

ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงก่อนและช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19

Value Relevance of Book Value, Earnings per Share and Free Cash Flow of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand Before and During the COVID-19 Situation

รัชณีกรณีย์ โยชาลี¹ จิราภา ชาลาธราวัฒน์², จิรัฏฐติกา วุฒิพันธ์³, และสุมินทร เบ้าธรรม⁴
Ratchaneekorn Yochalee¹, Jirapa Chalatharawat², Jiraditkhan Wutiphan³, and Sumintorn Baotham⁴

Received : May 22, 2023 Revised : August 11, 2023 Accepted : August 15, 2023

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชีกำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงก่อนและช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 ประชากรที่ใช้ในการวิจัย คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2561 - 2564 ยกเว้นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน บริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุน บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน และบริษัทที่ปิดกิจการที่ไม่ใช่ 31 ธันวาคม รวมจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 2,356 ตัวอย่าง โดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์เชิงพหุที่ปรับแล้ว (Adjusted R²) ในการอธิบายความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ แบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 2 ช่วง ได้แก่ ช่วงก่อนสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2561 - 2562) และ ช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2563 - 2564) ผลการศึกษาพบว่าความสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระ ช่วงก่อนและ ช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 มีค่าลดลงจาก 67.40% เป็น 51.10% เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ถดถอยของตัวแปรอิสระพบว่า กำไรต่อหุ้นมีค่าสูงที่สุด ช่วงก่อนสถานการณ์โควิด-19 มีค่าเท่ากับ 5.517 ช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 มีค่าเท่ากับ 1.543 มีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value < 0.01) สรุปได้ว่า กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระ มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 มีความสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลง และกำไรต่อหุ้นเป็นตัวแปรที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์มากกว่ากระแสเงินสดอิสระ ในขณะที่มูลค่าตามบัญชีมีความสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้น

คำสำคัญ : มูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น กระแสเงินสดอิสระ ราคาหลักทรัพย์

* นักศึกษาระดับปริญญาโท คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี วิทยาเขตขอนแก่น

* Master Student, Faculty of Business Administration and Information Technology, Rajamangala University of Technology Isan Khonkaen Campus

^{2,3} อาจารย์ คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี วิทยาเขตขอนแก่น

^{2,3} Lecturer, Faculty of Business Administration and Information Technology, Rajamangala University of Technology Isan Khonkaen Campus

⁴ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี วิทยาเขตสกลนคร

⁴ Assistant Professor, Faculty of Business Administration and Information Technology, Rajamangala University of Technology Isan Sakon Nakhon Campus

Abstract

The purpose of this research was to study the ability to explain the securities prices of book value, earnings per share and free cash flow of companies listed on the Stock Exchange of Thailand before and during the COVID-19 situation. The population used in the research were 2,356 companies listed on the Stock Exchange of Thailand during 2018 - 2021, except the companies in the Financial Industry Group, the companies undergoing rehabilitation Property Funds and Investment REITs Companies with incomplete information and companies whose fiscal year is not the 31th December, using the adjusted multiple coefficient (Adjusted R²) to describe the ability to explain the securities prices. The analysis was divided into 2 periods, namely, before the COVID-19 situation (2018-2019) and during the COVID-19 situation (2020-2021). The results of the study showed that the ability to explain the securities prices of book value, earnings per share, free cash flow and size of business before COVID-19 situation and COVID-19 situation has decreased from 67.40 percent to 51.10 percent. When considering the regression coefficient of the independent variable, it was found that the earnings per share had highest value before the COVID-19 situation was equal to 5.517 and during the COVID-19 situation was equal to 1.543 with statistical significance (p-value < 0.01). It concluded that earnings per share and free cash flow were able to explain securities prices. During the COVID-19 situation, it has the ability to explain the decrease in the price of securities, and earnings per share are variables affecting changes in the price of securities rather than free cash flow during book value was able to increase value relevance of securities prices.

Keywords : Book value, Earnings per share, Free cash flow, Stock price

1. บทนำ

ข้อมูลทางบัญชีมีความสำคัญและมีความหมายอย่างยิ่งต่อนักลงทุนในตลาดทุนปัจจุบัน เนื่องจากแสดงถึงทรัพยากรและผลการดำเนินงานของกิจการ คุณค่าของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผู้ใช้ (User) ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุน ผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ รัฐบาล หน่วยงานราชการ และสาธารณชน โดยข้อมูลทางบัญชีมีลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐาน ได้แก่ ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของผู้ใช้ (Relevance) และความเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรม (Faithful Representation) ทั้งนี้ ลักษณะของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจควรสามารถนำมาใช้ในการพยากรณ์เหตุการณ์ในอนาคต และช่วยยืนยันผลการดำเนินงานในอดีตได้ (สภานิติบัญญัติ, 2566) การทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับความสามารถในการอธิบายข้อมูลทางบัญชีที่ทั้งงานวิจัยที่ศึกษาในประเทศไทยและต่างประเทศ โดยส่วนใหญ่มีความเห็นสอดคล้องกันว่า นักลงทุนจะใช้ประโยชน์ข้อมูลทางบัญชีเหล่านั้นเป็นเครื่องมือในการตัดสินใจลงทุน เมื่อข้อมูลนั้นทำให้นักลงทุนสามารถคาดการณ์มูลค่าที่จะได้รับในอนาคต ซึ่งความสามารถของข้อมูลนี้จะสะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Puspa et al., 2023)

การศึกษาความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีพัฒนาขึ้นโดยสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ (The Efficient Market Hypothesis: EMH) เป็นตลาดที่อธิบายถึงราคาหลักทรัพย์ที่สะท้อน

จากข่าวสารข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นเป็นไปอย่างรวดเร็วและทั่วถึง โดยการตอบสนองข่าวสารข้อมูลที่แพร่ไปยัง นักลงทุน Fama (1991) ได้แบ่งประสิทธิภาพของตลาดเป็น 3 ระดับ ได้แก่ (1) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak Form Market Efficiency) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลเกี่ยวกับราคาซื้อขายในอดีต (2) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi-strong Form Market Efficiency) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ ในตลาดสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้อง โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ ในระดับกลางนี้ กล่าวคือ ราคาหลักทรัพย์จะมีการปรับเปลี่ยนเพื่อตอบสนองต่อข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานและ นโยบายต่าง ๆ ได้อย่างรวดเร็ว (ศุภาวัฒน์ วัฒนธนนปติ และคณะ, 2555) และ (3) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong Form Market Efficiency) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดรวมทั้งข้อมูลสาธารณะ และข้อมูลภายในของกิจการ

จากแนวคิดสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพและสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 หรือ โควิด-19 ที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ สังคม และวัฒนธรรมของโลก รวมถึงผลกระทบต่อตลาดทุนของ ประเทศไทย โดยในช่วงเดือนกุมภาพันธ์และมีนาคม พ.ศ. 2563 การซื้อขายหลักทรัพย์มีความผันผวนรุนแรง และ ราคาหลักทรัพย์โดยรวมเปลี่ยนแปลงสูงมาก ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงประกาศหยุดการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นการชั่วคราวถึงสามครั้ง (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2563) เพื่อให้ให้นักลงทุนมีเวลาในการตรวจสอบข้อมูล ข่าวสารที่มีผลกระทบต่อการลงทุนได้อย่างครบถ้วน

การทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีมีนักวิจัย ทำการศึกษา ได้แก่ Senthilnathan and Kajoon (2013) ศึกษาความสามารถอธิบายหลักทรัพย์ โดยใช้แบบจำลอง ของ Ohlson (1995) และมีการปรับเปลี่ยนตัวแปรในการอธิบายราคาหลักทรัพย์จากสองตัวแปรเป็นสามตัวแปร ประกอบด้วย สินทรัพย์สุทธิต่อหุ้น กำไรสุทธิต่อหุ้น และเงินปันผลต่อหุ้น ผลการศึกษาพบว่า แบบจำลองสามารถ อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับงานวิจัยของ พัทธิธรา จิระอุดมสาโรจน์ (2560) พบว่า มูลค่าราคาตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และเงินปันผล สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญ และมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน และกิตติมา อัครนุงศ์ (2560) พบว่า บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ระหว่าง ปีพ.ศ. 2554 – 2558 กำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ามูลค่าตามบัญชีและ กระแสเงินสด จากหลักฐานดังกล่าวอาจเป็นไปได้ว่า ในบริบทของประเทศไทย ข้อมูลกำไรเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ มากกว่ามูลค่าตามบัญชี ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยในต่างประเทศที่พบว่ามูลค่าตามบัญชีเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์และ อธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่ากำไรต่อหุ้น (Francis & Schier, 1999; Ahmadi & Bouri, 2018)

นอกจากนี้ ยังมีนักวิจัยที่ทำการศึกษาศักยภาพในการอธิบายหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีที่ทำการศึกษากายใต้สถานการณ์โควิด-19 ที่อาจจะมีผลกระทบต่อประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชี ได้แก่ Sari and Suharti (2021) ได้ศึกษา ผลกระทบของประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ในสถานการณ์โควิด-19 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จาการ์ตาประเทศอินโดนีเซีย ในกลุ่มอุตสาหกรรมการแพทย์และยาและพบว่าในสถานการณ์โควิด-19 กำไรต่อหุ้นมีผลกระทบเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือเมื่อกำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นจะส่งผล ทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นด้วย ยศวิภาณุญณ์ กอบภาณุพนฤติ และภัทรณัชชา โชติคุณากิตติ (2564) พบว่า สถานการณ์โควิด-19 ส่งผลให้ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแตกต่างไปจากเดิม อาจกล่าวได้ว่าสถานการณ์โควิด-19 มีผลกระทบต่อการลงทุนและการเงิน ของภาคอุตสาหกรรมต่าง ๆ และเกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เป็นไปตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ของ Spence (1973) ที่

อธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เป็นไปได้อาจเกิดจากพฤติกรรมของผู้บริหารในการให้ข้อมูลกับผู้ถือหุ้น นักลงทุน หรือผู้ที่เกี่ยวข้อง เพื่อป้องกันถึงผลการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรในอนาคต ที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงภายใต้สถานการณ์ต่าง ๆ ด้วยเหตุนี้ จากสถานการณ์โควิด-19 ที่มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจและประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการ อาจเป็นสาเหตุที่ทำให้ข้อมูลทางบัญชีที่ผู้บริหารเปิดเผยต่อสาธารณะอาจจะมีประโยชน์ต่อนักลงทุนหรือมีความสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปจากสถานการณ์เดิม จากสถานการณ์โควิด-19 ที่เกิดขึ้น แนวคิดประโยชน์ ของข้อมูลทางบัญชี และแนวคิดสมมติฐานตลาด ที่มีประสิทธิภาพ นำไปสู่คำถามของงานวิจัยเกี่ยวกับประโยชน์ ของข้อมูลทางบัญชีในสถานการณ์โควิด-19 จะสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างไร และยังมีข้อมูลทางบัญชีอื่นที่นอกเหนือจากที่เคยศึกษามาแล้วในอดีต ได้แก่ กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ซึ่งเป็นข้อมูลที่แสดงถึงกระแสเงินสดที่ฝ่ายบริหารสามารถนำไปใช้ได้อย่างอิสระ เช่น การจ่ายเงินปันผล การลงทุน หรือการขยายกิจการเพื่อหวังผลตอบแทนทางเศรษฐกิจในอนาคตจะเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญและมีความหมายต่อนักลงทุนในการใช้ตัดสินใจลงทุนหรือประเมินราคาหลักทรัพย์ในช่วงก่อนและช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 ได้หรือไม่อย่างไร

ความสำคัญดังกล่าวข้างต้น นำไปสู่วัตถุประสงค์การวิจัย เพื่อศึกษาความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการศึกษาข้อมูลทั้งในช่วงระยะเวลาก่อนและช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 ผลที่ได้รับจากการศึกษานี้ทำให้ได้ข้อสรุปเกี่ยวกับความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีในบริบทหรือสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป และศึกษาคุณค่าหรือความสามารถของข้อมูลทางบัญชี เช่น กระแสเงินสดอิสระ ในการร่วมวิเคราะห์ถึงความสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ที่มีความแตกต่างจากงานวิจัยในอดีต และข้อค้นพบจากการศึกษานี้จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน ที่จะสามารถใช้ข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนได้อย่างถูกต้องมากยิ่งขึ้น

2. เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องและสมมติฐานการวิจัย

2.1 เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีเป็นประเด็นสำคัญที่ได้รับความสนใจ การศึกษาโดยส่วนใหญ่อยู่ภายใต้สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ (The Efficient Market Hypothesis: EMH) และตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาส่วนใหญ่ คือแบบจำลองของ Ohlson (1995) เป็นแบบจำลองที่แสดงถึงมูลค่าตามบัญชี และกำไรต่อหุ้นของกิจการสามารถเป็นข้อมูลที่สะท้อนถึงสิ่งที่นักลงทุนคาดหวังให้เกิดขึ้นในอนาคตได้ โดยงานวิจัยที่ผ่านมาได้มีการประยุกต์ใช้แบบจำลองนี้โดยเพิ่มข้อมูลทางบัญชี เช่น กระแสเงินสดจากการดำเนินงานเข้าไปร่วมทดสอบ (Ho et al., 2001; Puspa et al., 2023; ยศวินกาญจน์ กอบกาญจน์พฤติ และภัทรณัฐชา ชาติคุณากิตติ, 2564) ซึ่งผลการศึกษพบว่ามูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ และ Hassan and Haque (2017) ได้อธิบายไว้ว่ากำไรต่อหุ้น และมูลค่าตามบัญชีมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

นอกจากนี้ กระแสเงินสดอิสระเป็นข้อมูลทางบัญชีที่มีนักวิจัยให้ความสนใจเพิ่มขึ้น จากการศึกษาเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่า กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flows) เป็นข้อมูลทางบัญชีที่มีนักวิจัยพยายามที่จะศึกษามากยิ่งขึ้น เนื่องจากกระแสเงินสดอิสระเป็นจำนวนเงินของกิจการภายหลังหักค่าใช้จ่ายทั้งหมดที่สามารถนำไปลงทุน จ่ายคืนเงินกู้ยืม หรือจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ กล่าวได้ว่ากระแสเงินสดอิสระเป็นข้อมูลทางบัญชีที่แสดงถึงความสามารถในการสร้างมูลค่าให้กับผู้มีส่วนได้เสียของกิจการในอนาคต โดย Bhandari and Adams (2017)

ได้กล่าวไว้ว่า กระแสเงินสดอิสระเป็นสิ่งที่ดึงดูดและมีความหมายต่อผู้มีส่วนได้เสียทั้งกิจการที่มุ่งหวังกำไรและไม่มุ่งหวังกำไร เนื่องจากกระแสเงินสดอิสระเป็นเงินที่กิจการสามารถนำมาใช้จ่ายให้กับผู้ถือหุ้นหรือฝ่ายบริหารของกิจการได้ และกระแสเงินสดอิสระมีวิธีการวัดหลายวิธี โดยการวัดกระแสเงินสดอิสระจากนำกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหักด้วยรายจ่ายจ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditures) หรือค่าใช้จ่ายในการลงทุนที่ใช้ในการซื้อสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนเพื่อจะสร้างการเติบโตของกิจการเป็นวิธีหนึ่งที่นักวิจัยให้ความสนใจศึกษา และยืนยันว่าเป็นวิธีวัดกระแสเงินสดอิสระที่ถูกต้อง โดยผลการศึกษาของ Fu et al. (2022) ยืนยันว่า กิจการที่มีกระแสเงินสดอิสระสามารถสะท้อนถึงราคาหลักทรัพย์ และกล่าวกระแสเงินสดเป็นแหล่งข้อมูลหลักที่สะท้อนถึงข้อมูลทางการเงินพื้นฐานที่นักลงทุนใช้ในการประเมินธุรกิจ

Sari and Suharti (2021) ได้ทดสอบผลกระทบของข้อมูลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ ประกอบด้วย อัตราภาษีเงินได้ กำไรต่อหุ้น และอัตราการเติบโตของยอดขายในสถานการณ์โควิด-19 โดยทำการเก็บข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จาการ์ตา ประเทศอินโดนีเซีย และได้สรุปผลการศึกษาว่า กำไรต่อหุ้นมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือเมื่อกำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นจะส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นด้วย โดยอัตราการเติบโตของยอดขายไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และ วณิดา ชุตินากุล และคณะ (2565) ยืนยันว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้นร่วมกันทั้งสองตัวแปรมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ โดยมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเป็นตัวแปรที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์มากกว่ากำไรต่อหุ้น แสดงให้เห็นถึงข้อมูลทางบัญชีที่มีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของผู้ลงทุน

ยศวินกาญจน์ กอบกาญจนพุดติ และ ภัทรณัชชา โชติคุณากิตติ (2564) พบว่า ในช่วงสถานการณ์โควิด-19 มูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่างไปจากเดิม โดยในช่วงก่อนการเกิดสถานการณ์โควิด-19 กำไรทางบัญชี มูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน มีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ตามลำดับ ในขณะที่ช่วงการเกิดสถานการณ์มูลค่าตามบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมาคือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกำไรทางบัญชี ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างทำให้สรุปได้ว่าการเกิดสถานการณ์โควิด-19 ส่งผลให้ความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแตกต่างไปจากเดิม และการศึกษาของ พัชรินทร์ บุญนุ่น และคณะ (2560) ให้ข้อสรุปว่าอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร

2.2 สมมุติฐานการวิจัย

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เกี่ยวกับความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของ มูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระ นำไปสู่สมมุติฐานการวิจัย

สมมุติฐานที่ 1 : มูลค่าตามบัญชี มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ โดยในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 มีความสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลง

สมมุติฐานที่ 2 : กำไรต่อหุ้น มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ โดยในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 มีความสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลง

สมมุติฐานที่ 3 : กระแสเงินสดอิสระ มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ โดยในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 มีความสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลง

ราคาหลักทรัพย์ (Stock Price) หมายถึง มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 - 2564 ที่คำนวณจากราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ 31 มีนาคมของปีถัดไป เป็นราคาหุ้นที่นักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลได้ (อนุวัฒน์ ภัคดี และศิลปพร ศรีจันเพชร, 2563)

3. วิธีดำเนินงานวิจัย

3.1 กระบวนการและวิธีการเลือกกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด 31 ธันวาคม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน บริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน กองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุน บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน และเก็บข้อมูลจากงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 - 2564 จากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) มีตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 2,356 ตัวอย่าง รายละเอียดการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง ดังแสดงในตาราง 1

ตาราง 1 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษา

เกณฑ์การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษา	2561	2562	2563	2564	รวม
จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	665	694	724	759	2,842
หัก ธุรกิจการเงิน บริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน, กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุน	65	67	70	74	276
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน ไม่ตรงตามเกณฑ์การเลือก	11	38	65	96	210
ตัวอย่าง					
จำนวนข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น	589	589	589	589	2,356

3.2 ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาศักยภาพในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงก่อนและช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 โดยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) มีตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาแสดงได้ 4 ตัวแบบจำลอง ดังนี้

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \epsilon_{it} \quad \dots \dots \dots (1)$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \epsilon_{it} \quad \dots \dots \dots (2)$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \epsilon_{it} \quad \dots \dots \dots (3)$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \epsilon_{it} \quad \dots \dots \dots (4)$$

โดย P_{it} คือ ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลา t หมายถึง ราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ณ 31 มีนาคม ของปีถัดไป

- BV_{it} คือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัท i ณ เวลา t มีวิธีคำนวณโดยนำสินทรัพย์รวม หักหนี้สินรวมหารจำนวนหุ้นของบริษัทที่ชำระแล้ว
- EPS_{it} คือ กำไรต่อหุ้นของบริษัท i ณ เวลา t มีวิธีคำนวณโดยนำกำไรสุทธิหารจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว
- FCF_{it} คือ กระแสเงินสดอิสระของบริษัท i ณ เวลา t มีวิธีคำนวณโดยนำกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน หักจ่ายฝ่ายทุน
- $SIZE_{it}$ คือ ขนาดของกิจการของบริษัท i ณ เวลา t คำนวณได้จากจำนวนสินทรัพย์รวมของกิจการโดยใช้ลอการิทึม (Logarithm)
- ϵ คือ ค่าความคลาดเคลื่อน
- β_0 คือ ค่าคงที่
- β_{1-4} คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระที่ 1-4

3.3 สถิติที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาศักยภาพในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระ แบ่งออกเป็น 2 ช่วงเวลา ได้แก่ ช่วงก่อนเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2561 - 2562) และ ช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2563 - 2564) โดยใช้สถิติในการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อบรรยายถึงลักษณะของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Division) ค่าสูงสุด (Maximum) และ ค่าต่ำสุด (Minimum)
2. สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistic) ได้แก่
 - 2.1 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทุกตัว และตัวแปรตาม และระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกัน หรือปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity)
 - 2.2 การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย โดยผลการวิเคราะห์จะพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์เชิงพหุที่ปรับแล้ว (Adjusted R^2) ซึ่งจะแสดงถึงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของ มูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสด และพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย (Coefficient) ของตัวแปรอิสระว่ามีนัยสำคัญหรือไม่ ถ้ามีนัยสำคัญแสดงถึงมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระ มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

4. ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ลักษณะของกลุ่มตัวอย่าง การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา และการวิเคราะห์ความสามารถของมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลดังตาราง 2 - 4 มีรายละเอียดดังนี้

ตาราง 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาลักษณะของกลุ่มตัวอย่างในช่วงก่อนและช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19

ตัวแปร	ก่อนเกิดสถานการณ์โควิด-19 (พ.ศ. 2561 - 2562)					ช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 (พ.ศ. 2563 - 2564)				
	P	BV	EPS	FCF	SIZE	P	BV	EPS	FCF	SIZE
ค่าเฉลี่ย	12.66	12.15	0.79	10.57	3.66	16.41	12.68	63.40	12.56	3.70
ค่าสูงสุด	482.00	521.56	40.03	761.7	5.83	408.00	479.36	50.42	1,085.	5.97
				3					57	
ค่าต่ำสุด	0.00	-65.00	-24.57	0.00	1.22	0.00	-58.93	-64.68	0.00	1.80
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	38.92	36.20	3.36	52.08	0.92	43.20	38.71	4.39	62.18	0.70

จากตาราง 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาลักษณะของกลุ่มตัวอย่าง เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน พบว่า ในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2563 - 2564) ราคาหลักทรัพย์ มูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น กระแสเงินสดอิสระ และขนาดของกิจการ มีค่าเฉลี่ยเพิ่มขึ้น ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าสูงขึ้น ในขณะที่ขนาดของกิจการมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ลดลง โดยในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2563 - 2564) ราคาหลักทรัพย์ มูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น กระแสเงินสดอิสระ และขนาดของกิจการ มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 16.41, 12.68, 63.40, 12.56 และ 3.70 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่า 43.20, 38.71, 4.39, 62.18 และ 0.70 หมายความว่าในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 ราคาหลักทรัพย์ มูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระ มีความเบี่ยงเบนไปจากค่าเฉลี่ยเพิ่มขึ้น โดยขนาดของกิจการมีความเบี่ยงเบนไปจากค่าเฉลี่ยลดลง

ตาราง 3 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ข้อมูล พ.ศ. 2561 - 2564

ตัวแปร	P	BV	EPS	FCF	SIZE	VIFs
P	-	0.662***	0.560***	0.378***	0.274***	
BV		-	0.464***	0.209***	0.156***	1.288
EPS			-	0.299***	0.174***	1.349
FCF				-	0.417***	1.297
SIZE					-	1.219

***p value < 0.01

จากตาราง 3 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน พบว่า ราคาหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น กระแสเงินสดอิสระ และขนาดของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value < 0.01) โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.662, 0.560, 0.378 และ 0.274 ตามลำดับ ทั้งนี้ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่คำนวณได้มีค่าไม่เกิน 0.800 ค่า VIF (Variance Inflation Factor) มีค่าไม่เกิน 10 กล่าวคือ ไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระหรือไม่เกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) (Kumari, 2008)

ตาราง 4 ผลการวิเคราะห์ความสามารถของมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในช่วงก่อนสถานการณ์โควิด-19 (ปีพ.ศ.2561-2562) และช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปีพ.ศ.2563-2564)

Independent Variables	โมเดล 1		โมเดล 2		โมเดล 3		โมเดล 4	
	2561-2562 (ก่อนเกิดโควิด-19)	2563-2564 (เกิดโควิด-19)	2561-2562 (ก่อนเกิดโควิด-19)	2563-2564 (เกิดโควิด-19)	2561-2562 (ก่อนเกิดโควิด-19)	2563-2564 (เกิดโควิด-19)	2561-2562 (ก่อนเกิดโควิด-19)	2563-2564 (เกิดโควิด-19)
	Coefficient	Coefficient	Coefficient	Coefficient	Coefficient	Coefficient	Coefficient	Coefficient
Constant	-31.460	-32.347	-15.983	-36.328	-12.532	-23.375	-6.574	-17.727
BV	0.684***	0.708***					0.407***	0.612***
EPS			8.255***	4.077***			5.517***	1.543***
FCF					0.285***	0.190***	0.110***	0.101***
SIZE	9.789***	10.735***	6.055***	13.537***	6.063***	10.095***	2.402**	6.511***
Adjusted R ²	0.466	0.468	0.552	0.244	0.190	0.137	0.674	0.511
Durbin-Watson	1.966	2.036	2.031	1.998	1.956	1.972	2.028	2.029
Prob.(F-Statistic)	515.197	519.395	725.511	190.865	138.950	94.570	608.232	308.237

***p value < 0.01, ** p value < 0.05

จากตาราง 4 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย การศึกษาครั้งนี้ได้ทดสอบความเหมาะสมของข้อมูลที่ใช้ตามเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ ดังกล่าวในตารางที่ 3 และตรวจสอบค่าความคลาดเคลื่อนแต่ละค่าเป็นอิสระกัน (Autocorrelation) โดยพิจารณาจากค่าสถิติ Durbin-Watson ซึ่งอยู่ในช่วง 1.5 – 2.5 สรุปได้ว่าตัวแปรอิสระที่นำมาใช้ในการทดสอบไม่มีความสัมพันธ์กันเอง และผลการวิเคราะห์จะพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์เชิงพหุที่ปรับแล้ว (Adjusted R²) และระดับนัยสำคัญของค่าสัมประสิทธิ์บางส่วนของสมการถดถอย (Partial Regression Coefficients) โดยการวิเคราะห์จะพิจารณาจากค่า Adjusted R² ซึ่งจะแสดงถึงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของ มูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระในช่วงก่อนและช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ยศวินกาญจน์ กอบกาญจนพุดติ และภัทรณัชชา โชติคุณากิตติ, 2564) ผลการศึกษามีรายละเอียดดังนี้

โมเดล 1 การวิเคราะห์ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี พบว่า ก่อนเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2561 - 2562) ในประเทศไทย และในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2563 - 2564) มูลค่าตามบัญชีมีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ โดยก่อนสถานการณ์โควิด-19 มูลค่าตามบัญชี มีค่าสัมประสิทธิ์เชิงพหุที่ปรับแล้ว (Adjusted R²) เท่ากับ 46.60% และ ในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 เท่ากับ 46.80% การศึกษานี้จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 1

โมเดล 2 การวิเคราะห์ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรต่อหุ้น พบว่า ก่อนเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2561 - 2562) ในประเทศไทย และในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2563 - 2564) กำไรต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ โดยก่อนสถานการณ์โควิด-19 กำไรต่อหุ้น มีค่าสัมประสิทธิ์

เชิงพหุที่ปรับแล้ว (Adjusted R²) เท่ากับ 55.20% และ ในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 เท่ากับ 24.40% การศึกษานี้จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2

โมเดล 3 การวิเคราะห์ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระพบว่า ก่อนเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2561 - 2562) ในประเทศไทย และในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2563 - 2564) กระแสเงินสดอิสระมีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ โดยก่อนสถานการณ์โควิด-19 กระแสเงินสดอิสระมีค่าสัมประสิทธิ์เชิงพหุที่ปรับแล้ว (Adjusted R²) เท่ากับ 19.00 % และ ในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 เท่ากับ 13.70% การศึกษานี้จึงยอมรับสมมติฐานที่ 3

โมเดล 4 การวิเคราะห์ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระ ผลการวิเคราะห์ พบว่า ก่อนเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2561 - 2562) และในช่วงเกิดสถานการณ์ (ปี พ.ศ. 2563 - 2564) ในประเทศไทย ข้อมูลทางบัญชีประกอบด้วย มูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น กระแสเงินสดอิสระมีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ โดยก่อนสถานการณ์โควิด-19 กระแสเงินสดอิสระมีค่าสัมประสิทธิ์เชิงพหุที่ปรับแล้ว (Adjusted R²) เท่ากับ 67.40 % และ ในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2563 - 2564) เท่ากับ 51.10% การศึกษานี้จึงยอมรับสมมติฐานที่ 4

5. สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

การศึกษาศักยภาพของมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น กระแสเงินสดอิสระและขนาดของกิจการ ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงก่อนเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2561 - 2562) และช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2563 - 2564) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56 - 1) และราคาตลาดของหุ้นสามัญ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 - 2564 จากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด 31 ธันวาคม ยกเว้น กลุ่มธุรกิจการเงิน บริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทุนเพื่อการลงทุน บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน และบริษัทที่ปิดกิจการเงินไม่ใช่ 31 ธันวาคม มีจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 2,356 ตัวอย่าง

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2563 - 2564) พบว่าราคาหลักทรัพย์ มูลค่าทางบัญชี กำไรต่อหุ้น กระแสเงินสดอิสระ และขนาดของกิจการมีเฉลี่ยค่าสูงขึ้น เมื่อพิจารณาค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานพบว่า ในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 ราคาหลักทรัพย์ มูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระ มีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเพิ่มขึ้น ในขณะที่ขนาดของกิจการมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานลดลง อธิบายได้ว่าในระยะแรกของการเกิดสถานการณ์โควิด-19 ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของภาคธุรกิจ รวมถึงตลาดทุนของประเทศไทย ทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์มีความผันผวนรุนแรง และราคาหลักทรัพย์โดยรวมเปลี่ยนแปลงสูงมาก และต่อมามีภายหลังเศรษฐกิจและภาคธุรกิจสามารถปรับตัว และมีแนวโน้มการลงทุนและการเติบโตของรายได้เพิ่มสูงขึ้น แม้จะต้องเผชิญสถานการณ์โควิด-19 และการชะลอตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจก็ตาม เป็นสาเหตุให้หลักทรัพย์มูลค่าทางบัญชี กำไรต่อหุ้น กระแสเงินสดอิสระ และขนาดของกิจการมีเฉลี่ยค่าสูงขึ้น แม้ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 เพิ่มขึ้นก็ตาม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2563)

การวิเคราะห์ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ การศึกษานี้แบ่งการศึกษาศักยภาพในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น กระแสเงินสดอิสระ และขนาดของกิจการ ออกเป็น 2 ช่วงเวลา

ได้แก่ ช่วงก่อนเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2561 - 2562) และ ช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปีพ.ศ. 2563 - 2564) เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์เชิงพหุที่ปรับ (Adjusted R^2) หรือความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของโมเดล 1-4 พบว่า ในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2563 - 2564) ความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี (โมเดล 1) มีค่าเพิ่มขึ้น การศึกษานี้ปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 กล่าวคือ ในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 นักลงทุนจะใช้ประโยชน์ของมูลค่าตามบัญชี เพื่อเป็นเครื่องมือตัดสินใจลงทุนเพิ่มขึ้น อาจเนื่องจากมูลค่าตามบัญชีเป็นมูลค่าที่แท้จริงของกิจการที่เกิดจากมูลค่าตามบัญชีของกิจการปัจจุบันรวมกับกำไรคงเหลือและข้อมูลอื่น ๆ จึงทำให้นักลงทุนใช้ประโยชน์ของมูลค่าตามบัญชีในการตัดสินใจลงทุนเพิ่มขึ้น (Puspa et al., 2023)

ทั้งนี้ ในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรต่อหุ้น (โมเดล 2) ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระ (โมเดล 3) และความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระ (โมเดล 4) มีความสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลง การศึกษานี้จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2 - 4 อธิบายได้ว่าสถานการณ์โควิด-19 มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจ ประสิทธิภาพการดำเนินงาน ทำให้มูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระ มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลง อาจเนื่องจากในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 นักลงทุนไม่แน่ใจในการใช้ประโยชน์ข้อมูลทางบัญชีที่จะทำให้นักลงทุนมีความคาดหวังต่อมูลค่าที่จะได้รับในอนาคตหรือเป็นเครื่องมือในการตัดสินใจลงทุน จึงทำให้ข้อมูลสะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่ลดลง สอดคล้องกับ Graham et.al. (2000) และ Devalle (2012) ที่อธิบายไว้ว่า ในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจกำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ลดลง

ตัวแปรควบคุมในการศึกษานี้ ได้แก่ ขนาดของกิจการ วัดจาก Logarithm ของสินทรัพย์รวมของกิจการ ผลการศึกษาค้นหาความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของขนาดของกิจการ พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ โดยช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 (ปี พ.ศ. 2563 - 2564) มีค่าเท่ากับ 6.511 มีค่าสัมประสิทธิ์เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.01$) กล่าวคือ ถ้าขนาดของกิจการเพิ่มขึ้นราคาหลักทรัพย์ก็จะเพิ่มขึ้นไปด้วย สามารถอธิบายได้ว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีความสามารถสร้างผลกำไรและกระแสเงินสดเข้ากิจการที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการและยอดขายได้ดีกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก ทำให้มีผู้สนใจลงทุนมาก ผู้ลงทุนจึงให้ความสำคัญกับสินทรัพย์รวม เนื่องจากรายการสินทรัพย์รวมเป็นส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการที่ถือครองอยู่ (ณัฐกานต์ ศรีวิชัย, 2559) จากแนวคิดประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชี และแนวคิดสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ การศึกษานี้สรุปได้ว่าสถานการณ์โควิด-19 มีผลกระทบต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของธุรกิจ รวมถึงผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ และความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่เกี่ยวข้องกับการใช้ประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีในการใช้ตัดสินใจลงทุนที่ลดลง

6. ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคตและประโยชน์ของการวิจัย

6.1 ประโยชน์ของการวิจัย

6.1.1 ข้อค้นพบที่ได้จากการศึกษานี้จะแสดงให้เห็นประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชี ประกอบด้วย มูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระ โดยเฉพาะอย่างยิ่งความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี เป็นข้อมูลที่สามารถพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้มากที่สุดทั้งในช่วงก่อนและช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 โดยในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 สามารถพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้น ดังนั้น ผู้บริหาร สถาบันการเงิน และนักลงทุนสามารถนำข้อมูลไปใช้ในการนำข้อมูลไปใช้ในการบริหารกิจการ หรือตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่คุ้มค่ามากที่สุด

6.2.2 นำข้อค้นพบเกี่ยวกับความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระที่สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลงโดยเฉพาะอย่างยิ่งในสถานการณ์โควิด-19 ที่มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจและประสิทธิภาพการดำเนินงาน นักลงทุนสามารถนำไปใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ภายใต้สถานการณ์ที่เกิดวิกฤตทางการเงินได้อย่างเหมาะสมและถูกต้องมากยิ่งขึ้น

6.2 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

6.2.1 ในการศึกษาครั้งต่อไป ควรขยายระยะเวลาของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเพื่อสามารถเห็นแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ที่ชัดเจนยิ่งขึ้น

6.2.2 การศึกษาครั้งต่อไปควรศึกษาเปรียบเทียบแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม เนื่องจากอาจได้รับผลกระทบจากสถานการณ์โควิด-19 ที่แตกต่างกันตามลักษณะของธุรกิจ เพื่อให้ได้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนที่สนใจลงทุนเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรม หรือธุรกิจที่มีบริบทคล้ายคลึงกัน เช่น กลุ่มบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 เป็นต้น

6.2.3 ในการศึกษาครั้งต่อไป ควรขยายการศึกษาตัวแปรอื่น ๆ ที่คาดว่าจะมีผลต่อราคาหลักทรัพย์มาร่วมวิเคราะห์เพื่อเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจให้แก่ผู้ลงทุน รวมถึงเพิ่มการศึกษานโยบายของผู้บริหาร เช่น การกำกับดูแลกิจการที่ดี นโยบายการจ่ายเงินปันผล ควบคู่กับการวิเคราะห์ข้อมูลทางบัญชี ที่จะทำผู้ลงทุนได้รับประโยชน์ต่อการตัดสินใจมากยิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง

กิตติมา อัครนุพงศ์. (2560). การเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของกำไร มูลค่าตามบัญชี และกระแสเงินสด: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 100 ในประเทศไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 13(38), 95-111.

ณัฐกานต์ ศรีวิชัย. 2559. *ความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานกับค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. การค้นคว้าอิสระปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2563). *ภาพตลาดหุ้นไทย หลังเหตุการณ์ COVID-19*. เผยแพร่บนหนังสือพิมพ์กรุงเทพธุรกิจ 11 มิถุนายน 2563, ค้นจาก <https://www.sec.or.th/TH/Template3/Articles/2563/110663.pdf>

พัชรินทร์ บุญนุ่น ดลนภา พูลคล้าย และประทุมมาศ จันทสุวรรณ. (2560). การศึกษามูลค่าทางบัญชีที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร. *การประชุมวิชาการระดับนานาชาติและนานาชาติด้านบริหารธุรกิจและการบัญชี 2561, 22-23 กุมภาพันธ์ 2563 ณ มหาวิทยาลัยขอนแก่น จังหวัดขอนแก่น*, 302-310.

พัทธิธรีรา จิระอุดมสาโรจน์. (2560). ความสัมพันธ์มูลค่าราคาตามบัญชี กำไรต่อหุ้นและเงินปันผล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET 100. *วารสารวิชาการ มหาวิทยาลัยธนบุรี*, 11(25), 99-106.

ยศวินกาญจน์ กอบกาญจนพุดติ และภัทรณัชชา โชติคุณากิตติ. (2564). ความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนไทยในช่วงสถานการณ์ COVID-19. *วารสารรัชต์ภาคย์*, 15(40), 79-92.

- วนิดา ชูติมากุล บรรจงรัตน์ พรหมสุวรรณศิริ และสุรินทร์ พรหมนุรักษ์กิจ. (2565). ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของข้อมูลทางการบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์: หลักฐานเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารนวัตกรรมและการจัดการ*, 7(1), 82-95.
- ศุภวัฒน์ วัฒนธนปติ, พิรุณา ไบโลวิท และเวทวงศ์ พ่วงทรัพย์. (2555). การทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในมิติของข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวกับนโยบายทางการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, 109-130.
- สภานิติบัญญัติ. (2566). *คู่มืออธิบายกรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงิน*. ค้นเมื่อวันที่ 18 พฤษภาคม 2566, จาก <https://www.tfac.or.th/upload/9414/lhJcrKfW69.pdf>
- อนุวัฒน์ ภัคดี และศิลาปะพร ศรีจันเพชร. (2563). ความเกี่ยวข้องของข้อมูลบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจ การเงิน มุมมอง 15 ปี. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ*, 9(1), 205-211.
- Ahmadi, A., & Bouri, A. (2018). The Accounting Value Relevance of Earnings and Book Value: Tunisian Banks and Financial Institutions. *International Journal of Law and Management*, 60(2), 342-354.
- Bhandari, S. B., & Adams, M. T. (2017). On the Definition, Measurement, and Use of the Free Cash Flow Concept in Financial Reporting and Analysis: A review and Recommendations. *Journal of Accounting and Finance*, 17(1), 11-19.
- Devall, A. (2012). Value Relevance of Accounting Data and Financial Crisis in European Empirical Analysis. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(2), 201-217.
- Fama, E. (1991). Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance*, 46, 1575-1617.
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319-353.
- Fu, J., Xu, F., Zeng, C., & Zheng, L. (2022). Free Cash Flows and Price Momentum. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, forthcoming, April 2022, 1-28.
- 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.
- Hassan, N., & Haque, H. M. M. (2017). Role of Accounting Information in Assessing Stock Prices in Bangladesh. *International Journal of Business and Social Research*, 7(20), 18-25.
- Ho, L. J., Liu, C. S., & Sohn, P. S. (2001). The Value Relevance of Accounting Information Around the 1997 Asian Financial Crisis the Case of South Korea. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 8(2), 83-107.
- Kumari, S. (2008). Multicollinearity: Estimation and Elimination. *Journal of Contemporary Research in Management*, 3(1), 87-95.

- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Journal of The Canadian Academic Accounting Association*, 11(2), 661-687.
- Puspa, D. F., Nazaruddin, L., Muslim, R. Y., & Minovia A. F. (2023). Relevance of Earning Value, Book Value, and Operating Cash Flow in Manufacturing Companies in Indonesia. *Journal of Accounting and Investment*, 24(1), 120-136.
- Sari, C. T. & Suharti M., (2021). The Effect of Taxes, Earning Per Share, and Sales Growth on Stock Prices in the Covid-19 Pandemic (Empirical Study of Health and Pharmaceutical Sector Listed in the Jakarta Stock Exchange 2016-2020). *International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAR)*, 5(2), 530-540.
- Senthilnathan, S., & Kajoon, H. (2013). Role of the Net Assets in Assessing the Relevance of Earnings. *Journal of Commerce & Accounting Research*, 2(3), 32-38
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economic*, 87(3), 355–374