

$$X_{i,t} = \beta_{1,t} + \beta_{2,t} D_{i,t} + \beta_{3,i,t} R_{i,t} + \beta_{4,i,t} D_{i,t} R_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$Gscore = \beta_{3,i,t} = \mu_1 + \mu_2 SIZE_{i,t} + \mu_3 MB_{i,t} + \mu_4 LEV_{i,t}$$

$$Cscore = \beta_{4,i,t} = \lambda_1 + \lambda_2 SIZE_{i,t} + \lambda_3 MB_{i,t} + \lambda_4 LEV_{i,t}$$

จากสมการข้างต้น สมการแรกเป็นสมการดั้งเดิมตามงานวิจัยของ Basu (1997) เมื่อนำ G-score และ C-score แทนค่าในสมการแรก จะได้แบบจำลองของ Khan and Watts (2009) ดังนี้

$$X_{it} = \beta + \beta_{2,t} D_{i,t} + (\mu_1 + \mu_2 SIZE_{i,t} + \mu_3 MB_{i,t} + \mu_4 LEV_{i,t}) R_{i,t} + (\lambda_1 + \lambda_2 SIZE_{i,t} + \lambda_3 MB_{i,t} + \lambda_4 LEV_{i,t}) D_{i,t} R_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

โดยที่

$X_{it}$	คือ	กำไรสุทธิของกิจการก่อนรายการผิดปกติหารด้วยมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น
$R_{i,t}$	คือ	ผลตอบแทนจากการถือหุ้นนับตั้งแต่เดือนที่ 4 ของปีปัจจุบันจนถึงเดือนที่ 3 ของปีถัดไป
$D_{i,t}$	คือ	ตัวแปรหุ่น มีค่าเท่ากับ 1 หากบริษัทที่มีผลตอบแทน (R) น้อยกว่าหรือเท่ากับศูนย์
$SIZE_{i,t}$	คือ	ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดของบริษัท
$MB_{i,t}$	คือ	สัดส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของผู้ถือหุ้น
$LEV_{i,t}$	คือ	ผลรวมของหนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาวหารด้วยมูลค่าตลาดของบริษัท

ค่า C-Score จากตัวแบบของ Khan and Watts (2009) ของแต่ละปี จะได้มาจากการวิเคราะห์ถดถอย (Regression Analysis) โดยตัวแบบที่ใช้ในการวิเคราะห์ถดถอย คือ ตัวแบบความระมัดระวังของ Khan and Watts (2009) ข้างต้น จากนั้นเมื่อวิเคราะห์ถดถอยเสร็จสิ้น นำสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปร  $D_{i,t}R_{i,t}$  บวกกับผลคูณระหว่าง Size กับสัมประสิทธิ์ของ  $D_{i,t}R_{i,t}SIZE_{i,t}$  ในสมการของ C-Score และบวกกับผลคูณของ  $MB_{i,t}$  กับสัมประสิทธิ์ของ  $D_{i,t}R_{i,t}MB_{i,t}$  ในสมการ และบวกกับ  $LEV$  ที่คูณกับสัมประสิทธิ์ของ  $D_{i,t}R_{i,t}LEV_{i,t}$  ในสมการ แล้วจะได้ค่าของ C-Score ของบริษัทที่สนใจในแต่ละปี

## (2) แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย

การพัฒนาแบบจำลองในการวิจัยครั้งนี้แบ่งออกเป็น 2 แบบจำลองดังรายละเอียดต่อไปนี้

### แบบจำลองที่ 1

ใช้ทดสอบสมมติฐานที่ 1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความระมัดระวังทางบัญชีและการซื้อหุ้นคืน โดยผู้วิจัยนำตัวแบบมาจากการศึกษาที่เกี่ยวข้องในอดีตของ Lobo et al. (2020) โดยแบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบมีดังนี้

$$RP_{ct} = \alpha + \beta_1 CSCORE_{t-1} + \lambda Control_{t-1} + \epsilon_t$$

### แบบจำลองที่ 2

ใช้ในการทดสอบสมมติฐานที่ 2 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการซื้อหุ้นคืนและความระมัดระวังทางบัญชีว่าได้รับอิทธิพลจากตัวแปรกำกับหรือไม่ โดยผู้วิจัยได้เพิ่มตัวแปรกำกับ (Moderating Variable) คือ กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) เข้าไปในแบบจำลองที่ 1 จึงทำให้ได้แบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบ ดังนี้

$$RP_{ct} = \alpha + \beta_1 CSCORE_{t-1} + \beta_2 FCF_{t-1} + \beta_3 CSCORE_{t-1} \times FCF_{t-1} + \lambda Controls_{t-1} + \epsilon_t$$

## กำหนดให้

ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

RPC คือ การซื้อหุ้นคืน เป็นตัวแปรเชิงกลุ่มที่มีค่า 2 ค่า (Dichotomous Variable) มีค่าเป็น 1 เมื่อบริษัทมีการประกาศแผนซื้อหุ้นคืนในปีนั้น ๆ มิเช่นนั้นจะมีค่าเป็น 0

ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

CSCORE คือ ความระมัดระวังทางบัญชี จากการคำนวณในแบบจำลองของ Khan และ Watts (2009)

ตัวแปรกำกับ (Moderator Variable)

FCF คือ กระแสเงินสดอิสระ คำนวณได้จากการนำกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ลบด้วยเงินลงทุนเพื่อขยายกิจการ

ตัวแปรควบคุม (Control Variable)

SIZE คือ ขนาดกิจการ วัดค่าจากลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดของบริษัท

NI คือ กำไรสุทธิสำหรับปี

DIV\_PAID คือ เงินปันผลที่บริษัทมีการจ่ายจริงในรอบระยะเวลาบัญชีนั้น ๆ

ในการวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติก (Binary Logistic Regression) เพื่อศึกษาความสามารถในการพยากรณ์ของความระมัดระวังทางบัญชีต่อโอกาสที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืนสำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## ผลการวิจัย

ในส่วนผลการวิจัยแสดงผลการวิเคราะห์สถิติพรรณนา เพื่อแสดงให้เห็นถึงข้อมูลพื้นฐานในภาพรวม และสถิติอนุมานที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานในการวิจัย ดังนี้

ตารางที่ 1 แสดงสัดส่วนบริษัทที่มีการประกาศแผนการซื้อหุ้นคืนต่อบริษัททั้งหมด

รายละเอียด	2560	2561	2562	รวม
จำนวนบริษัทที่มีการประกาศแผนการซื้อหุ้นคืน	4	14	13	31
จำนวนบริษัทที่ไม่ได้มีการประกาศแผนการซื้อหุ้นคืน	408	408	411	1,227
จำนวนบริษัททั้งหมด	412	422	424	1,258
สัดส่วนบริษัทที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนต่อบริษัททั้งหมด	0.97	3.32	3.06	2.46

จากตารางที่ 1 พบว่าในปี 2560 จำนวนบริษัทที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนเท่ากับ 4 บริษัท จากจำนวนบริษัททั้งหมด 412 บริษัท คิดเป็นสัดส่วนบริษัทที่มีการประกาศแผนการซื้อหุ้นคืนต่อบริษัททั้งหมด 0.97 ในปี 2561 จำนวนบริษัทที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนเท่ากับ 14 บริษัท จากจำนวนบริษัททั้งหมด 422 บริษัท คิดเป็นสัดส่วนบริษัทที่มีการประกาศแผนการซื้อหุ้นคืนต่อบริษัททั้งหมด 3.32 ในปี 2562 จำนวนบริษัทที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนเท่ากับ 13 บริษัท จากจำนวนบริษัททั้งหมด 424 บริษัท คิดเป็นสัดส่วนบริษัทที่มีการประกาศแผนการซื้อหุ้นคืนต่อบริษัททั้งหมด 3.06 รวมกลุ่มตัวอย่างทั้ง 3 ปี พบว่ามีสัดส่วนบริษัทที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนต่อบริษัททั้งหมด 2.46

## ตารางที่ 2 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
RRC	0.025	0.155	0.000	1.000
CSCORE	0.000	0.002	-0.002	0.031
FCF (ล้านบาท)	2.842	15.909	-10.216	306.078
SIZE	8.500	1.697	4.037	14.089
NI (ล้านบาท)	1,535.043	7,223.958	-12,042.410	135,179.600
DIV_PAID (ล้านบาท)	-873.977	3,592.120	-59,978.980	0.000

N = 1,258

จากตารางที่ 2 พบว่า ค่าระดับความระมัดระวังแบบมีเงื่อนไข มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.002 หน่วย ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.031 หน่วย กระแสเงินสดอิสระ มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -10.216 ล้านบาท มีค่าสูงสุดเท่ากับ 306.078 ล้านบาท และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.842 ล้านบาท ขนาดกิจการ มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 4.037 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 14.089 และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.500 กำไรสุทธิ มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -12,042 ล้านบาท มีค่าสูงสุดเท่ากับ 135,179 ล้านบาท และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1,535 ล้านบาท เงินปันผลที่จ่ายจริงมีค่าสูงสุดเท่ากับ 59,978 ล้านบาท มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0 บาท และค่าเฉลี่ยเท่ากับ 873.977 ล้านบาท

### ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติก (Binary Logistic Regression)

จากข้อมูลดังตารางที่ 2 ผู้วิจัยได้นำข้อมูลมาวิเคราะห์ผ่านสมการถดถอย โลจิสติกเพื่อวิเคราะห์ความน่าจะเป็นในการซื้อหุ้นคืนรวมถึงปัจจัยที่สามารถพยากรณ์ความน่าจะเป็นนั้น ซึ่งจากผลการวิเคราะห์ดังตารางที่ 3 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ (B) สามารถนำมาเขียนสมการของความน่าจะเป็นในการซื้อหุ้นคืนได้จากตัวแปรทั้งหมด ดังนี้

### ตารางที่ 3 แสดงค่าการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกทดสอบสมมติฐานที่ 1

Variable	B	S.E.	t-test	p-value
CSCORE	-57.30724	78.51887	-0.73	0.465
SIZE	.2422217	.1408862	1.72*	0.086
NI	-.0003131	.0001003	-3.12***	0.002
DIV_PAID	-.000391	.0001378	-2.84***	0.005
CONSTANT	-5.768399	1.2202	-4.73	0.000

หมายเหตุ : \* ระดับความเชื่อมั่น 90% และ \*\*\* ระดับความเชื่อมั่น 99%

จากตารางที่ 3 พบว่า ความระมัดระวังทางบัญชี (CSCORE) ไม่มีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน เนื่องจากค่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.465 หรือสรุปได้ว่าความระมัดระวังทางบัญชี (CSCORE) ไม่สามารถพยากรณ์การซื้อหุ้นคืนได้อย่างมีนัยสำคัญ จึงปฏิเสธสมมติฐาน H1 ความระมัดระวังทางบัญชีมีผลต่อการซื้อหุ้นคืน ในขณะที่ตัวแปรควบคุมที่พิจารณาจากขนาดกิจการ กำไรสุทธิสำหรับปี และเงินปันผลที่บริษัทมีการจ่ายจริงสามารถใช้พยากรณ์การซื้อหุ้นคืนได้ เนื่องจากมีค่า p-value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้

ในการทดสอบสมมติฐานที่ 2 เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับความระมัดระวังทางบัญชี และกระแสเงินสดอิสระมีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการซื้อหุ้นคืนและความระมัดระวังทางบัญชี ซึ่งได้เพิ่มตัวแปรกำกับ (Moderating Variable) ได้แก่ กระแสเงินสดอิสระของบริษัท (FCF) เข้าไปและทำการวิเคราะห์ผ่านสมการถดถอยโลจิสติก ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 แสดงค่าการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกทดสอบสมมติฐานที่ 2

Variable	B	S.E.	t-test	Sig.
CSCORE	34.18366	76.20718	0.45	0.654
FCF	-.0000000	.000000	-0.64	0.520
CSCORExFCF	-.0000191	.0000144	-1.33	0.183
SIZE	.3172427	.1545237	2.05**	0.040
NI	-.0004729	.0001547	-3.06***	0.002
DIV_PAID	-.0005565	.0001932	-2.88***	0.004
CONSTANT	-6.395909	1.327593	-4.82	0.000

หมายเหตุ : \*\* ความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% \*\*\* ความมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

จากตารางที่ 4 พบว่า กระแสเงินสดอิสระ (FCF) ไม่มีผลกระทบต่อการใช้หุ้นคืน เนื่องจากค่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.520 หรือสรุปได้ว่ากระแสเงินสดอิสระ (FCF) ไม่สามารถพยากรณ์การซื้อหุ้นคืนได้อย่างมีนัยสำคัญ จึงปฏิเสธสมมติฐาน H2.1 กระแสเงินสดอิสระมีผลกระทบต่อการใช้หุ้นคืน เมื่อพิจารณาผลกระทบของความระมัดระวังทางบัญชีกับกระแสเงินสดอิสระ (CSCORE x FCF) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน จึงปฏิเสธสมมติฐาน H2.2 กระแสเงินสดอิสระมีผลกระทบต่อความสามารถในการพยากรณ์ของความระมัดระวังทางบัญชีต่อโอกาสการซื้อหุ้นคืน ในขณะที่ตัวแปรควบคุมที่พิจารณาจากขนาดกิจการ กำไรสุทธิสำหรับปี และเงินปันผลที่บริษัทมีการจ่ายจริงสามารถใช้พยากรณ์การซื้อหุ้นคืนได้ เนื่องจากมีค่า p-value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้

### สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผล

จากผลการวิจัยพบว่าแบบจำลองในการพยากรณ์โอกาสในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทนั้นมีนัยสำคัญทางสถิติ ประกอบด้วยตัวแปรขนาดกิจการ กำไรสุทธิ และเงินปันผลจ่าย ที่สามารถพยากรณ์โอกาสในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทได้อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อพิจารณาในมุมมองของขนาดกิจการ อาจสะท้อนถึงบริษัทที่มีกระแสเงินสดที่เพียงพอต่อการดำเนินงาน จึงต้องการซื้อหุ้นคืนเพื่อเป้าหมายในการเพิ่มราคาหุ้นให้สูงขึ้น และอาจเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งจากการใช้ข้อมูลภายในเพื่อสะท้อนให้เห็นว่าราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Dann et al., 1991; Ikenberry et al., 2000) ในขณะที่กำไรสุทธิ และเงินปันผลจ่ายสะท้อนให้เห็นว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการซื้อหุ้นคืน อาจเป็นเพราะว่าเมื่อบริษัทมีผลการดำเนินงานสูงขึ้น นักลงทุนที่ครอบครองหุ้นจะไม่ขายหุ้นคืนมายังบริษัท เนื่องจากมีความพึงพอใจในระดับผลตอบแทนในการถือหุ้น ซึ่งในอดีตบริษัทนิยมซื้อหุ้นคืน เพื่อบริหารกระแสเงินสดมากกว่าการจ่ายเงินปันผล (Grullon & Michaely, 2000) จึงอาจเป็นเหตุผลที่สนับสนุนผลการวิจัยครั้งนี้

อย่างไรก็ตาม การวิจัยครั้งนี้พบว่าความระมัดระวังทางบัญชีไม่สามารถพยากรณ์โอกาสในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทได้ ไม่ว่าจะได้รับอิทธิพลจากกระแสเงินสดอิสระของบริษัทหรือไม่ เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดเกิดใหม่และมีสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่แตกต่างจากต่างประเทศและมีกฎหมายการซื้อหุ้นคืนที่มีความเฉพาะ จึงทำให้ความระมัดระวังทางบัญชี และกระแสเงินสดไม่มีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน หรือกล่าวได้ว่า การซื้อหุ้นคืนของกิจการอาจเกิดจากเหตุผลอื่นๆ เช่น ต้องการลดจำนวนผู้ถือหุ้น บริหารเงินทุน หรือต้องการเพิ่มราคาหุ้น รวมทั้ง กระแสเงินสดอิสระที่ไม่มีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืนอาจจำเป็นต้องพิจารณาถึงขนาดของบริษัทเนื่องจากบริษัทที่มีขนาดเล็กถึงมีกระแสเงินสดเพียงพออาจไม่ตัดสินใจซื้อหุ้นคืน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Li et al. (2020) ที่พบว่าความระมัดระวังทางบัญชีไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในการพยากรณ์โอกาสในการซื้อหุ้นคืน เนื่องจากความแตกต่างของสภาพแวดล้อมของประเทศไทยจึงทำให้ผลการวิจัยแตกต่างจากของ Lobo et al. (2020) ที่พบว่าความระมัดระวังทางบัญชีมีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญในการพยากรณ์โอกาสในการเกิดการซื้อหุ้นคืน รวมไปถึงความสัมพันธ์นี้จะยิ่งมากขึ้นในบริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระสูง ดังนั้น นักลงทุนที่สนใจข้อมูลบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืน อาจพิจารณาถึงขนาดกิจการ กำไรสุทธิ และเงินปันผลจ่ายเนื่องจากมีความสามารถในการพยากรณ์ เพื่อให้เกิดประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุน

## ข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้พบว่าขนาดกิจการ กำไรสุทธิ และเงินปันผลจ่ายมีผลต่อความสามารถในการพยากรณ์ ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนอาจพิจารณาถึงปัจจัยดังกล่าวในการตัดสินใจลงทุน ซึ่งในอนาคตอาจมีการวางแผนซื้อหุ้นคืนจากบริษัทสำหรับบริษัทขนาดใหญ่ ส่วนบริษัทที่มีกำไรสุทธิและการจ่ายเงินปันผลสูงมีโอกาสนในการซื้อหุ้นคืนต่ำ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรนำข้อพิจารณาเกี่ยวกับขนาดกิจการไปสนับสนุนการปรับปรุงเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นคืนในอนาคต

## ข้อจำกัดของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ใช้จำนวนบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งยังมีจำนวนน้อยมาก รวมไปถึงข้อมูลสำหรับการวิจัยนั้นมีข้อมูลย้อนหลังเพียง 5 ปี ทำให้เกิดข้อจำกัดในกลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนเพิ่มเติมและการศึกษายังไม่ได้เฉพาะเจาะจงลงไปถึงแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้น การวิจัยในอนาคตอาจนำผลการวิจัยครั้งนี้ไปต่อยอดเพื่อศึกษาเฉพาะเจาะจงไปยังกลุ่มอุตสาหกรรมที่สนใจได้ รวมไปถึงการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอื่นๆที่มีการซื้อหุ้นคืน

## References

- Ahmed, A. S., Billings, B. K., Morton, R. M., & Stanford-Harris, M. (2002). The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review*, 77(4), 867-890.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3-37.
- Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2005). Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling. *Review of Accounting Studies*, 10, 269-309.
- Bens, D. A., Nagar, V., Skinner, D. J., & Wong, M. H. F. (2003). Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases. *Journal of Accounting and Economics*, 36, 51-90.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005a). Payout policy in the 21<sup>st</sup> century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.
- Burnett, B. M., Cripe, B. M., Martin, G. W., & McAllister, B. P. (2012). Audit quality and the trade-off between accretive stock repurchases and accrual-based earnings management. *Accounting Review*, 87, 1861-1884.
- Dann, L. Y., Masulis, R., & Mayers D. (1991). Repurchase tender offers and earnings information. *Journal of Accounting and Economics*, 14(3), 217-251.
- Dittmar, A. K. (2000). Why do firms repurchase stock? *The Journal of Business*, 73(3), 331-355.
- Fama, E., & French, K. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
- Federation of Accounting Professions. (2021). *Conceptual Framework for Financial Reporting*. Retrieved from: <http://www.tfac.or.th/Article/Detail/94713>
- Grullon, G., & Michaely, R. (2000). Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (2000). Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading. *Journal of Finance*, 55(5), 2373-2397.
- Jantadej, K. (2014). The Conceptual Framework for Financial Reporting. *Journal of Accounting Profession*, 10(29), 62-81.

- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Kahle, K. M. (2002). When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics*, 63(2), 235-261.
- Khan, M., & Watts, R. L. (2009). Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Accounting Conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 132-150.
- Kim, H. J., Jo, H., & Yoon, S. S. (2013). Controlling shareholders' opportunistic use of share repurchases. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 41(2), 203-224.
- Kravet, T. D. (2014). Accounting conservatism and managerial risk-taking: corporate acquisitions. *Journal of Accounting and Economics*, 57(2-3), 218-240.
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 221-238.
- Li, W. X., He, T. T., Marshall, A., & Tang, G. Y. (2020). An empirical analysis of accounting conservatism surrounding share repurchases. *Eurasian Business Review*, 10(4), 609-627.
- Lobo, G. J., Robin, A., & Wu, K. (2020). Share repurchases and accounting conservatism. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 54(2), 699-733.
- Louis, H., & Urcan, O. (2015). Agency conflicts, dividend payout, and the direct benefits of conservative financial reporting to equity-holders. *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 455-484.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Skinner, D. J. (2008). The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 582-609.
- Watts, R. L. (2003a). Conservatism in accounting part 1: explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17, 207-221.
- Watts R. L. (2003b). Conservatism in accounting part 2: evidence and research opportunities. *Accounting Horizons*, 17, 287-301.