

ความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ในช่วงการแพร่ระบาดของ COVID-19 หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

พิเชษฐ์ สิทธิโชคสกุลชัย^{1*}

สุวิทย์ ไวยทิพย์²

พัทธริยา เห็นกลาง³

Received 23 January 2024

Revised 21 February 2024

Accepted 27 February 2024

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์และเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดและระหว่างการแพร่ระบาดของ COVID-19 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาคือ ข้อมูลรายปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 254 บริษัท จำนวน 6 ปี ระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2565 ใช้สมการถดถอยพหุคูณสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูล โดยวิเคราะห์ด้วยช่วงเวลารวม รวมทั้งแบ่งช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ (พ.ศ. 2560 – 2562) และช่วงเวลาระหว่างการแพร่ระบาดฯ (พ.ศ. 2563 – 2565) ผลการวิจัยพบว่า กำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น มีความเกี่ยวข้องเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ที่วิเคราะห์ด้วยช่วงเวลารวม โดยที่กำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์สูงกว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น แต่ในช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ กำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเชิงบวก ในขณะที่มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ สำหรับช่วงเวลาระหว่างการแพร่ระบาดฯ ทั้งกำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ แต่มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเชิงลบ โดยที่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์มากขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ สำหรับสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นไม่มีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ไม่ว่าจะวิเคราะห์ด้วยช่วงเวลารวมและการแบ่งช่วงเวลาการวิเคราะห์ทั้ง 2 ช่วง

คำสำคัญ: ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น สินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้น ไวรัสโคโรนาสายพันธุ์ใหม่ 2019

^{1 2 3} คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร เลขที่ 86 ถนนพิษณุโลก แขวงสวนจิตรดา เขตดุสิต กรุงเทพมหานคร 10300

Email: ² suwit.v@mutp.ac.th ³ pattareya.h@mutp.ac.th

*Corresponding author email: pichet.sit@stou.ac.th

VALUE RELEVANCE OF ACCOUNTING INFORMATION DURING THE COVID-19 PANDEMIC EVIDENCE FROM THE THAILAND STOCK EXCHANGE

Pichet Sittichoksakunchai^{1*}

Suwit Waitip²

Pattareya Henglang³

Abstract

The aim of this study is to investigate the value relevance of accounting information and compare its value relevance before the outbreak and during the COVID-19 outbreak. The data used in the study are annual data of 254 companies listed on the Stock Exchange of Thailand for 6 years between 2017 and 2022. Multiple regression equations were used for data analysis. The data was analyzed with a pooled period covering the sub-period before the pandemic (2017 - 2019) and the period during the pandemic (2020 - 2022). The research results showed that earnings per share and net cash flow from operating activities per share were positively related to the share price, which was analyzed for the pooled period. Earnings per share were more relevant than net cash flow from operating activities per share. However, in the period before the outbreak of the pandemic, earnings per share was positively related, while book value per share was negatively related to share prices. For the period during the pandemic, earnings per share, book value per share and net cash flow from operating activities per share were relevant, but book value per share was negatively related. Net cash flow from operating activities per share had gained in importance compared to the period before the pandemic. The value of intangible assets per share was not relevant regardless of the combined period and the two sub-periods.

Keywords: Value Relevance, Earnings per Share, Book Value per Share, Net Cash Flow from Operating Activities, Intangible Assets per Share, COVID-19

^{1 2 3} Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Pra Nakhon, 86 Phitsanulok Road, Suan Chittlada, Dusit, Bangkok 10300

Email: ² suwit.v@rmutp.ac.th ³ pattareya.h@rmutp.ac.th

*Corresponding author email: pichet.sit@stou.ac.th

บทนำ

งบการเงินถือเป็นผลลัพธ์ที่ได้จากกระบวนการบัญชีหรือวงจรบัญชี (Accounting Cycle) มีวัตถุประสงค์คือ การให้ข้อมูลการเงินเกี่ยวกับสินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของเจ้าของ รายได้และค่าใช้จ่าย ซึ่งข้อมูลเหล่านี้มีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินในการประเมินกระแสเงินสดสุทธิในอนาคตของกิจการและการประเมินหน้าที่และความรับผิดชอบของฝ่ายบริหารต่อทรัพยากรเชิงเศรษฐกิจของกิจการ โดยที่งบการเงินจะสามารถสะท้อนภาพของธุรกิจที่เป็นจริงและยุติธรรม (Abdollahi et al., 2020) หนึ่งในผู้ใช้หลักของงบการเงินหรือรายงานทางการเงินเพื่อวัตถุประสงค์ทั่วไปคือ นักลงทุน (Investors) สำหรับการตัดสินใจเกี่ยวกับการซื้อ ขาย หรือถือตราสารทุนและตราสารหนี้ (สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์, 2563) ข้อมูลทางการเงินที่ปรากฏในงบการเงินจะมีประโยชน์สูงสุดในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้ใช้งบการเงินนั้นต้องมีลักษณะเชิงคุณภาพ โดยที่กรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงินกำหนดลักษณะเชิงคุณภาพไว้ 2 ส่วนคือ ลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐาน (Fundamental Qualitative Characteristic) และลักษณะเชิงคุณภาพเสริม (Enhancing Qualitative Characteristic) สำหรับงานวิจัยที่ใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตลาดทุน (Capital Market) และข้อมูลในงบการเงิน เรียกว่า “Capital Market-based Accounting Research: CMBAR” (Beisland, 2009) และหนึ่งในประเด็นที่นักวิจัยมักให้ความสนใจคือ ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ (Relevance) ซึ่งความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจนี้เป็นหนึ่งในสองของลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐาน โดยที่ข้อมูลในงบการเงินจะเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจต่อเมื่อข้อมูลนั้นช่วยในการตัดสินใจแตกต่างไปจากกรณีไม่มีข้อมูลนั้น ดังนั้น ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ (Value Relevance) จึงหมายถึงประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีและความสามารถของงบการเงินที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์

งานวิจัยที่ผ่านมาส่วนใหญ่มักศึกษาข้อมูลในช่วงสถานการณ์ปกติซึ่งก็พบว่าข้อมูลทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายมูลค่าหลักทรัพย์แตกต่างกันไปตามช่วงเวลาและข้อมูลของประเทศที่ทำการศึกษา แต่ก็มีงานวิจัยจำนวนหนึ่งที่พยายามค้นหาคำตอบว่า ข้อมูลทางบัญชียังคงมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์หรือไม่ในภาวะวิกฤติ เช่น Eugenio et al. (2019) ที่ศึกษาความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น (ในที่นี่จะเรียกว่า ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม หรือ Traditional Accounting Measures) ในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในช่วงเวลาการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน 6 ประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (ฮ่องกง อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ และไต้หวัน) ซึ่งในภาพรวมยังพบความไม่สม่ำเสมอของความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ หรือ Abdul-Shukor et al. (2008) ที่ศึกษาอิทธิพลของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในการอธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ในภาวะเศรษฐกิจที่แตกต่างกันของประเทศมาเลเซีย ก็พบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันไปในแต่ละช่วงเวลา เป็นต้น จึงกล่าวได้ว่างานวิจัยความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์จึงมีความโดดเด่นอย่างมีนัยสำคัญต่อนักลงทุน นักบัญชี หน่วยงานกำกับดูแล รวมทั้งบุคคลหรือหน่วยงานที่มีความสนใจอื่นที่ใช้ข้อมูลทางบัญชีสำหรับการตัดสินใจลงทุน (Badu & Appiah, 2018)

ซึ่งสถานการณ์แพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนาสายพันธุ์ใหม่ 2019 (COVID-19) นับว่าเป็นอีกหนึ่งวิกฤตการณ์ที่กระทบทั้งรูปแบบการใช้ชีวิตของมนุษย์ ภาวะเศรษฐกิจและภาวะการลงทุนอย่างเห็นได้ชัดทั่วโลก รวมทั้งประเทศไทย ดังจะเห็นได้จากตลาดหุ้นไทยในช่วงต้นปี พ.ศ. 2563 ดัชนีราคาหลักทรัพย์ลดลง

อย่างมากในช่วงเดือนมีนาคม แสดงถึงนักลงทุนขาดความเชื่อมั่นต่อตลาดหุ้นไทยในช่วงเวลาดังกล่าว ดังจะเห็นได้จาก SET Index ซึ่งเป็นตัวแทนตลาดหุ้นไทยปรับตัวลดลงจากช่วงต้นปีสูงสุดที่สุดคือ วันที่ 23 มีนาคม พ.ศ. 2563 ถึงร้อยละ 35 ในขณะที่เดียวกันนักลงทุนต่างชาติก็มีปริมาณขายสะสมมากกว่า 100,000 ล้านบาท ซึ่งมากกว่าปริมาณการขายทั้งปี พ.ศ. 2562 ถึง 2 เท่าด้วยความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบที่จะมีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564)

งานวิจัยนี้จึงสนใจที่จะศึกษาบทบาทของข้อมูลทางบัญชีในสถานการณ์แพร่ระบาดฯ ว่ายังคงสามารถอธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ได้หรือไม่ มากน้อยเพียงใด รวมทั้งข้อมูลทางบัญชีมีบทบาทแตกต่างกันหรือไม่ สำหรับช่วงเวลาก่อนและระหว่างการแพร่ระบาดฯ

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาอิทธิพลหรือความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์
2. เพื่อเปรียบเทียบอิทธิพลหรือความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในช่วงก่อนการแพร่ระบาดและระหว่างการแพร่ระบาดของ COVID-19

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

1. ลักษณะเชิงคุณภาพของรายงานทางการเงินหรืองบการเงิน ตามกรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงิน (สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์, 2563) กำหนดลักษณะเชิงคุณภาพไว้ 2 ส่วนคือ (1) ลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐาน (Fundamental Qualitative Characteristic) และ (2) ลักษณะเชิงคุณภาพเสริม (Enhancing Qualitative Characteristic) โดยที่ลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐาน ประกอบด้วย ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ และการเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรม ส่วนลักษณะเชิงคุณภาพเสริม ประกอบด้วย ความสามารถเปรียบเทียบกันได้ การยืนยันความถูกต้องได้ ความทันเวลา และความเข้าใจได้ ในที่นี้จะกล่าวถึงเฉพาะความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ (Relevance) คือ ข้อมูลในรายงานทางการเงินหรืองบการเงินจะเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจได้ก็ต่อเมื่อข้อมูลนั้นช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินเหตุการณ์ในอดีต ปัจจุบัน และอนาคต รวมทั้งช่วยยืนยันหรือชี้ข้อผิดพลาดของผลการประเมินที่ผ่านมาของผู้ใช้งบการเงินได้ ดังนั้น ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ (Value Relevance) จึงหมายถึง ประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีและความสามารถของงบการเงินที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ (Francis & Schipper, 1999) หรือ Bowerman and Sharma (2016) ได้กล่าวว่า ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์คือ การศึกษาที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชีและมูลค่าหลักทรัพย์นั่นเอง

2. ทฤษฎีการประเมินมูลค่าทางตรง (Direct Valuation Theory) พัฒนาขึ้นโดย Holthausen and Watts (2001) ทฤษฎีนี้อธิบายว่า การเปลี่ยนแปลงมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้น เกิดจากการที่นักลงทุนได้รับข้อมูลหรือความรู้ที่เพิ่มขึ้นเกี่ยวกับกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นของธุรกิจ ทฤษฎีนี้ยังยืนยันว่าข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจไม่เพียงแต่ได้มาจากงบการเงินหรือรายงานทางการเงิน แต่ยังรวมถึงข้อมูลจากแหล่งอื่น ๆ ด้วย ดังนั้นมูลค่าของกิจการในปัจจุบันหรือการคาดการณ์มูลค่าของกิจการในอนาคต สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรต่าง ๆ มากมาย ทั้งที่ปรากฏและไม่ปรากฏอยู่ในงบการเงินหรือรายงานทางการเงิน

งานวิจัยที่เป็นจุดเริ่มต้นของการอธิบายข้อมูลทางบัญชีที่มีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์คืองานวิจัยของ Ball and Brown (1968) (อ้างอิงใน Kwon, 2018) ซึ่งพบความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ และทำให้เกิดการขยายงานวิจัยทางบัญชีที่เกี่ยวกับประเด็นนี้อย่างกว้างขวางจนถึงปัจจุบัน โดยพยายามหาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าหลักทรัพย์กับข้อมูลทางบัญชีประเภทต่าง ๆ (Badu & Appiah, 2018) และแบบจำลองที่ถูกนำมาใช้กันอย่างแพร่หลายเพื่ออธิบายความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าหลักทรัพย์กับข้อมูลทางบัญชีคือ ตัวแบบ Ohlson (1995) ซึ่งประกอบด้วยกำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share: EPS) เป็นตัวแทนข้อมูลทางบัญชีจากงบกำไรขาดทุน และมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value Per Share: BVS) เป็นตัวแทนข้อมูลทางบัญชีจากงบฐานะการเงิน (เดิมชื่อ งบดุลหรืองบแสดงฐานะการเงิน) และข้อมูลอื่นจึงทำให้มีการเพิ่มตัวแปรที่ใช้อธิบาย (Explanatory Variables) ในตัวแบบ Ohlson (1995) สำหรับตอบคำถามวิจัยที่มีความเฉพาะเจาะจงมากขึ้น ตัวแบบ Ohlson (1995) ได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางเพื่อใช้เป็นตัวแบบในการประเมินมูลค่าตลาดสำหรับพิจารณาความเกี่ยวข้องของทั้งข้อมูลที่เป็นตัวเงิน (Financial Information) และข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน (Non-financial Information) (Saha & Bose, 2017)

งานวิจัยความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ที่ใช้ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม (Traditional Accounting Measures) ยังแสดงผลลัพธ์แบบผสม (Mixed Results) กล่าวคือ ข้อมูลทางบัญชีมีประโยชน์ทั้งเพิ่มขึ้นและลดลง เช่น Collins et al. (1997) พบว่าความเกี่ยวข้องส่วนเพิ่มของกำไรต่อหุ้นลดลง แต่ถูกแทนที่ด้วยมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในช่วง 40 ปี (ค.ศ. 1953-1993) ในขณะที่ Keener (2011) กลับพบว่าประโยชน์ของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นไม่ลดลง รวมทั้งยังพบว่ากำไรต่อหุ้นมีประโยชน์เพิ่มขึ้น ในขณะที่มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีประโยชน์ส่วนเพิ่มคงที่ต่อเนื่องในช่วง 20 ปี หรือ Badu and Appiah (2018) พบว่าภาพรวมในช่วง 10 ปี ทั้งกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการตัดสินใจของนักลงทุน แต่ในบางปีจะพบว่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (R^2) ของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นลดลง หรือในงานวิจัยของ Mirza et al. (2019) พบว่า กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นสูงสุด รองลงมาคือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นตามลำดับ หรือ Eugenio et al. (2019) ที่พบว่า ก่อนการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน (ค.ศ. 2000-2007) และหลังเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน (ค.ศ. 2010-2016) กำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ แต่ระหว่างการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน (ค.ศ. 2008-2009) กำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเชิงลบกับราคาหลักทรัพย์

การที่ผลการวิจัยความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ที่ใช้ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมยังแสดงผลในลักษณะผสมดังตัวอย่างข้างต้น อาจเป็นผลมาจากรูปแบบการดำเนินธุรกิจที่เดิมเป็นแบบ Traditional Capital Intensive เปลี่ยนไปเป็น High Technology Serviced Oriented (Dontoh et al, 2007; Alfaraih, 2009; Francis & Schipper, 1999) หรือระบบเศรษฐกิจที่เปลี่ยนจากที่เคยอาศัยสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Assets) ไปยังการอาศัยสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (Intangible Assets) การบริการ (Services) และสารสนเทศ (Information) (Kimouche & Rouabhi, 2016) หรือข้อมูลทางบัญชีแบบดั้งเดิมไม่สามารถตอบสนองความต้องการของนักลงทุนได้อีกต่อไปโดยเฉพาะการเกิดขึ้นของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่เพิ่มสูงขึ้น

(Loprevite et al., 2019) ข้อมูลทางบัญชีแบบดั้งเดิมที่มุ่งแสดงข้อมูลที่เกิดขึ้นแล้วในอดีต จึงไม่สามารถสะท้อนความก้าวหน้าของการเปลี่ยนผ่านระบบเศรษฐกิจ (Kimouche & Rouabhi, 2016) ซึ่งในปัจจุบันระบบเศรษฐกิจถูกขับเคลื่อนโดยสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ดังนั้นสินทรัพย์ไม่มีตัวตนจึงถือเป็นปัจจัยสำคัญสำหรับการพัฒนาและประสบความสำเร็จในบริษัทที่เศรษฐกิจมีการแข่งขันรุนแรงและอาศัยเทคโนโลยีมากขึ้น สินทรัพย์ไม่มีตัวตน ถูกมองว่าเป็นสิ่งที่ทำให้เกิดการสร้างคุณค่าและการเจริญเติบโต อย่างไรก็ตามงานวิจัยที่ผ่านมาก็ยังให้ผลที่ผสม เช่น Al-Ani and Tawfix (2021) พบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา แต่ในประเทศคูเวตกลับพบความสัมพันธ์ในเชิงลบ ส่วนในประเทศซาอุดีอาระเบีย โอมาน การ์ตา และบาร์เรนไม่พบความสัมพันธ์ หรือ Abdul-Shukor et al. (2008) ที่พบว่าระหว่างเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในประเทศมาเลเซีย (ค.ศ.1997-1998) สินทรัพย์ไม่มีตัวตนไม่มีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ แต่หลังเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน (ค.ศ. 1999-2001) สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความเกี่ยวข้องเชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น

ระเบียบวิธีการวิจัย

1. ประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนตลอดช่วงระยะเวลาที่ทำการวิจัย มีข้อมูลครบถ้วน โดยมีระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม และส่วนของผู้ถือหุ้นไม่ติดลบ ยกเว้นบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เนื่องจากลักษณะการดำเนินงานที่ความแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น ใช้ข้อมูล 6 ปีคือ ระหว่างปี พ.ศ. 2560-2565 ซึ่งครอบคลุมระยะเวลาทั้งก่อนและระหว่างการแพร่ระบาดของ COVID-19 โดยในวันที่ 11 มีนาคม พ.ศ. 2563 องค์การอนามัยโลกประกาศให้ COVID-19 เป็นโรคที่มีการระบาดใหญ่ทั่วโลก (กรมควบคุมโรค กระทรวงสาธารณสุข, 2563) หลังจากนั้นนายกรัฐมนตรีประกาศใช้พระราชกำหนดการบริหารราชการในสถานการณ์ฉุกเฉิน พ.ศ. 2548 เพื่อควบคุมสถานการณ์การแพร่ระบาด โดยมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 26 มีนาคม พ.ศ. 2563 (พระราชกำหนดการบริหารราชการในสถานการณ์ฉุกเฉิน พ.ศ. 2548) และยกเลิกประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินทั่วราชอาณาจักร มีผลตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม พ.ศ. 2565 (ประกาศเรื่อง ยกเลิกประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินในทุกเขตท้องที่ทั่วราชอาณาจักร ประกาศ ข้อกำหนด และคำสั่งที่เกี่ยวข้อง, 2565) รายละเอียดข้อมูลรายปีรายบริษัทแสดงได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ข้อมูลรายปีรายบริษัทจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	จำนวนข้อมูล รายปีรายบริษัท	ร้อยละ
(1) เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	31	186	12.20
(2) สินค้าอุปโภคบริโภค	11	66	4.33
(3) สินค้าอุตสาหกรรม	37	222	14.57
(4) อสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง	59	354	23.23

ตารางที่ 1 ข้อมูลรายปีรายบริษัทจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม (ต่อ)

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	จำนวนข้อมูล รายปีรายบริษัท	ร้อยละ
(5) ทรัพยากร	31	186	12.20
(6) บริการ	62	372	24.41
(7) เทคโนโลยี	23	138	9.06
รวม	254	1,524	100

2. สถิติที่ใช้ในการวิจัย ประกอบด้วย

2.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของตัวแปร ประกอบด้วย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

2.2 สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

2.3 สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression) เพื่ออธิบายอิทธิพลของตัวแปรอิสระมากกว่า 1 ตัวแปรที่มีต่อตัวแปรตาม (ราคาหลักทรัพย์) สำหรับค่าสถิติที่ใช้ในการอธิบายอิทธิพลของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ในสมการถดถอยพหุคูณนั้น จะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Coefficient) เพื่อใช้อธิบายผลว่าตัวแปรอิสระนั้นๆ มีอิทธิพลต่อตัวแปรตามในทิศทางบวกหรือลบ และมีขนาดเท่าใด รวมทั้งพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Coefficient of Determination) หรือ adjusted R² ที่ใช้อธิบายว่าตัวแปรอิสระที่อยู่ในสมการถดถอยพหุคูณสามารถอธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ได้ร้อยละเท่าใด นอกจากนั้นมูลค่าหลักทรัพย์จะถูกอธิบายด้วยตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่อยู่ในสมการถดถอยพหุคูณ

3. ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัย

งานวิจัยนี้ประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) ซึ่งมีความนิยมแพร่หลายในการนำมาใช้ในงานวิจัยความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ตัวแบบ Ohlson (1995) แสดงความสัมพันธ์เชิงเส้นของมูลค่าหลักทรัพย์กับข้อมูลทางบัญชีคือ กำไรต่อหุ้น (Earnings per Share: EPS) และมูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้น (ต่อไปจะเรียกโดยย่อว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น) (Book Value per Share: BVS) และได้เพิ่มตัวแปรอิสระอีก 1 ตัวคือ กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานซึ่งเป็นตัวแทนของข้อมูลทางบัญชีจากงบกระแสเงินสด แสดงสมการถดถอยได้ดังนี้

$$P_{it3m} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BVS_{it} + \beta_3 CFOS_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots\dots (1)$$

โดยที่ P_{it3m} = ราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคม¹

EPS_{it} = กำไรต่อหุ้นของบริษัท i ในปีที t คำนวณโดยกำไรสำหรับปีหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

¹ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องส่งงบการเงินที่ผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีภายใน 3 เดือนนับแต่วันสิ้นสุดรอบระยะเวลาบัญชี

$$\begin{aligned}
 BVS_{it} &= \text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัท } i \text{ ในปีที่ } t \text{ คำนวณโดยยอดรวม} \\
 &\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก} \\
 CFOS_{it} &= \text{กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น คำนวณโดย} \\
 &\text{กระแสเงินสดได้มา (ใช้ไป) สุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานหารด้วย} \\
 &\text{จำนวนหุ้นสามัญถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก} \\
 \beta &= \text{ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรอิสระแต่ละตัว} \\
 \varepsilon_{it} &= \text{ค่าความคลาดเคลื่อน}
 \end{aligned}$$

นอกจากข้อมูลทางบัญชีที่เป็นตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมแล้ว ผู้วิจัยได้เพิ่มตัวแปรอิสระอีก 1 ตัวคือ สิทธิประโยชน์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นเพื่อใช้ทดสอบอิทธิพลหรือความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์เพิ่มเติม แสดงสมการถดถอยได้ดังนี้

$$\begin{aligned}
 P_{it3m} &= \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BVS_{it} + \beta_3 CFOS_{it} + \beta_4 IAS_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots (2) \\
 \text{โดยที่ } IAS_{it} &= \text{สิทธิประโยชน์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นของบริษัท } i \text{ ในปีที่ } t \text{ คำนวณโดย} \\
 &\text{ยอดรวมสิทธิประโยชน์ไม่มีตัวตนหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญถัวเฉลี่ยถ่วง} \\
 &\text{น้ำหนัก}
 \end{aligned}$$

ทั้งนี้ ได้เพิ่มตัวแปรควบคุมคือ ความเสี่ยงทางการเงิน (Lev_{it}) ซึ่งวัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และขนาดของกิจการ ($Size_{it}$) ซึ่งวัดด้วยลอการิทึมของสินทรัพย์รวม เช่นเดียวกับหลายงานวิจัย เช่น Shamki (2013), Habib and Azim (2008) เป็นต้น ผู้วิจัยทำการทดสอบด้วยช่วงเวลารวม (Pooled Period) และการแบ่งช่วงเวลา (Sub-period) การทดสอบเป็น 2 ช่วงคือ ระหว่างปี พ.ศ. 2560-2562 และระหว่างปี พ.ศ. 2563-2565 เพื่อเปรียบเทียบอิทธิพลของข้อมูลทางบัญชีในช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ และระหว่างการแพร่ระบาดฯ

ผลการวิจัย

1. ลักษณะทั่วไปของตัวแปร แสดงได้ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน
				มาตรฐาน
ราคาปิดเดือนมีนาคม (P_{it3m}) บาท	0.03	226.00	12.0754	19.0030
กำไรต่อหุ้น (EPS_{it}) บาท	-4.7077	10.3169	0.5941	1.1955
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS_{it}) บาท	0.1512	82.8330	7.1908	10.8665
กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น ($CFOS_{it}$) บาท	-6.6314	13.8891	0.9569	1.7606

(n = 1,524)

ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนา (ต่อ)

(n = 1,524)

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
สินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้น (IAS_{it}) บาท	0.0001	11.8939	0.3960	1.2002
ความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ (Lev_{it}) เท่า	0.03	12.40	1.1506	1.0660
ขนาดของกิจการ ($Size_{it}$)	2.2480	6.5335	3.9524	0.6460

จากตารางที่ 2 ราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคม (3 เดือนนับแต่วันสิ้นสุดรอบระยะเวลาบัญชีนั้น ๆ) ซึ่งใช้เป็นตัวแปรตามมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 12.0754 บาท โดยมีค่าต่ำสุดและสูงสุดเท่ากับ 0.03 บาทและ 226.00 ตามลำดับ สำหรับข้อมูลทางบัญชีที่ใช้เป็นตัวแปรอิสระประกอบด้วย กำไรต่อหุ้นมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5941 บาท ค่าต่ำสุดแสดงเป็นผลขาดทุนสุทธิต่อหุ้นคือ 4.7077 บาท ส่วนค่าสูงสุดคือ 10.3169 บาท มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 7.1908 บาท โดยมีค่าต่ำสุด 0.1512 บาท และค่าสูงสุดคือ 82.8330 บาท กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.9569 บาท ในขณะที่ค่าต่ำสุดแสดงเป็นกระแสเงินสดใช้ไปสุทธิในกิจกรรมดำเนินงาน 6.6314 บาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 13.8891 บาท นอกจากนี้สินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นมีค่าอยู่ระหว่าง 0.0001-11.8939 บาท และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.3960 บาท สำหรับตัวแปรควบคุมประกอบด้วย ความเสี่ยงทางการเงินซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าอยู่ระหว่าง 0.03-12.40 เท่า และค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.1506 เท่า ส่วนขนาดของกิจการที่วัดด้วยลอการิทึมของสินทรัพย์รวมมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.9524 ส่วนค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดเท่ากับ 2.2480 และ 6.5335 ตามลำดับ

2. ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร แสดงได้ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน

(n = 1,524)

	P_{it3m}	EPS_{it}	BVS_{it}	$CFOS_{it}$	IAS_{it}	Lev_{it}	$Size_{it}$
P_{it3m}	1	0.651***	0.575***	0.546***	0.213***	-0.096***	0.315***
EPS_{it}	0.651***	1	0.713***	0.631***	0.087***	-0.202***	0.263***
BVS_{it}	0.575***	0.713***	1	0.603***	0.221***	-0.123***	0.372***
$CFOS_{it}$	0.546***	0.631***	0.603***	1	0.304***	-0.071***	0.319***
IAS_{it}	0.213***	0.087***	0.221***	0.304***	1	0.207***	0.427***
Lev_{it}	-0.096***	-0.202***	-0.123***	-0.071***	0.207***	1	0.367***
$Size_{it}$	0.315***	0.263***	0.372***	0.319***	0.427***	0.357***	1

หมายเหตุ *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (2-tailed)

จากตารางที่ 3 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันนั้น พบว่าตัวแปรทั้งหมดมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีเพียงความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ กำไรต่อหุ้น

มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น นอกจากนั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวก โดยที่ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระไม่เกิน 0.80 (Gujarati, 2003) ดังนั้น แสดงให้เห็นว่าชุดข้อมูลที่น่ามาวิจัยนี้ไม่พบปัญหา Multicollinearity

3. อิทธิพลหรือความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ แสดงได้ดังตารางที่ 4 และตารางที่ 5

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบอิทธิพลของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม

ช่วงเวลา	พ.ศ. 2560 – 2565		พ.ศ. 2560 – 2562 (ก่อนการแพร่ระบาดฯ)		พ.ศ. 2563 – 2565 (ระหว่างการแพร่ระบาดฯ)	
	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี
ตัวแปรควบคุม	1	2	3	4	5	6
สมการถดถอยที่						
Constant	0.4955** (2.0503)	-1.5157 (-1.1616)	-0.0796 (-0.2583)	-2.2584 (-1.3600)	1.2551*** (3.6581)	1.2296 (0.6574)
EPS _{it}	1.6508*** (6.3525)	1.7218*** (6.5307)	3.3101*** (8.3790)	3.3130*** (8.3371)	0.9622*** (2.9482)	0.9953*** (2.9635)
BVS _{it}	-0.0253 (-0.9404)	-0.0338 (-1.2254)	-0.0983** (-2.3859)	-0.1053** (-2.5238)	-0.0650* (-1.9007)	-0.0647* (-1.8249)
CFOS _{it}	0.2951** (1.9712)	0.2613* (1.7345)	0.2448 (1.0519)	0.2093 (0.8924)	0.3900** (2.0941)	0.3822** (2.0295)
Lev _{it}		0.1495 (0.7201)		0.0812 (0.2735)		0.1207 (0.4469)
Size _{it}		0.4866 (1.3271)		0.5572 (1.1777)		-0.0341 (-0.0657)
Adjusted R ²	84.30	84.32	86.26	86.27	85.30	85.26
D.W. stat.	2.23	2.22	2.20	2.21	2.04	2.04
F-statistic	2045.87***	1366.33***	1195.50***	797.68***	1104.91***	734.91***

หมายเหตุ ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

***, **, * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ผลการทดสอบอิทธิพลของข้อมูลทางบัญชีโดยเฉพาะตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมที่มีต่อการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์หรือราคาหลักทรัพย์ แสดงได้ดังสมการถดถอยที่ 1-6 อธิบายได้ดังนี้

จากสมการที่ 1 พบว่ากำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ ผลการทดสอบในสมการที่ 2 ที่เพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปให้ผลใกล้เคียงกัน กล่าวคือ กำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ 0.10 ตามลำดับ

เมื่อพิจารณาในช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ พบว่า กำไรต่อหุ้นยังคงเป็นข้อมูลทางบัญชีที่ใช้อธิบายความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีอิทธิพลเชิงบวก แต่สำหรับช่วงเวลาดังกล่าวกลับพบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ที่ 0.05 การทดสอบทั้งในกรณีที่ไม่มีตัวแปรควบคุม (สมการที่ 3) และมีตัวแปรควบคุม (สมการที่ 4) ให้ผลเช่นเดียวกัน

สำหรับการทดสอบในช่วงเวลาระหว่างการแพร่ระบาดฯ ข้อมูลทางบัญชีทั้ง 3 ตัวล้วนมีอิทธิพลกับราคาหลักทรัพย์ในทิศทางและระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ต่างกัน กล่าวคือ กำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ ในขณะที่มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 การทดสอบทั้งในกรณีที่ไม่มีตัวแปรควบคุม (สมการที่ 5) และมีตัวแปรควบคุม (สมการที่ 6) ให้ผลเช่นเดียวกัน

ตัวแปรอิสระในสมการถดถอยที่ใช้ทดสอบทั้ง 6 สมการสามารถร่วมกันอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่าร้อยละ 80 การเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปในสมการถดถอยส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพียงเล็กน้อย โดยที่ตัวแปรควบคุมไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ F-statistic แสดงให้เห็นว่าชุดของตัวแปรอิสระสามารถร่วมกันอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และชุดข้อมูลที่น่ามาวิจัยนี้ไม่พบปัญหา Autocorrelation โดยพิจารณาจากสถิติ Durbin-Watson ที่อยู่ระหว่าง 1.5-2.5

ตารางที่ 5 ผลการทดสอบอิทธิพลของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมและสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้น

ช่วงเวลา	พ.ศ. 2560 – 2565		พ.ศ. 2560 – 2562 (ก่อนการแพร่ระบาดฯ)		พ.ศ. 2563 – 2565 (ระหว่างการแพร่ระบาดฯ)	
	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี
ตัวแปรควบคุม						
สมการถดถอยที่	7	8	9	10	11	12
Constant	0.4830** (1.9910)	-1.5584 (-1.1385)	-0.1024 (-0.3312)	-2.0480 (-1.1753)	1.2535*** (3.6371)	1.1944 (0.6070)
EPS _{it}	1.6882*** (6.3176)	1.7161*** (6.3709)	3.3664*** (8.4093)	3.3412*** (8.2746)	0.9674*** (2.8372)	0.9908*** (2.8718)
BVS _{it}	-0.0273 (-1.0069)	-0.0337 (-1.2167)	-0.1012** (-2.4478)	-0.1059** (-2.5358)	-0.0653* (-1.8848)	-0.0645* (-1.8127)
CFOS _{it}	0.2716* (1.7554)	0.2649* (1.7124)	0.2083 (0.8810)	0.1953 (0.8233)	0.3868** (1.9745)	0.3853** (1.9644)
IAS _{it}	0.1050 (0.6027)	-0.0193 (-0.1034)	0.1919 (0.8747)	0.0933 (0.4009)	0.0133 (0.0534)	-0.0157 (-0.0580)
Lev _{it}		0.1511 (0.7255)		0.0812 (0.2735)		0.1228 (0.4504)
Size _{it}		-1.5584 (-1.1385)		0.4979 (1.0040)		-0.0250 (-0.0460)
Adjusted R ²	84.30	84.31	86.26	86.25	85.28	85.25
D.W. stat.	2.22	2.22	2.20	2.21	2.04	2.04
F-statistic	1636.08***	1170.37***	956.26***	682.99***	882.76***	629.09***

หมายเหตุ ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

***, **, * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ผลการทดสอบอิทธิพลของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม โดยเพิ่มสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นเข้าไปในสมการถดถอย แสดงได้ดังสมการถดถอยที่ 7-12 อธิบายได้ดังนี้

การทดสอบด้วยช่วงเวลารวมให้ผลเช่นเดียวกับสมการที่ 1 และ 2 กล่าวคือ กำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ 0.10 ตามลำดับ โดยที่สินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่จะใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ การทดสอบทั้งในกรณีที่ไม่มีตัวแปรควบคุม (สมการที่ 7) และมีตัวแปรควบคุม (สมการที่ 8) ให้ผลเช่นเดียวกัน

เมื่อพิจารณาในช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ พบว่า สินทรัพย์ไม่มีตัวตนก็ยังคงไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่จะใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ กล่าวคือ กำไรต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 การทดสอบทั้งในกรณีที่ไม่มีตัวแปรควบคุม (สมการที่ 9) และมีตัวแปรควบคุม (สมการที่ 10) ให้ผลเช่นเดียวกัน

สำหรับการทดสอบในช่วงเวลาระหว่างการแพร่ระบาดฯ พบว่าให้ผลการทดสอบเช่นเดียวกับสมการที่ 5 และ 6 โดยที่ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ กำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวก ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ ในขณะที่มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงลบ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 การทดสอบในช่วงเวลานี้สินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นไม่พบนัยสำคัญทางสถิติเช่นกัน

ตัวแปรอิสระในสมการถดถอยที่ใช้ทดสอบทั้ง 6 สมการสามารถร่วมกันอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่าร้อยละ 80 การเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปในสมการถดถอยส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพียงเล็กน้อย โดยที่ตัวแปรควบคุมไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ F-statistic แสดงให้เห็นว่าชุดของตัวแปรอิสระสามารถร่วมกันอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และชุดข้อมูลที่นำมาวิจัยนี้ไม่พบปัญหา Autocorrelation โดยพิจารณาจากสถิติ Durbin-Watson ที่อยู่ระหว่าง 1.5-2.5

อภิปรายผลการวิจัย

จากผลการทดสอบพบว่า ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวคือ กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นยังเป็นข้อมูลทางบัญชีที่มีบทบาทที่นักลงทุนสามารถนำไปใช้ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการประเมินมูลค่าทางตรง (Direct Valuation Theory) ที่อธิบายว่า การเปลี่ยนแปลงราคาตลาดส่วนของผู้ถือหุ้น จะเกิดขึ้นเมื่อนักลงทุนได้รับข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับ El-Diftar and Elkalla (2019), Mirza et al. (2019) และกิตติมา อัครนุพงศ์ (2560) โดยที่ผลการดำเนินงานของบริษัทในรูปแบบกำไรทางบัญชีมีอิทธิพลหรือความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์สูงสุด ไม่ว่าจะอยู่ในช่วงก่อนการแพร่ระบาดฯ หรือระหว่างการแพร่ระบาดฯ สอดคล้องกับ Kwon (2018) และกิตติมา อัครนุพงศ์ (2560) แต่ขัดแย้งกับ Mirza et al. (2019) ที่พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์สูงสุด เป็นที่น่าสังเกตว่าผลการดำเนินงานในรูปแบบกระแสเงินสดมีอิทธิพลมากขึ้นในช่วงการแพร่ระบาดฯ แสดงว่านักลงทุนให้ความสำคัญ

กับกระแสเงินสดซึ่งจะสะท้อนแหล่งที่มา (ใช้ไป) ของเงินสด อันจะส่งผลต่อสภาพคล่องของบริษัท ในภาวะวิกฤต ซึ่งขัดแย้งกับ Eugenio et al. (2019) ที่พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ไม่ว่าจะก่อน ระหว่าง หรือหลังการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน

สำหรับความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยสินทรัพย์ไม่มีตัวตนด้วย ผลการทดสอบพบว่า ไม่ว่าจะทดสอบด้วยช่วงเวลาหรือการแบ่งช่วงเวลาก่อนและระหว่างการแพร่ระบาดฯ สินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นไม่มีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่านักลงทุนในตลาดทุนไทยในช่วงเวลาที่ทำการวิจัยยังไม่ได้ให้ความสำคัญกับสินทรัพย์ไม่มีตัวตน รวมทั้งจากข้อมูลที่จัดเก็บมาจะพบว่าสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตนของบริษัทก็ค่อนข้างต่ำ โดยที่สินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นต่ำสุดอยู่ที่ 0.0001 บาท ค่าสูงสุดอยู่ที่ 11.8939 บาท และค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.3960 บาท แสดงว่าการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนยังพึ่งพาสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Assets) มากกว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (Intangible Assets) ซึ่งสอดคล้องกับ Al-ani and Tawfix (2021) ที่ไม่พบความเกี่ยวข้องในประเทศซาอุดีอาระเบีย โอมาน การ์ตา คูเวต และบาร์เรน รวมทั้ง Abdul-Shukor et al. (2008) ที่ไม่พบความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในระหว่างเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน แต่ขัดแย้งกับ Paolone et al. (2020) ที่พบว่าทั้งยอดรวมสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและแยกแต่ละรายการคือ ค่าความนิยม การวิจัยและพัฒนา และสินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่นล้วนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ทั้งสิ้น หรือ Egiyi (2021) ที่พบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนประเภทที่ห้าหรือตรา มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์เช่นกัน

ข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัย

1. นักลงทุนสามารถนำข้อมูลทางบัญชีไม่ว่าจะเป็นกำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นไปประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยเฉพาะการตัดสินใจในช่วงภาวะวิกฤต
2. หน่วยงานกำกับดูแลจำเป็นต้องพัฒนาและ/หรือปรับปรุงข้อกำหนดในการนำเสนอข้อมูลให้สะท้อนความเป็นจริงของบริษัท และสอดคล้องไปกับการเปลี่ยนแปลงรูปแบบการดำเนินธุรกิจที่มีความสลับซับซ้อนมากยิ่งขึ้น เพื่อให้ให้นักลงทุนสามารถนำข้อมูลเหล่านั้นไปประกอบการตัดสินใจได้อย่างถูกต้องและเที่ยงตรง โดยเฉพาะข้อมูลทางบัญชี

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในครั้งต่อไป

1. นักวิจัย นักวิชาการ และผู้สนใจทั่วไป ควรขยายขอบเขตการวิจัยหรือนำผลการวิจัยไปบูรณาการกับงานวิจัยอื่น เพื่อเติมเต็มงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอนาคต
2. ทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์อาจทดสอบด้วยตัวแบบอื่น เช่น ตัวแบบผลตอบแทน (Return Model) เป็นต้น หรือการใช้มูลค่าของบริษัทที่ประเมินด้วยวิธีการต่าง ๆ เป็นตัวแปรตามสำหรับการทดสอบ เช่น มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) หรือ Tobin's Q เป็นต้น

3. ทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลทางบัญชีรายไตรมาสหรืองบการเงินที่ผ่านการสอบทานซึ่งมีความถี่และความรวดเร็วที่บริษัทจดทะเบียนนำเสนอหรือเปิดเผยต่อสาธารณชนมากกว่าข้อมูลรายปี ซึ่งอาจทำให้เห็นบทบาทของข้อมูลทางบัญชีมากยิ่งขึ้น

4. เพิ่มตัวแปรข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินเข้าไปในตัวแบบ เพื่อพิจารณาอิทธิพลร่วมของทั้งข้อมูลที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงินในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

ข้อจำกัดในการวิจัย

งานวิจัยนี้จัดเก็บข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2565 ซึ่งครอบคลุมระยะเวลาช่วงการแพร่ระบาดของ COVID-19 ซึ่งถือเป็นวิกฤตการณ์ที่มีผลกระทบต่อตลาดทุนทั่วโลก ดังนั้นตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยนี้หลายตัว เช่น ราคาปิดของหลักทรัพย์ กำไรต่อหุ้น เป็นต้น อาจมีความผันผวนมากกว่าช่วงเวลาปกติ ซึ่งอาจทำให้การนำผลการวิจัยไปใช้อ้างอิงในสถานการณ์ปกติไม่ได้เท่าที่ควร

เอกสารอ้างอิง

กรมควบคุมโรค กระทรวงสาธารณสุข. (2563). **สถานการณ์ภาพรวมทั่วโลก.**

https://ddc.moph.go.th/viralpneumonia/ind_world.php

กิตติมา อัครนุพงศ์. (2560). การเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของกำไร มูลค่าตามบัญชี และกระแสเงินสด: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ในประเทศไทย. **วารสารวิชาชีพบัญชี**, 13(38), 95-114.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564). **COVID ทำให้บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ฯ เปลี่ยนไปอย่างไร.**

<https://www.setinvestnow.com/th/knowledge/article/203-covid-company-change>
ประกาศเรื่อง ยกเลิกประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินในทุกเขตท้องที่ทั่วราชอาณาจักร ประกาศ ข้อกำหนด และ คำสั่งที่เกี่ยวข้อง. (2565, 29 กันยายน 2565). **ราชกิจจานุเบกษา**. เล่ม 139 ตอนพิเศษ 232 ง. หน้า 47-48.

พระราชกำหนดการบริหารราชการในสถานการณ์ฉุกเฉิน พ.ศ. 2548. (2548, 10 กรกฎาคม). **ราชกิจจานุเบกษา**. เล่ม 122 ตอนที่ 58 ก. หน้า 1-9.

สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์. (2563). **กรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงิน.**

<https://www.tfac.or.th/upload/9414/TiadgqgkP.pdf>

Abdollahi, A., Pitenoel, Y. R., & Gerayli, M. S. (2020). Auditor's report, auditor's size and value relevance of accounting information. **Journal of Applied Accounting Research**, 21(4), 721-739.

Abdul-Shukor, Z., Ibrahim, M. K., Kaur, J., & Md-Nor, H. (2008). The value relevance of intangibles non-current assets in different economic conditions. **International Review of Business Research Papers**, 4(2), 316-337.

- Al-Ani, Mawih and Tawfix, Omar Ikkal. (2021). Effect of Intangible Assets on the Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Emerging Markets. **Journal of Asian Finance, Economics and Business**, 8(2), 387-399.
- Alfaraih, M. (2009). **Compliance with international financial reporting standards (IFRS) and the value relevance of accounting information in emerging stock markets: evidence from Kuwait** [Doctoral dissertation]. Queensland University of Technology.
- Badu, B. & Appiah, K. O. (2018). Value relevance of accounting information: an emerging country perspective. **Journal of Accounting & Organizational Change**, 14(4), 473-491.
- Beisland, L. A. (2009). A Review of the Value Relevance Literature. **The Open Business Journal**, 2, 7-27.
- Bowerman, S., & Sharma, U. P. (2016). The effect of corporate social responsibility disclosures on share prices in Japan and the UK. **Corporate Ownership and Control**, 13(2), 202-216.
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. **Journal of accounting and economics**, 24(1), 39-67.
- Dontoh, A., Radhakrishnan, S., & Ronen, J. (2007). Is stock price a good measure for assessing value-relevance of earnings? An empirical test. **Review of Managerial Science**, 1, 3-45.
- Egyi, M. A. (2021). Value-Relevance of Accounting Information in the Nigerian Stock Exchange. **Global Journal of Finance and Business Review**, 4(2), 19-28.
- El-Diftar, D., & Elkalla, T. (2019). The value relevance of accounting information in The MENA region A comparison of GCC and non-GCC country firms. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, 17(3), 519-536.
- Eugenio, K. L., Parel, R. M. A., Reyes, K. M., Yu, K. B., & Cudiaet, C. (2019). How Does Value Relevance of Accounting Information React to Financial Crises?. **DLSU Business & Economics Review**, 28(2), 133-141.
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance?. **Journal of accounting Research**, 37(2), 319-352.
- Habib, A., & Azim, I. (2008). Corporate Governance and the value-relevance of Accounting information Evidence from Australia. **Accounting Research Journal**, 21(2), 167-194.
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of Accounting and Economics**, 31 (1-3), 3-75.
- Keener, M. H. (2011). The relative value relevance of earnings and book value across industries. **Journal of Finance and Accountancy**, 6, 1.

- Kimouche, B., & Rouabhi, A. (2016). The impact of intangibles on the value relevance of accounting information: Evidence from French companies. **Intangible Capital**, *12*(2), 506-529.
- Kwon, G. J. (2018). Comparative value relevance of accounting information among Asian countries Focusing on Korea, Japan, and China. **Managerial Finance**, *41*(2), 110-126.
- Loppreville, S., Rupo, D., & Ricca, B. (2019). Does the voluntary adoption of integrated reporting affect the value relevance of accounting information? Empirical evidence from Europe. **International Journal of Managerial and Financial Accounting**, *11*(3/4), 238-268.
- Mirza, A., Malek, M., & Abdul-Hamid, M. A. (2019). Value relevance of financial reporting: Evidence from Malaysia. **Cogent Economics & Finance**, *7*(1), 1651623.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. **Contemporary accounting research**, *11*(2), 661-687.
- Paolone, F., Tiscini, R., & Martiniello, L. (2020). Accounting and Value Relevance of Intangibles: A longitudinal Study in Italian Stock Exchange 2010-2018. **Journal of Modern Accounting and Auditing**, *16*(5), 201-210.
- Saha, A., & Bose, S. (2017). The Value Relevance of Financial and Non-Financial Information: Evidence from Recent Academic Literature. In M.O. North and J.V. Akkeren (Eds.) **Value Relevance of Accounting Information in Capital Markets** (pp.220-245). DOI:10.4018/978-1-5225-1900-3.ch015.
- Shamki, D. (2013). The Influence of Economic Factors on the Value Relevance of Accounting Information in Jordan. **International Journal of Business and Management**, *8*(6), 89-104.