

ความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์
ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน

The Value Relevance of Accounting Information
of Listed Companies in ASEAN Countries

ยศวินกาญจน์ กอบกาญจนพุดติ¹ และ พิมลวรรณ ตริพัฒน์สินธิ^{2*}

Yodsawinkan Kobkanjanapud¹ and Pimonwan Tripattanasit^{2*}

**Corresponding Author*

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต

Faculty of Accountancy, Rangsit University

E-mail: yodsawinkan.k@rsu.ac.th¹ and pimonwan.t@rsu.ac.th²

Received October 30, 2023; Revised November 28, 2023; Accepted December 20, 2023

บทคัดย่อ

บทความวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ 1) เพื่อศึกษาความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย ไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ 2) เพื่อศึกษาความแตกต่างและเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ระหว่างบริษัทจดทะเบียนในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์กับประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2562 กลุ่มตัวอย่างคือบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ กลุ่มตัวอย่างมีจำนวนทั้งสิ้น 5,322 ตัวอย่าง ใช้วิธีคัดเลือกแบบเจาะจงตามลักษณะที่กำหนด วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ผลการวิจัยพบว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน (ทั้ง 5 ประเทศ) มีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในทิศทางบวก นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังพบว่าบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียนมีมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศไม่แตกต่างกัน ยกเว้นบริษัทจดทะเบียนในประเทศสิงคโปร์ที่มีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรต่อหุ้นแตกต่างจากประเทศไทย

คำสำคัญ: ข้อมูลทางบัญชี; กลุ่มประเทศอาเซียน; ราคาหลักทรัพย์

Abstract

This article aimed to (1) study the value relevance of book value per share, earnings per share, and operating cash flow per share of listed companies in Singapore, Malaysia, Thailand, Indonesia, and the Philippines; and (2) to study the differences and compare the value relevance of book value per share, earnings per share, and operating cash flow per share between listed companies in Singapore, Malaysia, Indonesia, and Philippines with Thailand during 2017 – 2019. The sample was listed companies in Thailand, Singapore, Malaysia, Indonesia, and The Philippines. They were selected by specified characteristics. The data was analyzed using descriptive statistics, correlation analysis, and multiple regression analysis techniques. The results show that book value per share, earnings per share, and operating cash flow per share of listed companies in ASEAN countries (all five countries) are related to explaining stock prices in a positive direction. In addition, the research found that listed companies in ASEAN countries have no differences in book value, earnings per share, and operating cash flow in explaining stock prices in each country, except for listed companies in Singapore, which are different from those in Thailand in explaining the stock price of earning per share.

Keywords: Accounting Information; ASEAN Countries; Stock Price

บทนำ

ข้อมูลทางบัญชีเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญต่อการตัดสินใจของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากข้อมูลทางบัญชีเป็นข้อมูลที่สะท้อนถึงฐานะทางการเงิน ผลการดำเนินงานและสภาพคล่องของกิจการ ซึ่งนักลงทุนสามารถพิจารณาข้อมูลทางบัญชีได้จากรายงานทางการเงินของกิจการ ซึ่งได้แก่ งบแสดงฐานะทางการเงิน งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ และงบกระแสเงินสด งานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา Ohlson (1995) ได้ทำการค้นพบว่ามูลค่าตามบัญชีในส่วนของผู้ถือหุ้น (ข้อมูลจากงบแสดงฐานะการเงิน) และกำไรทางบัญชี (ข้อมูลจากงบกำไรขาดทุน) สามารถอธิบายหรือกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้ จากการศึกษาที่มีนักวิจัยจำนวนมากได้นำตัวแบบจำลองของ Ohlson (1995) มาประยุกต์ใช้จนเรียกกันว่า Ohlson Model (Beaver, 2002) ในปี ค.ศ. 1997 Collins et al. (1997) ได้ทำการศึกษาการเปลี่ยนแปลงความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในช่วงสี่สิบปีที่ผ่านมาโดยใช้ตัวแบบจำลองของ Ohlson (1995) มาทำการวิเคราะห์

ผลการศึกษาพบว่ากำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นในช่วงสี่สิบปีที่ผ่านมา และในเวลาต่อมาก็มีผลงานวิจัยหลาย ๆ ฉบับที่ได้ทำการศึกษาความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชี พบว่า มูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีนั้นมีความเกี่ยวข้องในการตัดสินใจ (Graham & King, 2000; Sumritpradit, 2002; Zainal et al., 2009; Kousenidis et al., 2010; Kwong, 2010; Karğın, 2013; Chebaane & Othman, 2014; Elshandidy, 2014; Lestari & Takada, 2015) จากนั้นก็ยังมียงานวิจัยต่าง ๆ ได้ประยุกต์ใช้ตัวแบบของ Ohlson (1995) โดยนำกระแสเงินสดมาทดสอบกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งผลการวิจัยพบว่ากระแสเงินสดมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ (Bepari et al., 2013; Hayati, 2016; Der et al., 2016; Acaranupong, 2017; Okafor et al., 2017; Kobkanjanapued & Chotkunakitti, 2021)

นอกจากนี้ มีการศึกษาเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์กับประเทศต่าง ๆ Graham and King (2000) พบว่าในประเทศอินโดนีเซีย เกาหลีใต้ มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ ไต้หวัน และไทยมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ต่างกันเนื่องจากแนวปฏิบัติทางบัญชีตามมาตรฐานการบัญชีในขณะนั้นของแต่ละประเทศมีความแตกต่างกัน Kwon (2018) พบว่าความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรมีค่ามากที่สุดในการวัดข้อมูลทางบัญชีที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของบริษัท ส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องน้อยที่สุดที่ศึกษาจากประเทศเกาหลีใต้ จีน และญี่ปุ่น และงานวิจัยฉบับล่าสุดของ Acaranupong (2021) ได้ศึกษาการบรรจบกันของมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศและความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน (อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ และไทย) ระหว่างปี ค.ศ. 2013 – 2017 (หรือ พ.ศ. 2556 – 2560) ผลการวิจัยพบว่ามูลค่าตามบัญชีและกำไรต่อหุ้นในบางประเทศมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์แตกต่างกับประเทศไทย

จากงานวิจัยที่ผ่านมาจึงทำให้ผู้วิจัยสนใจศึกษาความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน ประกอบด้วยประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ซึ่งงานวิจัยฉบับนี้จะแตกต่างจากงานวิจัยของ Acaranupong (2021) โดยได้เพิ่มกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในตัวแบบจำลอง และเป็นการศึกษาในช่วงที่ทุกประเทศได้มีการใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศมาระยะหนึ่ง ซึ่งในช่วงปีที่ทำการศึกษายู่ระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2562 ทั้งนี้ งานวิจัยของ Acaranupong (2021) จะเป็นการศึกษาการบรรจบกัน (Convergence) ของมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศในช่วงแรก หรือกล่าวได้ว่าการศึกษาคั้งนี้เป็นการศึกษาเพิ่มเติมจากงานวิจัยดังกล่าว เพื่อทำการ

¹ การบรรจบกันของมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ หมายถึง การนำมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) มาปฏิบัติใช้ในระดับที่สูง แต่ไม่ได้นำมาปรับใช้ทั้งหมด 100% (Full IFRS) แต่ยังมีบางเรื่องที่ยังคงใช้มาตรฐานการบัญชีท้องถิ่นหรือบางย่อหน้าใน IFRS ได้รับการผ่อนปรนตามบริบทของประเทศนั้น ๆ ที่ได้นำ IFRS มาปรับใช้

เปรียบเทียบความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีระหว่างมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีในแต่ละประเทศเมื่อมีการปฏิบัติใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศมาระยะหนึ่ง

ผลลัพธ์จากงานวิจัยฉบับนี้ผู้วิจัยคาดว่ามีความเป็นประโยชน์ต่อ 1) นักลงทุนที่ต้องการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทต่าง ๆ ในการตัดสินใจลงทุน อันได้แก่ ข้อมูลมูลค่าตามบัญชีจากงบแสดงฐานะการเงิน ข้อมูลกำไรจากงบกำไรขาดทุน และข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานจากงบกระแสเงินสด ซึ่งข้อมูลเหล่านี้เป็นข้อมูลพื้นฐานที่ทุกบริษัทต้องรายงานในงบการเงินทุกงวดบัญชีและเป็นข้อมูลที่เป็นปัจจัยพื้นฐานในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ 2) งานวิจัยนี้เป็นจะช่วยเพิ่มคุณค่าทางวิชาการในประเทศไทยซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อนักศึกษาปริญญาโท อาจารย์ และนักวิจัยทางด้านตลาดทุน เพื่อให้สามารถนำไปต่อยอดหรือประยุกต์ใช้ในการทดสอบข้อมูลทางบัญชีตัวอื่น ๆ ที่คาดว่าจะสามารถใช้อธิบายหรือทำนายราคาหลักทรัพย์ได้ และ 3) เป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานที่กำหนดมาตรฐานการรายงานทางการเงินเนื่องจากบริษัทต่าง ๆ ในประเทศอาเซียนได้ปฏิบัติตาม IFRS ดังนั้น ในกรณีที่ข้อมูลทางบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้จะแสดงให้เห็นว่าข้อมูลทางบัญชีเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรมในการนำเสนอฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทหรือเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจ ในขณะที่ถ้าหากข้อมูลทางบัญชีไม่สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้หน่วยงานที่เกี่ยวข้องในการกำหนดมาตรฐาน ต้องมีการทบทวนปรับปรุงมาตรฐาน ให้มีความเกี่ยวข้องต่อการตัดสินใจและให้เป็นประโยชน์เพิ่มขึ้น

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย ไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์

2. เพื่อศึกษาความแตกต่างและเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ระหว่างบริษัทจดทะเบียนในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์กับประเทศไทย

การทบทวนวรรณกรรม

การปฏิบัติใช้ IFRS ของกลุ่มประเทศอาเซียน

ตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียนที่บริษัทจดทะเบียนต้องปฏิบัติตามมาตรฐานการรายงานทางการเงิน (IFRS) ได้แก่ 1) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2) ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ 3) ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย 4) ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย และ 5) ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์

ประเทศไทย มีหน่วยงานกำหนดมาตรฐานรายงานทางการเงิน คือ สภาวิชาชีพบัญชี (Federation of Accounting Profession – Thailand: TFAC) ซึ่งอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติวิชาชีพบัญชี พ.ศ. 2547 มาตรฐานรายงานทางการเงินถูกกำหนดโดยคณะกรรมการกำหนดมาตรฐานการบัญชี ประเทศไทยได้นำมาตรฐาน IFRS ที่มีผลบังคับใช้ทั้งหมดมาใช้ (รวมถึง IFRS และ IAS ทั้งหมด และการตีความ IFRIC และ SIC) ซึ่งเรียกว่ามาตรฐานการรายงานทางการเงินของประเทศไทย (TFRSs) โดยปกติจะมีความล่าช้าหนึ่งปีในวันที่มีผลบังคับใช้จากมาตรฐาน IFRS (IFRS Foundation, 2022)

ประเทศสิงคโปร์ มีคณะกรรมการกำหนดมาตรฐานรายงานทางการเงิน คือ คณะกรรมการกำหนดมาตรฐานการบัญชีแห่งประเทศสิงคโปร์ (Singapore Accounting Standards Council: ASC) บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์จะต้องปฏิบัติตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินของสิงคโปร์ (Singapore Financial Reporting Standards: SFRS) ซึ่งสอดคล้องกับ IFRS เป็นอย่างมาก (Substantially Converged) ทั้งนี้ในปี พ.ศ. 2545 ประเทศสิงคโปร์ได้มีการปรับปรุง SFRS ให้สอดคล้องกับ IFRS เป็นอย่างมาก (Full Convergence) ต่อมาในวันที่ 29 พฤษภาคม พ.ศ. 2557 ASC ได้ประกาศว่าบริษัทที่จัดตั้งขึ้นในสิงคโปร์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์จะเริ่มปฏิบัติใช้กรอบการรายงานทางการเงินใหม่ที่เหมือนกับ IFRS สำหรับรอบระยะเวลาประจำปี que เริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2561 เป็นต้นไป (IFRS Foundation, 2022)

ประเทศมาเลเซีย มีคณะกรรมการกำหนดมาตรฐานรายงานทางการเงิน คือ คณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีของมาเลเซีย (Malaysian Accounting Standards Board: MASB) โดยก่อตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติการรายงานทางการเงิน พ.ศ. 2540 โดยเป็นหน่วยงานอิสระในการพัฒนาและออกมาตรฐานการบัญชีและการรายงานทางการเงินในประเทศมาเลเซีย บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียต้องปฏิบัติใช้ MFRS Framework ซึ่งสอดคล้องกับ IFRS โดยมีลักษณะการปฏิบัติใช้ IFRS แบบสมบูรณ์ (Full IFRS) เริ่มตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2555 ซึ่งจะอยู่ภายใต้การกำกับของ MASB ทั้งนี้มาตรฐานการรายงานทางการเงินของประเทศมาเลเซียจะเรียกว่า Malaysian Financial Reporting Standards (MFRS) (IFRS Foundation, 2022)

ประเทศอินโดนีเซีย มีคณะกรรมการกำหนดมาตรฐานรายงานทางการเงิน คือ คณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีการเงินของชาวอินโดนีเซีย (Dewan Standar Akuntansi Keuangan: DSAK) ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของสถาบันนักบัญชีแห่งอินโดนีเซีย (Ikatan Akuntan Indonesia – IAI) เป็นหน่วยงานกำหนด

มาตรฐานการบัญชีอิสระระดับประเทศในอินโดนีเซีย ทั้งนี้ประเทศอินโดนีเซียไม่ได้นำมาตราฐาน IFRS มาใช้ แต่สนับสนุนการใช้ IFRS ในฐานะมาตรฐานการบัญชีที่ยอมรับทั่วโลก และดำเนินการตามกระบวนการบรรจบกันของ IFRS (IFRS Standards Convergence Process) เพื่อลดช่องว่างระหว่าง DSAK และ IFRS ให้เหลือน้อยที่สุด (IFRS Foundation, 2022)

ประเทศฟิลิปปินส์ มีหน่วยงานที่กำหนดมาตรฐานรายงานทางการเงิน คือ สภามาตรฐานการรายงานทางการเงินของฟิลิปปินส์ (Philippine Financial Reporting Standards Council: FRSC) หน้าที่หลักของ FRSC คือการกำหนดหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปในฟิลิปปินส์ ฟิลิปปินส์ได้นำ IFRS มาใช้เป็นมาตรฐานการรายงานทางการเงินของฟิลิปปินส์ (Philippine Financial Reporting Standards: PFRS) (IFRS Foundation, 2022)

ทั้งนี้ จะสังเกตได้ว่าประเทศที่อยู่ในกลุ่มสมาชิกอาเซียน ได้แก่ ประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ต่างก็ได้นำ IFRS มาถือปฏิบัติใช้ถึงแม้ว่าบางประเทศจะยังไม่ได้ใช้แบบ Full IFRS แต่ก็ถือได้ว่าระดับของการใช้ IFRS มีความใกล้เคียงกับ IFRS เป็นอย่างมาก (IFRS Standards Convergence) ดังนั้น รายงานทางการเงินของแต่ละประเทศถือได้ว่าเป็นข้อมูลที่มีคุณภาพสามารถเปรียบเทียบกันได้ เนื่องจากอยู่ภายใต้หลักการทางบัญชีสากลหรือมาตรฐานรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ

Fama (1970) ได้แบ่งประเภทของสมมติฐานที่เกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาด ออกเป็น 3 ระดับตามข้อมูลข่าวสารหรือข้อมูลใหม่ที่นักลงทุนได้รับ ซึ่งนักลงทุนจะใช้ข้อมูลข่าวสารหรือข้อมูลใหม่ในการประกอบการตัดสินใจเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยสมมติฐานที่เกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาดระดับแรกคือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak Form Efficient Market Hypothesis) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลตลาด (Market Information) ที่เกี่ยวข้องกับราคาและข้อมูลการซื้อขายของหลักทรัพย์ทั้งหมดในอดีต ระดับที่สองคือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (Semi-Strong Form Efficient Market Hypothesis) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะปรับตัวทันทีต่อข้อมูลสาธารณะทั้งหมด (Public Information) หรืออาจกล่าวได้ว่า ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลสาธารณะทั้งหมดอย่างเต็มที่ และระดับที่สามคือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong Form Efficient Market Hypothesis) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลทั้งหมดทั้งที่เป็นข้อมูลสาธารณะ (Public Information) และข้อมูลส่วนบุคคลที่ไม่ได้เปิดเผยต่อสาธารณะ (Private Information) อย่างเต็มที่

แนวคิดการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ตามตัวแบบของ Ohlson

Ohlson (1995), and Feltham and Ohlson (1995) ใช้ทฤษฎีการประเมินมูลค่าตามตัวแบบการประเมินกำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income Valuation Model: RIVM) แสดงให้เห็นว่าภายใต้เงื่อนไขบางประการ ราคาหลักทรัพย์สามารถแสดงเป็นค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของมูลค่าทางบัญชีและกำไรทางบัญชี ตัวแบบของ Ohlson (1995), and Feltham and Ohlson (1995) กลายเป็นผลงานวิจัยเชิงประจักษ์จำนวนมาก

ที่ตรวจสอบความเกี่ยวข้องของการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์จากข้อมูลในงบแสดงฐานะการเงินและงบกำไรขาดทุน (Brief & Zarowin, 1999) นอกจากนี้ Okafor et al. (2017) กล่าวว่า Ohlson (1995) ใช้ทฤษฎีการประเมินมูลค่าตามตัวแบบ RVM ที่กำหนดจากสมมติฐานที่ว่าราคาหลักทรัพย์จะเท่ากับมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นบวกการลดลงของมูลค่ากำไรส่วนที่เหลือเหลือในอนาคต (Beisland, 2008) แบบจำลองของ Ohlson (1995) ได้สร้างงานวิจัยเชิงประจักษ์จำนวนมากเพื่อตรวจสอบความเกี่ยวข้องของมูลค่ากับข้อมูลทางการเงินซึ่งกลายเป็นสิ่งที่โดดเด่นในวรรณกรรมทางการเงิน (Abiodun, 2012)

นอกจากข้อมูลของมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นและกำไรทางบัญชีแล้ว มีงานวิจัยในอดีตได้ทำการประยุกต์ใช้ตัวแบบของ Ohlson (1995) โดยเพิ่มตัวแปรเข้าไปทดสอบร่วมด้วยคือกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน Bepari et al. (2013) พบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องเช่นเดียวกับมูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชี สอดคล้องกับงานวิจัยของ Hayati (2016); Der et al. (2016); Acaranupong (2017); Okafor et al. (2017), and Kobkanjanapued and Chotkunakitti (2021) ที่พบว่ามูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ดังนั้น จึงสามารถตั้งสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานการวิจัยที่ 1 มูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในแต่ละประเทศ ได้แก่ สิงคโปร์ มาเลเซีย ไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์

สมมติฐานการวิจัยที่ 2 กำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในแต่ละประเทศ ได้แก่ สิงคโปร์ มาเลเซีย ไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์

สมมติฐานการวิจัยที่ 3 กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในแต่ละประเทศ ได้แก่ สิงคโปร์ มาเลเซีย ไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ งานวิจัยฉบับล่าสุดของ Acaranupong (2021) พบว่ากำไรต่อหุ้นเป็นข้อมูลที่เกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ใน 4 ประเทศ (อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และไทย) ส่วนมูลค่าตามบัญชีเป็นข้อมูลที่เกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์เพียงสามประเทศเท่านั้น (อินโดนีเซีย สิงคโปร์ และไทย) และผลการเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีแสดงให้เห็นว่ากำไรต่อหุ้นของบริษัทในประเทศมาเลเซียมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่าบริษัทในประเทศไทย ในขณะที่ความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรต่อหุ้นของบริษัทในประเทศฟิลิปปินส์และประเทศสิงคโปร์น้อยกว่าบริษัทในประเทศไทย และยังพบว่าความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรต่อหุ้นของบริษัทในอินโดนีเซียไม่แตกต่างจากบริษัทในประเทศไทย นอกจากนี้ มูลค่าตามบัญชีของบริษัทในประเทศอินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ และสิงคโปร์มีความเกี่ยวข้องมากกว่าของบริษัทในประเทศไทย ในขณะที่มูลค่าตามบัญชีของบริษัทในประเทศมาเลเซียไม่แตกต่างจากบริษัทในไทย ซึ่งการศึกษาของ Acaranupong (2021) เป็นการศึกษาการบรรจบกัน (Convergence) ของมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศในช่วงแรกในช่วงปี ค.ศ. 2013–2017 จากการทบทวนวรรณกรรมจึงสามารถตั้งสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

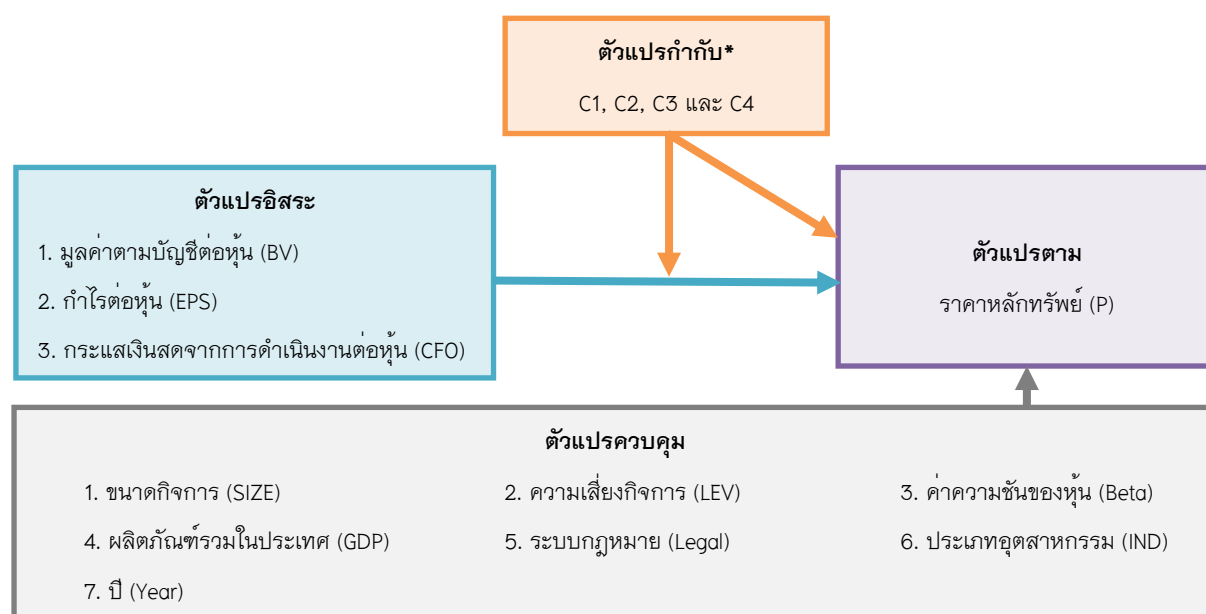
สมมติฐานการวิจัยที่ 4 มูลค่าตามบัญชีมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์แตกต่างกับประเทศไทย

สมมติฐานการวิจัยที่ 5 กำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์แตกต่างกับประเทศไทย

สมมติฐานการวิจัยที่ 6 กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์แตกต่างกับประเทศไทย

กรอบแนวคิดการวิจัย

งานวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยผู้วิจัยกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัยตามแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้



* สำหรับตัวแปรกำกับ C1 (ประเทศสิงคโปร์) C2 (ประเทศมาเลเซีย) C3 (ประเทศอินโดนีเซีย) และ C4 (ประเทศฟิลิปปินส์) ที่เป็นตัวแปรหุ่น ถ้าแทนค่าด้วย 0 ให้แสดงว่าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Acaranupong, 2021)

ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาได้มาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 678 บริษัท ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ จำนวน 663 บริษัท ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย จำนวน 989 บริษัท ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย จำนวน 804 บริษัท และตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ จำนวน 284 บริษัท ดังนั้น ประชากรที่ศึกษาในโครงการวิจัยนี้มีทั้งสิ้น 3,418 บริษัท หรือ 10,254 ชุดข้อมูล (3,418 บริษัท * 3 ปี) เนื่องจากทำการศึกษาระหว่างปี 2560 ถึงปี 2562 รวมเป็นเวลา 3 ปี โดยการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจะคัดเลือกแบบเจาะจงตามลักษณะเฉพาะที่กำหนด คือ 1) เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย และตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (ธนาคาร ประกันภัย บริษัทหลักทรัพย์) รวมถึงกองทุนรวมและกองทรัสต์ เนื่องจากรูปแบบการดำเนินงานมีลักษณะเฉพาะและแตกต่างจากธุรกิจอื่น รวมถึงมีรูปแบบของรายงานทางการเงินที่แตกต่าง นอกจากนี้บริษัทประเภทธุรกิจธนาคารจะมีปริมาณหนี้สินสูงกว่าธุรกิจอื่น (Graham & King, 2000; Zainal et al., 2009; Kousenidis et al., 2010; Der et al., 2016; Kouki, 2018; Mirza et al., 2018; Acaranupong, 2017; Acaranupong, 2019; Kobkanjanapued, 2020) 2) เป็นบริษัทที่มีมูลค่าตามบัญชีไม่ติดลบ เนื่องจากบริษัทที่มีมูลค่าตามบัญชีติดลบมีแนวโน้มที่จะประสบปัญหาทางการเงิน (Graham & King, 2000; Zainal et al., 2009; Mirza et al., 2018) 3) เป็นบริษัทที่ปิดงบการเงินวันที่ 31 ธันวาคม เพื่อควบคุมผลกระทบของราคาหลักทรัพย์จากสภาพแวดล้อมภายนอก (Acaranupong, 2017; Acaranupong, 2019) 4) เป็นบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนภายในปีที่ศึกษา (Zainal et al., 2009) และ 5) ต้องไม่เป็นบริษัทที่มีค่าข้อมูลผิดปกติ (Outliers) ทั้งนี้ แสดงได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง	จำนวนบริษัท				
	ไทย	สิงคโปร์	มาเลเซีย	อินโดนีเซีย	ฟิลิปปินส์
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	678	663	989	804	284
หัก กลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน กองทุน และกองทรัสต์	62	21	37	105	34
บริษัทที่มีมูลค่าตามบัญชีติดลบ	4	19	10	54	14
รอบระยะเวลาบัญชีไม่ใช่ 31 ธันวาคม	45	179	459	55	29
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	105	30	105	203	60
บริษัทที่มีข้อมูลผิดปกติ	1	3	3	1	6
จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น	461	411	375	386	141
จำนวนกลุ่มตัวอย่าง ระยะเวลาที่ศึกษา 3 ปี (n*3)	1,383	1,233	1,125	1,158	423

การรวบรวมข้อมูล

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้เป็นงานวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) ที่ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากรายงานทางการเงินตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560 – 2562 รวมทั้งสิ้น 3 ปี โดยใช้แหล่งข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART และ <https://www.set.or.th/th/home> สำหรับเก็บรวบรวมข้อมูลในประเทศไทย และเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย ไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ได้แก่ 1) ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ จาก <https://www.sgx.com> 2) ตลาดหลักทรัพย์เบอร์ซา มาเลเซีย จาก <https://www.bursamalaysia.com> 3) ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย จาก <https://www.indonesia-investments.com> 4) ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ จาก <https://www.pse.com.ph> และ 5) เว็บไซต์อื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น <https://www.oecd.org>, <https://www.morningstar.com>, <https://www.msci.com> รวมถึงฐานข้อมูล Bloomberg ณ ห้องสมุดมารวย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขอบเขตการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ซึ่งศึกษาความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน ได้แก่ ประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย ไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ซึ่งเป็นกลุ่มประเทศในอาเซียนที่ปฏิบัติใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน หรือ IFRS โดยจะศึกษาทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (ธนาคาร ประกันภัย บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวมและกองทรัสต์) ศึกษาระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2562 โดยจะเก็บรวบรวมข้อมูลรายปี ทั้งนี้จะศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม และต้องเป็นบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนตลอดระยะเวลา 3 ปี

ตัวแบบการศึกษา

การวิจัยฉบับนี้ได้ประยุกต์ใช้ตัวแบบของ Ohlson (1995) และปรับปรุงตัวแบบการศึกษาจาก Acaranupong (2021) โดยได้เพิ่มตัวแปรอิสระที่สนใจศึกษา คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น เข้าไปในตัวแบบการศึกษาเพื่อทำการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ซึ่งการศึกษาในครั้งนี้สามารถกำหนดตัวแบบการศึกษาได้ 4 ตัวแบบ ดังต่อไปนี้

ตัวแบบการศึกษาที่ 1 ถึง ตัวแบบการศึกษาที่ 4 เป็นการวิเคราะห์ความเกี่ยวข้องและเปรียบเทียบความสามารถของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ (วิเคราะห์ทีละประเทศ) ได้แก่ ประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย ไทย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 Beta_{it} + \sum_{a=6}^{14} \beta_a IND_i + \sum_{b=15}^{16} \beta_b Year_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 CFO_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 Beta_{it} + \sum_{a=6}^{14} \beta_a IND_i + \sum_{b=15}^{16} \beta_b Year_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 Beta_{it} + \sum_{a=7}^{15} \beta_a IND_i + \sum_{b=16}^{17} \beta_b Year_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

ตัวแบบการศึกษาที่ 5 และตัวแบบการศึกษาที่ 6 เป็นการวิเคราะห์ความแตกต่างของความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของประเทศในกลุ่มอาเซียน (วิเคราะห์รวมทุกประเทศในสมการถดถอย)

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 C1_i + \beta_2 C2_i + \beta_3 C3_i + \beta_4 C4_i + \beta_5 BV_{it} + \beta_6 EPS_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 C1_i * BV_{it} + \beta_9 C1_i * EPS_{it} + \beta_{10} C1_i * CFO_{it} + \beta_{11} C2_i * BV_{it} + \beta_{12} C2_i * EPS_{it} + \beta_{13} C2_i * CFO_{it} + \beta_{14} C3_i * BV_{it} + \beta_{15} C3_i * EPS_{it} + \beta_{16} C3_i * CFO_{it} + \beta_{17} C4_i * BV_{it} + \beta_{18} C4_i * EPS_{it} + \beta_{19} C4_i * CFO_{it} + \beta_{20} SIZE_{it} + \beta_{21} LEV_{it} + \beta_{22} Beta_{it} + \beta_{23} GDP_{it} + \sum_{i=24}^{35} \beta_{24} Legal_i + \sum_{i=36}^{44} \beta_{36} IND_i + \sum_{i=45}^{55} \beta_{45} Year_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

โดยที่ P_{it} คือ ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลา t หลัง 3 เดือน ; BV_{it} คือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัท i ณ เวลา t ; EPS_{it} คือ กำไรต่อหุ้นของบริษัท i ณ เวลา t ; CFO_{it} คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นของบริษัท i ณ เวลา t ; $SIZE_{it}$ คือ ขนาดกิจการ วัดจากลอการิทึมของสินทรัพย์รวมของบริษัท i ณ เวลา t ; LEV_{it} คือ ความเสี่ยงกิจการ วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลา t ; $Beta_{it}$ คือ ค่าความชันหรือค่าความผันผวนของหุ้นบริษัท i ณ เวลา t ; GDP_{it} คือ ผลิตภัณฑ์รวมในประเทศของบริษัท i ณ เวลา t ; IND_i คือ ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม²ของบริษัท i โดยให้ 1 แทนประเทศนั้น ๆ และ 0 แทนอื่น ๆ ; $Year_t$ คือ ช่วงเวลาที่แทนด้วยปี โดยให้ 1 แทนปีนั้น ๆ และ 0 แทนอื่น ๆ $Legal_i$ คือ ระบบกฎหมายของประเทศนั้น ๆ โดยให้ 1 แทนระบบ common law หรือ ระบบ civil law และ 0 แทนอื่น ๆ ; $C1_i$ คือ ตัวแปรหุ่นแทนประเทศสิงคโปร์ โดยให้ 1 แทนประเทศสิงคโปร์ และ 0 แทนอื่น ๆ ; $C2_i$ คือ ตัวแปรหุ่นแทนประเทศมาเลเซีย โดยให้ 1 แทนประเทศมาเลเซีย และ 0 แทนอื่น ๆ ; $C3_i$ คือ ตัวแปรหุ่นแทนประเทศอินโดนีเซีย โดยให้ 1 แทนประเทศอินโดนีเซีย และ 0 แทนอื่น ๆ และ $C4_i$ คือ ตัวแปรหุ่นแทนประเทศฟิลิปปินส์ โดยให้ 1 แทนประเทศฟิลิปปินส์ และ 0 แทนอื่น ๆ ทั้งนี้ สำหรับตัวแปร $C1$ $C2$ $C3$ และ $C4$ ที่เป็นตัวแปรหุ่น ถ้าแทนค่าด้วย 0 ให้แสดงว่าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Acaranupong, 2021)

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลสำหรับการศึกษานี้ ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ใช้เพื่อบรรยายถึงลักษณะของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เพื่อทดสอบปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่คำนวณได้ควรมีค่าไม่เกิน 0.800 ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระจะไม่เกิดปัญหา Multicollinearity (Kumari, 2008) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) โดยผลการวิเคราะห์จะพิจารณาระดับนัยสำคัญของค่าสัมประสิทธิ์ของ

² กลุ่มอุตสาหกรรมแบ่งออกเป็น 10 กลุ่มอุตสาหกรรม โดยไม่รวม Financial Sector ตาม Global Industry Classification Standard (GICS) ประกอบด้วย Energy, Materials, Industrials, Consumer Discretionary, Consumer Staples, Health Care, Information Technology, Real Estate, Communication Services และ Utilities Sector

สมการถดถอย (Regression Coefficients) ของตัวแปรอิสระต่าง ๆ และค่าสัมประสิทธิ์เชิงพหุของการกำหนดที่ปรับแล้ว (Adjusted R2)

ผลการวิจัย

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาด้วยค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน แสดงได้ดังตารางที่ 2 พบว่า ราคาหลักทรัพย์ (P) มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ \$ 0.001, \$ 16.041, \$ 0.381 และ 0.961 ตามลำดับ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BV) มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ \$ 0.001, \$ 16.975, \$ 0.296 และ 0.699 ตามลำดับ กำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ \$ -0.809, \$ 1.409, \$ 0.018 และ 0.067 ตามลำดับ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (CFO) มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ \$ -1.266, \$ 1.814, \$ 0.032 และ 0.106 ตามลำดับ ขนาดกิจการที่วัดจากลอการิทึมของสินทรัพย์รวม (SIZE) มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 13.025, 25.149, 19.167 และ 1.648 ความเสี่ยงกิจการ (LEV) ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ -0.113 เท่า, 386.039 เท่า, 1.530 เท่า และ 7.781 ตามลำดับ ค่าความชันหรือค่าความผันผวนของหุ้น (Beta) มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ -3.600 เท่า, 6.490 เท่า, 0.895 เท่า และ 0.769 ตามลำดับ และผลิตภัณฑ์รวมในประเทศ (GDP) มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับร้อยละ 1.096, ร้อยละ 6.931, ร้อยละ 4.518 และ 1.275 ตามลำดับ

ทั้งนี้ สกุลเงินที่ใช้เป็นสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ (USD) จากฐานข้อมูล Bloomberg

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (n = 5,322)

Variable	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
P	0.001	16.041	0.381	0.961
BV	0.001	16.975	0.296	0.699
EPS	-0.809	1.409	0.018	0.067
CFO	-1.266	1.814	0.032	0.106
SIZE	13.025	25.149	19.167	1.648
LEV	-0.113	386.039	1.530	7.781
Beta	-3.600	6.490	0.895	0.769
GDP	1.096	6.931	4.518	1.275

สำหรับตารางที่ 3 เป็นแสดงการแจกแจงความถี่และร้อยละของระบบกฎหมายในแต่ละประเทศของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาตลอดระยะเวลา 3 ปี พบว่า ประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซีย มีระบบการใช้กฎหมายแบบ Common Law มีบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างรวมกันจำนวน 2,541 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 47.75% ประเทศสิงคโปร์และประเทศมาเลเซียมีระบบการใช้กฎหมายแบบ Civil Law มีบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างรวมกันจำนวน 2,358 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 44.30% และประเทศฟิลิปปินส์ มีระบบการใช้กฎหมายแบบผสมมีบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างจำนวน 423 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 7.95%

ตารางที่ 3 ผลการแจกแจงความถี่และร้อยละของระบบกฎหมายแต่ละประเทศ (n = 5,322)

Legal	Thailand	Singapore	Malaysia	Indonesia	Philippine	Total (n)	Percentage
1 (Common law)	1,383	–	–	1,158	–	2,541	47.75%
2 (Civil law)	–	1,233	1,125	–	–	2,358	44.30%
3 (Mixed type)	–	–	–	–	423	423	7.95%
Total						5,322	100%

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของ Pearson Correlation (ด้านขวา) และ Spearman Correlation (ด้านซ้าย) แบบ Pooled-Sample Data

P	BV	EPS	CFO	SIZE	LEV	Beta	Legal1	Legal2	Legal3	C1	C2	C3	C4	C1-BV	C1-EPS	C1-CFO	C2-BV	C2-EPS	C2-CFO	C3-BV	C3-EPS	C3-CFO	C4-BV	C4-EPS	C4-CFO
Correlation	1	.778***	.752***	.219***	-.024	-.066***	.020	.011	-.053***	.019	-.022	-.152***	-.035***	.008***	.000	.073***	.162***	.205***	.177***	.025***	.002***	.042***	.058***	.058***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.107	.000	.179	.484	.000	.254	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.006	.001	.006	.002	.000	
BV	Correlation	1	.852***	.862***	-.036***	-.020***	-.051***	.102***	-.054***	.002***	-.046***	-.175***	-.084***	.267***	.024***	.069***	.269***	.155***	.193***	.035***	.007***	.007***	.002***	.000	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.016	.000	.000	.001	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.010	.019	.076	.682	.965	
EPS	Correlation	.852***	.803***	.217***	-.035***	-.070***	.036***	-.015	-.038***	.015	-.028	-.030***	-.038***	.069***	.224***	.059***	.121***	.383***	.146***	.074***	.159***	.088***	.633***	.023***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.022	.000	.016	.000	.008	.082	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.004	.004	
CFO	Correlation	.752***	.751***	.222***	-.072***	-.042***	.015	.014	-.050***	.009	-.014***	-.050***	.033***	.068***	.139***	.164***	.183***	.384***	.040***	.071***	.108***	.026***	.038***	.055***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.040	.000	.005	.325	.342	.001	.547	.000	.001	.029	.000	.000	.000	.000	.000	.001	.000	.000	.087	.015	
SIZE	Correlation	.347***	.346***	.329***	1	.037***	.072***	.027	-.039***	.002	.108***	-.103***	.047***	.022	.156***	.143***	.140***	.101***	.193***	.151***	.129***	.195***	.167***	.168***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.014	.000	.000	.074	.087	.016	.000	.002	.016	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
LEV	Correlation	-.047***	-.105***	-.005	.398***	1	.044***	.247***	-.037***	-.009	-.004	.033***	.009	-.016	-.020	-.002	-.019	-.009	-.015	-.021	-.008	-.005	-.006	.001	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.790	.000	.004	.007	.015	.543	.704	.012	.030	.543	.231	.197	.202	.535	.399	.161	.686	.716	.686	.927	
Beta	Correlation	-.066***	-.072***	-.057***	.102***	.154***	1	.017	.032	-.084***	-.121***	.123***	-.084***	-.038***	-.035***	.006	-.031***	.012	-.027***	.037***	-.047***	-.034***	-.012	-.038***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.250	.034	.000	.000	.000	.000	.000	.012	.000	.686	.041	.416	.000	.015	.022	.024	.015	
Legal1	Correlation	-.347***	-.346***	-.339***	.026***	.089***	.344***	1	-.829***	-.342***	-.837***	.523***	-.342***	-.242***	-.180***	-.210***	-.376***	-.142***	.207***	.137***	.154***	-.193***	-.184***	-.150***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
Legal2	Correlation	.363***	.470***	.507***	.141***	-.030	-.083***	.014	-.829***	.342***	.768***	-.435***	-.340***	.262***	.193***	.253***	.454***	.160***	.251***	-.172***	-.128***	-.137***	-.118***	-.108***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
Legal3	Correlation	-.103***	-.154***	-.076***	.004	-.014	-.100	-.342***	.920***	-.113***	-.168***	.921***	-.071***	-.047***	-.081***	-.110***	-.043***	-.081***	-.071***	-.047***	-.053***	.985***	.479***	.459***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.783	.952	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.002	.000	.004	.000	.000	.002	.000	.000	.000	.000	
C1	Correlation	.187***	.263***	.103***	.124***	.110***	-.123***	-.388***	.465***	-.113***	-.210***	-.224***	.627***	.414***	.545***	-.124***	-.040***	-.089***	-.050***	-.053***	-.080***	-.084***	-.054***	-.040***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.001	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.001	
C2	Correlation	.154***	.263***	.036***	-.112***	.103***	-.837***	.768***	-.186***	-.210***	1	-.336***	-.151***	-.087***	-.114***	.591***	.254***	.327***	-.132***	-.087***	-.086***	-.105***	-.059***	-.061***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
C3	Correlation	-.403***	-.445***	-.191***	.084***	.107***	-.142***	.223***	-.453***	-.180***	-.235***	1	-.180***	-.128***	-.084***	-.111***	-.079***	-.109***	.383***	.260***	.292***	-.102***	-.086***	-.079***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
C4	Correlation	-.103***	-.154***	-.076***	.004	-.014	-.103***	-.342***	.920***	-.113***	-.168***	1	-.071***	-.047***	-.081***	-.110***	-.042***	-.081***	-.071***	-.047***	-.053***	.985***	.479***	.459***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.783	.952	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.002	.000	.004	.000	.000	.002	.000	.000	.000	.000	
C1-BV	Correlation	.200***	.278***	.115***	.131***	.025***	-.128***	-.385***	.464***	-.112***	.998***	-.203***	1	.509***	.485***	-.078***	-.031***	-.042***	-.050***	-.033***	-.037***	-.040***	-.034***	-.031***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
C1-EPS	Correlation	.191***	.203***	.337***	.159***	.128***	-.071***	-.207***	.249***	-.060***	.535***	-.112***	.551***	.503***	1	.562***	-.051***	-.020***	-.033***	-.022***	-.025***	-.026***	-.022***	-.027***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
C1-CFO	Correlation	.162***	.193***	.337***	.111***	.007	-.079***	-.225***	.272***	-.066***	.584***	-.122***	.591***	.503***	1	.562***	-.051***	-.020***	-.033***	-.020***	-.025***	-.026***	-.022***	-.027***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
C2-BV	Correlation	.203***	.337***	.159***	.128***	-.071***	-.207***	.249***	-.060***	.535***	-.112***	.551***	.503***	1	.562***	-.051***	-.020***	-.033***	-.022***	-.025***	-.026***	-.022***	-.027***		
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
C2-EPS	Correlation	.209***	.203***	.459***	.175***	.082***	-.073***	.005	-.382***	.340***	-.093***	.445***	-.093***	-.095***	1	.483***	-.021***	-.020***	-.020***	-.020***	-.020***	-.020***	-.021***	-.020***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
C2-CFO	Correlation	.190***	.207***	.451***	.152***	.037***	-.043***	.022	-.337***	.408***	-.098***	.529***	-.111***	-.095***	1	.445***	-.021***	-.020***	-.020***	-.020***	-.020***	-.020***	-.021***	-.020***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
C3-BV	Correlation	-.348***	-.378***	-.150***	.174***	.038***	-.123***	.521***	-.452***	-.178***	-.207***	.332***	.687***	-.178***	-.203***	1	.327***	-.147***	-.075***	-.032***	-.027***	-.040***	-.034***	-.031***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
C3-EPS	Correlation	-.080***	-.128***	.125***	.010	.107***	-.040***	.278***	-.231***	-.035***	-.177***	.527***	-.035***	-.037***	1	.569***	-.078***	-.034***	-.020***	-.020***	-.020***	-.020***	-.021***	-.020***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
C3-CFO	Correlation	-.093***	-.163***	.104***	.125***	.044***	-.064***	.274***	-.223***	-.034***	-.175***	.530***	-.034***	-.037***	1	.479***	-.078***	-.032***	-.020***	-.020***	-.020***	-.020***	-.021***	-.020***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
C4-BV	Correlation	-.307***	-.340***	-.086***	.016	-.071***	-.103***	-.342***	.916***	-.115***	-.168***	.687***	-.115***	-.090***	1	.569***	-.078***	-.032***	-.020***	-.020***	-.020***	-.020***	-.021***	-.020***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
C4-EPS	Correlation	.016	.010	.127***	.120***	.039	-.046***	-.168***	-.132***	.545***	-.101***	-.038***	-.061***	-.033***	1	.569***	-.078***	-.032***	-.020***	-.020***	-.020***	-.020***	-.021***	-.020***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
C4-CFO	Correlation	.033***	.037***	.124***	.133***	.032	-.046***	-.154***	-.051***	.452***	-.084***	-.082***	-.051***	-.037***	1	.569***	-.078***	-.032***	-.020***	-.020***	-.020***	-.020***	-.021***	-.020***	
Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.																				

หมายเหตุ: ***, **, * คือ ค่าระดับนัยสำคัญที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์

จากตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของ Pearson Correlation (ด้านขวา) และ Spearman Correlation (ด้านซ้าย) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระหรือการทดสอบการเกิดปัญหา Multicollinearity พบว่าตัวแปรระบบกฎหมายของประเทศ ได้แก่ Legal1 Legal2 และ Legal3 มีความสัมพันธ์กันเอง และมีความสัมพันธ์กับตัวแปรหุ่นที่แทนประเทศฟิลิปปินส์ คือ C4 โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่ามากกว่า ± 0.800 และค่านัยสำคัญทางสถิติ หรือ $p\text{-value} < 0.001$ แสดงให้เห็นว่าตัวแปรดังที่กล่าวมาเกิดปัญหาความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ดังนั้น ในการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยวิธีการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ผู้วิจัยจึงต้องนำตัวแปรระบบกฎหมายของประเทศ (Legal) ออกจากตัวแบบการศึกษาที่ 4 เพื่อไม่ให้เกิดปัญหา Multicollinearity และเพื่อความน่าเชื่อถือของผลการวิเคราะห์ข้อมูลในครั้งนี้

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

สำหรับตารางที่ 5 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของแต่ละประเทศ ซึ่งอธิบายได้ดังนี้ ผลการวิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างจากประเทศไทย พบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BV) กำไรต่อหุ้น (EPS) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (CFO) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (P) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดย Model 1 พบว่า BV และ EPS มีค่า Coefficient เท่ากับ 0.756 และ 6.647 ตามลำดับ $p\text{-value} < 0.001$ Model 2 พบว่า BV และ CFO มีค่า Coefficient เท่ากับ 0.711 และ 3.570 ตามลำดับ $p\text{-value} < 0.001$ และ 0.003 ตามลำดับ และ Model 3 พบว่า BV EPS และ CFO มีค่า Coefficient เท่ากับ 0.580, 5.696 และ 2.113 ตามลำดับ $p\text{-value} < 0.001$ และ 0.023 ตามลำดับ

ผลการวิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างจากสิงคโปร์ พบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BV) กำไรต่อหุ้น (EPS) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (CFO) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (P) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดย Model 1 พบว่า BV และ EPS มีค่า Coefficient เท่ากับ 0.429 และ 3.487 ตามลำดับ $p\text{-value} < 0.001$ Model 2 พบว่า BV และ CFO มีค่า Coefficient เท่ากับ 0.456 และ 2.519 ตามลำดับ $p\text{-value} < 0.001$ และ Model 3 พบว่า BV EPS และ CFO มีค่า Coefficient เท่ากับ 0.420, 2.714 และ 1.646 ตามลำดับ $p\text{-value} < 0.001$

ผลการวิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างจากมาเลเซีย พบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BV) กำไรต่อหุ้น (EPS) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (CFO) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (P) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดย Model 1 พบว่า BV และ EPS มีค่า Coefficient เท่ากับ 0.535 และ 5.357 ตามลำดับ $p\text{-value} < 0.001$ Model 2 พบว่า BV และ CFO มีค่า Coefficient เท่ากับ 0.577 และ 2.388 ตามลำดับ $p\text{-value} < 0.001$ และ Model 3 พบว่า BV EPS และ CFO มีค่า Coefficient เท่ากับ 0.428, 4.747 และ 1.596 ตามลำดับ $p\text{-value} < 0.001$

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของแต่ละประเทศ

Variable	Model 1		Model 2		Model 3	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
PANEL A : Thailand (n = 1,383)						
Const.	-1.362***	0.001	-1.581***	0.002	-0.860**	0.021
BV	0.759***	<0.0001	0.711***	<0.0001	0.580***	<0.0001
EPS	6.647***	<0.0001	-	-	5.696***	<0.0001
CFO	-	-	3.570***	0.003	2.113**	0.023
Control	Yes		Yes		Yes	
F-test	47.929***		38.461***		75.997***	
Adj. R ²	0.833		0.772		0.853	
D-W	1.907		1.913		1.955	
Max VIF	1.656		2.434		2.751	
PANEL B : Singapore (n = 1,233)						
Const.	-1.507***	<0.0001	-1.569***	<0.0001	-1.348***	<0.0001
BV	0.429***	<0.0001	0.456***	<0.0001	0.420***	<0.0001
EPS	3.487***	<0.0001	-	-	2.714***	<0.0001
CFO	-	-	2.519***	<0.0001	1.646***	<0.0001
Control	Yes		Yes		Yes	
F-test	76.480***		88.144***		97.248***	
Adj. R ²	0.627		0.607		0.649	
D-W	1.673		1.658		1.609	
Max VIF	1.763		1.746		1.786	
PANEL C : Malaysia (n = 1,125)						
Const.	-0.765***	0.001	-0.757***	0.002	-0.602**	0.011
BV	0.535***	<0.0001	0.577***	<0.0001	0.428***	<0.0001
EPS	5.357***	<0.0001	-	-	4.747***	<0.0001
CFO	-	-	2.388***	<0.0001	1.596***	<0.0001
Control	Yes		Yes		Yes	
F-test	32.406***		26.165***		27.937***	
Adj. R ²	0.525		0.446		0.552	
D-W	1.858		1.852		1.905	
Max VIF	1.778		1.827		1.910	
PANEL D : Indonesia (n = 1,158)						
Const.	-0.197***	<0.0001	-0.161***	0.002	-0.150***	0.001
BV	0.561***	<0.0001	0.658***	<0.0001	0.443***	0.002
EPS	4.868***	<0.0001	-	-	3.812***	0.003
CFO	-	-	2.973***	<0.0001	1.752***	0.007
Control	Yes		Yes		Yes	
F-test	42.640***		40.284***		47.072***	
Adj. R ²	0.601		0.573		0.619	
D-W	2.045		2.064		2.070	
Max VIF	2.117		2.049		2.554	
PANEL E : Philippine (n = 423)						
Const.	0.449***	0.001	0.532***	<0.0001	0.562***	<0.0001
BV	1.100***	<0.0001	1.353***	<0.0001	0.978***	<0.0001
EPS	11.225***	<0.0001	-	-	8.886***	<0.0001
CFO	-	-	5.090***	<0.0001	2.529**	0.038
Control	Yes		Yes		Yes	
F-test	34.191***		19.645***		26.060***	
Adj. R ²	0.744		0.717		0.752	
D-W	2.049		2.043		1.985	
Max VIF	3.515		3.066		4.793	

หมายเหตุ: ***, **, * คือ ค่าระดับนัยสำคัญที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ผลการวิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างจากอินโดนีเซีย พบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BV) กำไรต่อหุ้น (EPS) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (CFO) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (P) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดย Model 1 พบว่า BV และ EPS มีค่า Coefficient เท่ากับ 0.561 และ 4.868 ตามลำดับ p-value < 0.001 Model 2 พบว่า BV และ CFO มีค่า Coefficient เท่ากับ 0.658 และ 2.973 ตามลำดับ p-value < 0.001 และ Model 3 พบว่า BV EPS และ CFO มีค่า Coefficient เท่ากับ 0.443, 3.812 และ 1.752 ตามลำดับ p-value เท่ากับ 0.002, 0.003 และ 0.007 ตามลำดับ

ผลการวิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างจากฟิลิปปินส์ พบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BV) กำไรต่อหุ้น (EPS) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (CFO) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (P) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดย Model 1 พบว่า BV และ EPS มีค่า Coefficient เท่ากับ 1.100 และ 11.225 ตามลำดับ p-value < 0.001 Model 2 พบว่า BV และ CFO มีค่า Coefficient เท่ากับ 1.353 และ 5.090 ตามลำดับ p-value < 0.001 ตามลำดับ และ Model 3 พบว่า BV EPS และ CFO มีค่า Coefficient เท่ากับ 0.978, 8.886 และ 2.529 ตามลำดับ p-value < 0.001 และ 0.038 ตามลำดับ

ดังนั้น จากผลการวิเคราะห์ดังกล่าวจึงเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ 1 สมมติฐานการวิจัยที่ 2 และสมมติฐานการวิจัยที่ 3 ที่ตั้งไว้ ที่พบว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BV) กำไรต่อหุ้น (EPS) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (CFO) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (P)

สำหรับตารางที่ 6 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุตามตัวแบบที่ 4 โดยวิเคราะห์ข้อมูลแบบข้อมูลกลุ่มตัวอย่างรวมทุกประเทศ (Pooled-Sample Data) เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 4 สมมติฐานการวิจัยที่ 5 และสมมติฐานการวิจัยที่ 6 สำหรับการวิเคราะห์เปรียบเทียบของประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซียกับประเทศไทยต่อความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ โดยพิจารณาจากพจน์ที่ทำการปฏิสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรหุ่นที่แทนด้วยประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์กับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น ถ้าตัวแปรหุ่นที่กำหนดมีค่าเท่ากับ 0 แสดงว่าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น BV (β_5) EPS (β_6) และ CFO (β_7) นั้นจะเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ของประเทศไทย (Acaranupong, 2021) ผลการวิเคราะห์พบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BV) กำไรต่อหุ้น (EPS) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (CFO) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (P) ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดย BV มีค่า Coefficient เท่ากับ 0.570 p-value < 0.001 EPS มีค่า Coefficient เท่ากับ 5.770 p-value < 0.001 และ CFO มีค่า Coefficient เท่ากับ 2.154 p-value เท่ากับ 0.018

ตารางที่ 5: ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุตามตัวแบบการศึกษาที่ 4 (Pooled-Sample Data)

Variable	Model 4	
	Coefficient	p-value
Const.	-0.248*	0.058
C1	0.008	0.692
C2	-0.032	0.306
C3	-0.094***	0.001
C4	-0.102***	0.006
BV	0.570***	<0.0001
EPS	5.770***	<0.0001
CFO	2.154**	0.018
C1*Bv	-0.112	0.277
C1*EPS	-2.873**	0.002
C1*CFO	-0.405	0.683
C2*Bv	-0.104	0.479
C2*EPS	-1.087	0.516
C2*CFO	-0.381	0.713
C3*Bv	-0.103	0.538
C3*EPS	-1.624	0.285
C3*CFO	-0.714	0.503
C4*Bv	0.258	0.419
C4*EPS	1.403	0.487
C4*CFO	-0.514	0.712
SIZE	0.019***	0.003
LEV	0.001	0.295
Beta	-0.001	0.823
GDP	0.019**	0.031
IND	Yes	
Year	Yes	
F-test	111.444***	
Adj. R ²	0.801	
D-W	1.901	
Max VIF	5.306	

หมายเหตุ: ***, **, * คือ ค่าระดับนัยสำคัญที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ สำหรับตัวแปร Legal พบค่า VIF เกิน 10 ในตัวแบบจำลองที่ 4 แสดงให้เห็นว่าเกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ดังนั้น จึงไม่นำตัวแปร Legal มาทำการวิเคราะห์ผลตามตัวแบบการศึกษา

สำหรับค่า Coefficient β_8 ถึง β_{19} ใช้เพื่อทดสอบความแตกต่างของความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ของในแต่ละประเทศกับประเทศไทย

ผลการทดสอบระหว่างประเทศสิงคโปร์กับประเทศไทย พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ของประเทศสิงคโปร์กับประเทศไทยไม่มีความแตกต่างกัน เนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้ หรือ p-value > 0.10 และค่า Coefficient ของ C1*Bv (β_8) และ C1*CFO (β_{10}) เท่ากับ -0.112 และ -0.405 ตามลำดับ ในขณะที่ข้อมูล

กำไรต่อหุ้นพบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากกว่าประเทศสิงคโปร์ โดยค่า Coefficient ของ $C1*EPS (\beta_9)$ เท่ากับ -2.873 p-value เท่ากับ 0.002

ผลการทดสอบระหว่างประเทศมาเลเซียกับประเทศไทย พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ของประเทศไทยไม่มีความแตกต่างกัน เนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้ หรือ p-value > 0.10 โดย Coefficient ของ $C2*BV (\beta_{11})$ $C2*EPS (\beta_{12})$ และ $C2*CFO (\beta_{13})$ เท่ากับ -0.104 , -1.087 และ -0.381 ตามลำดับ

ผลการทดสอบระหว่างประเทศอินโดนีเซียกับประเทศไทย พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ของประเทศไทยไม่มีความแตกต่างกัน เนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้ หรือ p-value > 0.10 โดย Coefficient ของ $C3*BV (\beta_{14})$ $C3*EPS (\beta_{15})$ และ $C3*CFO (\beta_{16})$ เท่ากับ -0.103 , -1.624 และ -0.714 ตามลำดับ

ผลการทดสอบระหว่างประเทศฟิลิปปินส์กับประเทศไทย พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ของประเทศไทยไม่มีความแตกต่างกัน เนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้ หรือ p-value > 0.10 โดย Coefficient ของ $C4*BV (\beta_{17})$ $C4*EPS (\beta_{18})$ และ $C4*CFO (\beta_{19})$ เท่ากับ 0.258 , 1.403 และ -0.514 ตามลำดับ

ดังนั้น จากผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 6 สามารถสรุปผลตามสมมติฐานการวิจัย ได้ดังนี้

ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 4 มูลค่าตามบัญชีมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ไม่แตกต่างกับประเทศไทย

ไม่ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 5 ในส่วนของประเทศสิงคโปร์ กำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์แตกต่างกับประเทศไทย

ปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 6 กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ไม่แตกต่างกับประเทศไทย

ทั้งนี้ ผลการทดสอบข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบพหุทุกตัวแปรที่ศึกษาพบว่าค่า VIF มีค่าไม่เกิน 10 แสดงให้เห็นว่าไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ค่า Durbin-Watson อยู่ระหว่าง 1.5 – 2.5 แสดงให้เห็นว่าค่าความคลาดเคลื่อนไม่มีความสัมพันธ์กัน (Tabachnick et al., 2013; Hair et al., 2014) โดยงานวิจัยฉบับนี้ได้ใช้วิธีการแก้ปัญหาค่าความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรสุ่มคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) และปัญหาความไม่คงที่ของความ

แปรปรวนในตัวแปรสุ่มคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity) ด้วยวิธี Heteroskedasticity and autocorrelation consistent (HAC) (Rangkakulnuwat, 2015) ในทุกตัวแบบการศึกษา (Kobkanjanapued et al., 2023)

อภิปรายผลการวิจัย

ผลจากการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 1 พบว่า มูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน (ไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์) ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพที่นักลงทุนจะใช้ข้อมูลข่าวสารหรือข้อมูลใหม่ในที่นี้ก็คือข้อมูลทางบัญชีเพื่อประกอบการตัดสินใจในการซื้อขายหลักทรัพย์ (Fama, 1970) และเป็นไปตามแนวคิดการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ตามตัวแบบของ Ohlson (1995) ที่พบว่ามูลค่าตามบัญชี และกำไรทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ (Collins et al., 1997; Graham & King, 2000; Graham et al., 2000; Sumritpradit, 2002; Acaranupong, 2003; Zainal et al., 2009; Kousenidis et al., 2010; Kwong, 2010; Karğın, 2013; Chebaane & Othman, 2014; Elshandidy, 2014; Lestari & Takada, 2015; Mirza et al., 2018) รวมถึงข้อมูลทางบัญชีอื่นนอกเหนือจากมูลค่าตามบัญชี และกำไรทางบัญชีอย่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานก็มีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ (Bepari et al., 2013; Hayati, 2016; Der et al., 2016; Acaranupong, 2017; Okafor et al., 2017; Kobkanjanapued & Chotkunakitti, 2021) ดังนั้น ผลการวิจัยได้ยืนยันว่าข้อมูลทางบัญชีเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์และมีความสำคัญต่อความเกี่ยวข้องในการตัดสินใจของนักลงทุน เนื่องจากข้อมูลที่น่ามาศึกษาเป็นข้อมูลที่สะท้อนถึงฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน และกระแสเงินสดของกิจการ

ผลจากการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 2 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในประเทศสิงคโปร์มีกำไรต่อหุ้นที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์แตกต่างจากประเทศไทย โดยผลการวิเคราะห์ได้บ่งชี้ว่ากำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสิงคโปร์น้อยกว่าประเทศไทย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Acaranupong (2021) ที่พบว่าความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรต่อหุ้นในประเทศสิงคโปร์น้อยกว่าประเทศไทย แต่ก็พบส่วนที่แตกต่างกับ Acaranupong (2021) ที่พบว่าส่วนใหญ่กลุ่มประเทศอาเซียนมีความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศไม่แตกต่างกัน กล่าวคือ มูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ของประเทศสิงคโปร์ไม่มีความแตกต่างกับประเทศไทย รวมถึงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์มีมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ของประเทศนั้น ๆ ไม่แตกต่างกับประเทศไทย อันเนื่องมาจากการศึกษาครั้งนี้แต่ละประเทศในกลุ่มประเทศอาเซียนนั้นใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) โดยบางประเทศเป็น

การปฏิบัติใช้ IFRS แบบเต็มรูปแบบหรือที่เรียกว่า Full IFRS ส่วนบางประเทศเป็นรูปแบบการบรรจบกันของ IFRS หรือที่เรียกว่า IFRS Convergence มาเป็นระยะเวลาหนึ่งแล้ว และถือได้ว่าหลักการปฏิบัติทางบัญชีของแต่ละประเทศนั้นค่อนข้างเหมือนกันอย่างมากตาม IFRS ในขณะที่ Acaranupong (2021) นั้นได้ทำการศึกษากลุ่มประเทศอาเซียนที่นำ IFRS มาใช้ในระยะแรกที่เป็นแบบ IFRS Convergence ดังนั้น จึงส่งผลให้ผลการศึกษาค้างนี้พบว่าในกลุ่มประเทศอาเซียนนั้นความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีไม่แตกต่างกัน

องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียนเมื่อปฏิบัติใช้ IFRS ไม่ว่าจะเป็น Full IFRS หรือ IFRS Convergence มาระยะหนึ่งพบว่า ข้อมูลทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ไม่แตกต่างกันในแต่ละประเทศ ซึ่งแตกต่างกับงานวิจัยของ Acaranupong (2021) ซึ่งเป็นการศึกษาของการถือปฏิบัติ IFRS Convergence ในระยะแรก ดังนั้น องค์ความรู้ใหม่ที่ได้จากผลการศึกษาในครั้งนี้สามารถสรุปได้ดังตารางที่ 7

ตารางที่ 6: องค์ความรู้ใหม่จากผลการวิจัย

บริษัทจดทะเบียนใน ประเทศไทย (T) กับประเทศต่าง ๆ	แตกต่าง			ไม่แตกต่าง		
	กับประเทศไทย (T)			กับประเทศไทย (T)		
	BV	EPS	CFO	BV	EPS	CFO
ประเทศสิงคโปร์ (S)		✓ S < T		✓		✓
ประเทศมาเลเซีย (M)				✓	✓	✓
ประเทศอินโดนีเซีย (I)				✓	✓	✓
ประเทศฟิลิปปินส์ (P)				✓	✓	✓

จากตารางที่ 7 พบว่า โดยส่วนใหญ่มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน หรือที่เรียกว่าข้อมูลทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศในกลุ่มอาเซียนไม่แตกต่างกัน ยกเว้น ประเทศไทยกับประเทศสิงคโปร์ที่กำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์น้อยกว่าประเทศไทย

สรุป

การวิจัยฉบับนี้ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน (ไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และ

ฟิลิปปินส์) ผลการวิจัยพบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน (ทั้ง 5 ประเทศ) มีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในทิศทางบวก แสดงให้เห็นว่าเมื่อข้อมูลทางบัญชี (มูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน) เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังพบว่าบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียนมีมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศไม่แตกต่างกัน ยกเว้นบริษัทจดทะเบียนในประเทศสิงคโปร์ที่มีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรต่อหุ้นแตกต่างจากประเทศไทย

ข้อเสนอแนะ

จากการวิจัย ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์

ผลการวิจัยนี้จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่มีความต้องการลงทุนในบริษัทต่าง ๆ ที่อยู่ในกลุ่มประเทศอาเซียน (ไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์) โดยใช้ข้อมูลทางบัญชีภายใต้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) เดียวกัน ถือได้ว่าเป็นข้อมูลที่ใช้ในการตัดสินใจที่มีคุณภาพและเป็นมาตรฐานเดียวกัน นอกจากนี้ ยังเป็นโอกาสให้นักลงทุนไทยมีความเชื่อมั่นที่จะลงทุนในต่างประเทศภายใต้การเชื่อมโยงการลงทุนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับกลุ่มประเทศอาเซียนที่เรียกว่า ASEAN Trading Link ผ่านบริษัทหลักทรัพย์ต่าง ๆ ที่ให้บริการ

ผลการวิจัยนี้ยังเป็นประโยชน์ต่อนักวิเคราะห์หลักทรัพย์เพื่อใช้ในการวิเคราะห์เปรียบเทียบหลักทรัพย์ระหว่างประเทศในกลุ่มอาเซียนเนื่องจากผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าข้อมูลทางบัญชีภายใต้ IFRS ส่งผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศส่วนใหญ่ไม่แตกต่างกัน

2. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

การวิจัยครั้งต่อไปควรขยายการศึกษาไปยังกลุ่มประเทศอื่น เช่น ยุโรป ที่ปฏิบัติใช้ IFRS เพื่อทำการเปรียบเทียบผลการศึกษากับกลุ่มประเทศอาเซียน นอกจากนี้ อาจเพิ่มตัวแปรข้อมูลอื่นที่เป็นข้อมูลการวัดผลเชิงเศรษฐกิจสมัยใหม่ เช่น มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มาทำการศึกษาเพิ่มเติม เพื่อทำการเปรียบเทียบกับข้อมูลทางบัญชีแบบดั้งเดิม

References

- Abiodun, B. Y. (2012). Significance of Accounting Information on Corporate Values of Firms in Nigeria. *Research Journal in Organizational Psychology & Educational Studies*, 1(2), 105–113.
- Acaranupong, K. (2003). *The Effects of Year 1999 Changes in Thai Accounting Standards on Value Relevance of Accounting Information*[Doctoral Dissertation, Chulalongkorn University].
- Acaranupong, K. (2017). Comparative Value Relevance of Earnings, Book Values and Cash Flows: Empirical Evidence from Listed Companies on SET100 in Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 13(38), 95–114. <https://doi.org/10.14456/jap.2017.16>
- Acaranupong, K. (2019). A Comparative Study of Earnings Quality in ASEAN Countries. *Journal of Accounting Profession*, 15(47), 49–77. <https://doi.org/10.14456/jap.2019.17>
- Acaranupong, K. (2021). International Financial Reporting Standards Convergence and Value Relevance of Accounting Information: Evidence from ASEAN. *Asian Journal of Business and Accounting*, 14(2), 31–68. <https://ajba.um.edu.my/index.php/AJBA/article/view/27190>
- Beaver, W. H. (2002). Perspectives on Recent Capital Market Research. *The Accounting Review*, 77(2), 453–474. <https://www.jstor.org/stable/3068906>
- Beisland, L. A. (2008). *Essays on the Value Relevance of Accounting Information*[Doctoral Dissertation, University of Agder].
- Bepari, K., Rahman, S. F., & Mollik, A. T. (2013). Value Relevance of Earnings and Cash Flows During the Global Financial Crisis. *Review of Accounting and Finance*, 12(3), 226–251. <https://doi.org/10.1108/RAF-May-2012-0050>
- Brief, R. P., & Zarowin, P. (1999). The Value Relevance of Dividends, Book Value and Earnings. *New York University Dept. of Accounting Working Paper*, (99–3). <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.173629>
- Chebaane, S., & Othman, H. B. (2014). The Impact of IFRS Adoption on Value Relevance of Earnings and Book Value of Equity: The Case of Emerging Markets in African and Asian Regions. *Procedia–Social and Behavioral Sciences*, 145, 70–80. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.06.012>
- 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. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)

- Der, B. A., Polak, P., & Masri, M. (2016). Investigation on the Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Incorporated Companies in the Singapore Capital Market. *Investment Management and Financial Innovations*, 13(3), 9–21.
[https://doi.org/10.21511/imfi.13\(3\).2016.01](https://doi.org/10.21511/imfi.13(3).2016.01)
- Elshandidy, T. (2014). Value Relevance of Accounting Information: Evidence from an Emerging Market. *Advances in Accounting*, 30(1), 176–186.
<https://doi.org/10.1016/j.adiac.2014.03.007>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 689–731.
<https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00462.x>
- Graham, R. C., & King, R. D. (2000). Accounting Practices and the Market Valuation of Accounting Numbers: Evidence from Indonesia, Korea, Malaysia, The Philippines, Taiwan, and Thailand. *The International Journal of Accounting*, 35(4), 445–470.
[https://doi.org/10.1016/S0020-7063\(00\)00075-3](https://doi.org/10.1016/S0020-7063(00)00075-3)
- Graham, R., King, R., & Bailes, J. (2000). The Value Relevance of Accounting Information During a Financial Crisis: Thailand and the 1997 Decline in the Value of The Baht. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 11(2), 84–107.
<https://doi.org/10.1111/1467-646X.00057>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2014). *Multivariate Data Analysis*. Pearson Education Limited.
- Hayati, M. (2016). Value Relevance of Accounting Information Based on PSAK Convergence IFRS (Manufacture Firms in Indonesia). *Jurnal Praktik Bisnis*, 5(1), 67–78.
<https://ejournal.unp.ac.id/index.php/d3fe/article/view/6351>
- IFRS Foundation. (2022). *Who uses IFRS Standards?*. <https://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction>
- Karğın, S. (2013). The impact of IFRS on the Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Turkish Firms. *International Journal of Economics and Finance*, 5(4), 71–80.
<https://doi.org/10.5539/ijef.v5n4p71>

- Kobkanjanapued, Y. (2020). The Value Relevance of Book Value and Earnings per Share to Explain the Stock Prices Before and Early Stage After TFRS 15 Applications: Evidence from the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Accounting Profession JAP*, 16(52), 24–44. <https://doi.org/10.14456/jap.2020.19>
- Kobkanjanapued, Y., & Chotkunakitti, P. (2021). Value Relevance of Book Value, Accounting Earnings and Operating Cash Flows in Explaining Security Prices of Thai Listed Companies During the COVID–19. *Rajapark Journal*, 15(40), 79–96. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RJPJ/article/view/250314>
- Kobkanjanapued, Y., Tripattanasit, P. & Doungkaew, C. (2023). The Value Relevance of Book Value Per Share and Earnings Per Share of Companies Listed on The Bursa Malaysia Stock Exchange in The Period Before and After Adoption MFRS 9 and MFRS 15. *Journal of Accounting Profession*, 19(63), 31–58. <https://doi.org/10.14456/jap.2023.12>
- Kouki, A. (2018). IFRS and Value Relevance: A Comparison Approach before and after IFRS Conversion in the European Countries. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(1), 60–80. <https://doi.org/10.1108/JAAR-05-2015-0041>
- Kousenidis, D. V., Ladas, A. C., & Negakis, C. I. (2010). Value Relevance of Accounting Information in the Pre– and Post–IFRS Accounting Periods. *European Research Studies Journal*, 13(1), 145–154. <https://ersj.eu/journal/263>
- Kumari, S. S. (2008). Multicollinearity: Estimation and Elimination. *Journal of Contemporary Research in Management*, 3(1), 87–95.
- Kwon, G. J. (2018). Comparative Value Relevance of Accounting Information among Asian Countries: Focusing on Korea, Japan, and China. *Managerial Finance*, 44(2), 110–126. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2017-0261>
- Kwong, L. C. (2010). The Value Relevance of Financial Reporting in Malaysia: Evidence from Three Different Financial Reporting Periods. *International Journal of Business & Accountancy*, 1(1), 1–19.
- Lestari, T., & Takada, T. (2015). Value Relevance of Accounting Information during IFRS Convergence Process in Indonesia. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 18(1), 97–116. <https://ijar-iaikapd.or.id/index.php/ijar/article/view/366>
- Mirza, A., Malek, M., & Abdul–Hamid, M. A. (2018). Value Relevance of Earnings and Book Value of Equity: Evidence from Malaysia. *Global Business Management Review*, 10(2), 19–40. <https://e-journal.uum.edu.my/index.php/gbmr/article/view/11047>

- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Okafor, G. T., Ogbuehi, A., & Anene, O. N. (2017). IFRS Adoption and the Value Relevance of Accounting Information in Nigeria: An Empirical Study. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 13(10), 421–434. <https://doi.org/10.17265/1548-6583/2017.10.001>
- Rangakulnuwat, P. (2015). *Introduction to Econometrics*. Chulalongkorn University.
- Sumritpradit, P. (2002). *A Study of Factors Influencing Value–Relevance of Earnings and Book Value in the Stock Exchange of Thailand*[Doctoral Dissertation, Chulalongkorn University].
- Tabachnick, B. G., Fidell, L. S., & Ullman, J. B. (2013). *Using Multivariate Statistics*. Pearson.
- Zainal, D., Ibrahim, M. K., Kamarudin, K. A., & Kaur, J. (2009). *The Relative Value Relevance of Earnings and Book Value in Malaysia and Singapore*. In book: *Financial Reporting in Malaysia: Further Evidence* (pp. 203–228), University Publication Centre (UPENA), Universiti Teknologi Mara.