



ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: ข้อมูลที่เป็นตัวเงิน
และไม่ใช่ตัวเงิน หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Value Relevance: Financial and Non-financial Information

Evidence from the Stock Exchange of Thailand

พิเชษฐ์ ลิทธิโชคสกุลชัย

Pichet Sittichoksakunchai

ดุชนิพนธ์เสนอต่อมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร
เพื่อเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต
ปีการศึกษา 2566



ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: ข้อมูลที่เป็นตัวเงิน
และไม่ใช่ตัวเงิน หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Value Relevance: Financial and Non-financial Information
Evidence from the Stock Exchange of Thailand

พิเชษฐ์ สิทธิโชคสกุลชัย

Pichet Sittichoksakunchai

ดุษฎีนิพนธ์เสนอต่อมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร
เพื่อเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต

ปีการศึกษา 2566

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร

ชื่อคุณิพนธ์	ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: ข้อมูลที่เป็นตัวเงินและไม่ใช่ว่าเงิน
	หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อ นามสกุล	พิเชษฐ์ สิทธิโชคสกุลชัย
ชื่อปริญญา	บริหารธุรกิจคุณิพนธ์บัณฑิต
คณะ	บริหารธุรกิจ
อาจารย์ที่ปรึกษาหลัก	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สุวิทย์ ไวยพิทย์
อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พัทธยา เห็นกลาง

คณะกรรมการสอบคุณิพนธ์ได้ให้ความเห็นชอบคุณิพนธ์ฉบับนี้แล้ว

.....ประธานกรรมการ

(รองศาสตราจารย์ ดร.รณโชติ บุญวรโชติ)

.....กรรมการ

(รองศาสตราจารย์ ดร.ชนงกรณ์ กุลชลบุตร)

.....กรรมการ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.อนงค์ ไต้หวัน)

.....กรรมการ

(อาจารย์ ดร.ธนากร รัชกุลพัฒน์)

.....กรรมการ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สุวิทย์ ไวยพิทย์)

.....กรรมการ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พัทธยา เห็นกลาง)

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร อนุมัติให้รับคุณิพนธ์

ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบริหารธุรกิจคุณิพนธ์บัณฑิต

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร

.....คณบดีคณะบริหารธุรกิจ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.รัตนาวลี ไม้สั๊ก)

วันที่ 27 เดือน พฤษภาคม พ.ศ. 2567

ชื่อคุณิพนธ์	ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: ข้อมูลที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อ นามสกุล	พิเชษฐ์ สิทธิโชคสกุลชัย
ชื่อปริญญา	บริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต
คณะ	บริหารธุรกิจ
ปีการศึกษา	2566

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม อิทธิพลร่วมของข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม สินทรัพย์ไม่มีตัวตน และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีต่อมูลค่าหลักทรัพย์ ประชากรที่ใช้ในการวิจัยคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีข้อมูลครบถ้วน จำนวน 269 บริษัท ระยะเวลา 6 ปี ระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2565 ช่วงเวลาดังกล่าวครอบคลุมทั้งก่อนและระหว่างการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัส โควิด-19 ใหม่ 2019 วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สมการถดถอยพหุคูณแบบ Fixed Effects ผลการวิจัยพบว่า (1) ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวคือ กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์ ในภาพรวมกำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์สูงสุด อย่างไรก็ตามในระหว่างการแพร่ระบาดของ COVID-19 รวมทั้งในบางสมการทดสอบพบว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์สูงกว่าตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมตัวอื่น (2) ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นทั้งการทดสอบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคมและเดือนเมษายน โดยอิทธิพลร่วมกับกำไรต่อหุ้นสูงกว่าอิทธิพลร่วมกับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (3) รางวัลด้านความยั่งยืนไม่ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ที่ทดสอบด้วยช่วงเวลารวม แต่ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้นเฉพาะช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19 เท่านั้น (4) รายงานเชิงบูรณาการไม่ได้ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าสินทรัพย์ในทุกช่วงเวลาที่ทำทดสอบ รวมทั้งการทดสอบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนเมษายน (5) ประเภทหรือขนาดของสำนักงานสอบบัญชีไม่ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ที่ทดสอบด้วยช่วงเวลารวม แต่ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในระหว่างการแพร่ระบาดของ COVID-19 เท่านั้น ส่วนความเห็นของผู้สอบบัญชีไม่ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ที่ทดสอบด้วยช่วงเวลารวมทั้งกรณีใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคมและเมษายน แต่ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในระหว่างการแพร่ระบาดของ COVID-19 เท่านั้น

(6) สินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นไม่มีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในทุกช่วงเวลาที่ทำการทดสอบ รวมทั้งการทดสอบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคมและเมษายน (7) ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าหลักทรัพย์คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศและดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจโดยมีอิทธิพลเชิงลบ ส่วนดัชนีราคาผู้บริโภคมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์ สำหรับตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์ในช่วงเวลาการแพร่ระบาดของ COVID-19 เท่านั้น

คำสำคัญ : ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์, ข้อมูลที่เป็นตัวเงิน, ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน, โรคติดเชื้อไวรัสโคโรนาสายพันธุ์ใหม่ 2019



Dissertation Title	Value Relevance: Financial and Non-financial Information Evidence from the Stock Exchange of Thailand
Author	Pichet Sittichoksakunchai
Degree	Doctor of Business Administration
Faculty	Business Administration
Academic Year	2023

ABSTRACT

The objectives of this research were to study the influence of traditional accounting measures, the interaction of non-financial information and traditional accounting measures, intangible assets, and macroeconomic factors affecting stock prices. The research population comprised 269 listed companies with complete data spanning six years, from 2017 to 2022. This timeframe covered both pre-pandemic and pandemic periods of COVID-19. The data underwent analysis using fixed-effects multiple regression equations. The findings revealed that (1) three traditional accounting measures - earnings per share, book value per share, and net cash flow from operating activities per share - exerted a positive influence on stock prices. Overall, earnings per share had the most relevance. However, during the COVID-19 outbreak, including in some tested equations, book value per share was found to be more relevant than other traditional accounting measures. (2) The level of corporate governance quality complemented the value relevance of earnings per share and book value per share, tested with both March and April closing prices. The interaction with earnings per share had more influence on book value per share. (3) Sustainability awards did not increase the value relevance during pooled period testing; however, sustainability awards increased the value relevance of earnings per share before the COVID-19 outbreak only. (4) Integrated report did not improve the value relevance in all tested periods, including the test with the closing prices of securities in April. (5) The type or size of the audit firm did not increase the value relevance during the pooled period; however, it complemented the value

relevance of book value per share only during the COVID-19 pandemic. The auditor's opinion did not increase the value relevance, during pooled period using March and April closing prices. However, it complemented the value relevance of book value per share only during the COVID-19 pandemic. (6) Intangible assets per share were irrelevant in all tested periods, including testing with the closing prices in March and April. (7) Macroeconomic factors influencing the value of securities were Gross Domestic Product and Business Sentiment Index, both of which had a negative influence on the stock prices. The Consumer Price Index had a positive influence. Additionally, regarding the control variables, the size of the firm negatively impacted the stock prices during only the COVID-19 pandemic.

Keywords : Value Relevance, Financial Information, Non-financial Information, COVID-19



กิตติกรรมประกาศ

ข้าพเจ้าขอขอบพระคุณบุคคลหลายกลุ่มที่มีส่วนช่วยผลักดันให้ดัชนีพจน์นี้สำเร็จได้ ประกอบด้วย

กลุ่มแรกคือ บุคคลที่ทำหน้าที่เป็นทั้งปรึกษาหลักและที่ปรึกษาร่วมคือ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สุวิทย์ ไวยทิพย์ และผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พัทธยา เห็นกลาง ที่ไม่เพียงแต่ให้มุมมอง แนวคิด ข้อเสนอแนะที่มีประโยชน์ต่อดัชนีพจน์นี้ ยังให้กำลังใจอันสำคัญยิ่งในทุกกระบวนการของการศึกษาในหลักสูตรบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต

กลุ่มที่สองคือ คณะกรรมการสอบดัชนีพจน์ โดยเฉพาะประธานคณะกรรมการฯ คือ รองศาสตราจารย์ ดร.ธนโชติ บุญวรโชติ ที่ให้คำแนะนำ คำปรึกษาเรื่องการวิเคราะห์ข้อมูล จนทำให้ผลการวิจัยมี “จุดขาย” หรือที่ท่านมักใช้คำว่า “เซ็กซี่”

กลุ่มที่สามคือ บุคคลที่อยู่เบื้องหลังความสำเร็จนี้ ที่ไม่อาจจะกล่าวได้หมด ไม่ว่าจะเป็นครูบาอาจารย์ผู้ที่เคยประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้แก่ข้าพเจ้าในทุกระดับการศึกษา ครอบครัวและเพื่อนที่ให้กำลังใจอย่างต่อเนื่อง ตลอดจนหน่วยงานต้นสังกัด คือ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ที่สนับสนุนงบประมาณตลอดจนเวลาให้ข้าพเจ้าได้มีโอกาสเพิ่มเติมความรู้เพื่อนำกลับไปปฏิบัติหน้าที่ “ครู” อย่างเต็มภาคภูมิ

และที่ขาดไม่ได้คือ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร ที่จัดการเรียนการสอนอย่างมีคุณภาพ ผลิต “บัณฑิต มหาบัณฑิต และดุษฎีบัณฑิต” เพื่อนำความรู้ไปพัฒนาประเทศชาติตามบทบาทหน้าที่ของแต่ละคนสืบไป

พิเชษฐ์ สิริโชคสกุลชัย

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อ	ก
ABSTRACT	ค
กิตติกรรมประกาศ	จ
สารบัญ	ฉ
สารบัญตาราง	ช
สารบัญภาพ	ญ
บทที่ 1 บทนำ	
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	6
1.3 ขอบเขตของการวิจัย	6
1.4 สมมติฐานของการวิจัย	7
1.5 กรอบแนวคิดในการวิจัย	9
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	11
1.7 นิยามศัพท์เฉพาะ	11
บทที่ 2 แนวคิดทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	
2.1 แนวคิดที่เกี่ยวข้อง	14
2.2 ตลาดทุนในประเทศไทย	45
2.3 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	50
2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	55
2.5 การสังเคราะห์งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	84
บทที่ 3 วิธีดำเนินการ	
3.1 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล	91
3.2 ประชากร	92
3.3 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล	92

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 3 วิธีดำเนินการ (ต่อ)	
3.4 ตัวแบบที่ใช้	93
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล	
4.1 ลักษณะทั่วไปของตัวแปร	102
4.2 การทดสอบสมมติฐานของการวิจัย	105
4.3 การทดสอบเพิ่มเติม	134
บทที่ 5 สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ	
5.1 สรุปผล	153
5.2 อภิปรายผล	159
5.3 ข้อเสนอแนะ	164
5.4 ข้อจำกัดการวิจัย	166
บรรณานุกรม	167
ประวัติการศึกษาและการทำงาน	178

สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
2.1 ความหมายของสัญลักษณ์ CG Rating	26
2.2 เกณฑ์การเข้าจดทะเบียนในตลาด SET และ MAI	47
2.3 โครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ	49
2.4 สรุปการสังเคราะห์งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	85
3.1 ข้อมูลรายปีรายบริษัทจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม	92
4.1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่อเนื่อง	103
4.2 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์	106
4.3 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของการกำกับดูแลกิจการ	109
4.4 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของรางวัลด้านความยั่งยืน	113
4.5 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของรายงานเชิงบูรณาการ	116
4.6 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของสำนักงานสอบบัญชี	119
4.7 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของความเห็นของผู้สอบบัญชี	123
4.8 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์	126
4.9 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์	128
4.10 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน	130

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตาราง	หน้า
4.11 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม ในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์	134
4.12 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมใน การกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของการกำกับดูแลกิจการ	135
4.13 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมใน การกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของรางวัลด้านความยั่งยืน	137
4.14 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมใน การกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของรายงานเชิงบูรณาการ	139
4.15 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมใน การกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของสำนักงานสอบบัญชี	140
4.16 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมใน การกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของความเห็นของผู้สอบบัญชี	142
4.17 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนใน การกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์	144
4.18 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค ในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์	145
4.19 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ของข้อมูลที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน	146
4.20 สรุปผลการทดสอบเปรียบเทียบกับสมมติฐานของการวิจัย	150

สารบัญภาพ

ภาพ		หน้า
1.1	กรอบแนวคิดในการวิจัย	10
2.1	โครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างผู้มีส่วนได้เสียตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี	23
2.2	เนื้อหาของ CG Code	25
2.3	ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท และผู้บริหาร	51



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

งบการเงินถือเป็นผลลัพธ์ที่ได้จากกระบวนการบัญชีหรือวงจรบัญชี (Accounting Cycle) มีวัตถุประสงค์คือ การให้ข้อมูลการเงินเกี่ยวกับสินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของเจ้าของ รายได้และค่าใช้จ่าย ซึ่งข้อมูลเหล่านี้มีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินในการประเมินกระแสเงินสดสุทธิในอนาคตของกิจการและการประเมินหน้าที่และความรับผิดชอบของฝ่ายบริหารต่อทรัพยากรเชิงเศรษฐกิจของกิจการ โดยที่งบการเงินจะสามารถสะท้อนภาพของธุรกิจที่เป็นจริงและยุติธรรม (Abdollahi, Pitenoei & Gerayli, 2020) หนึ่งในผู้ใช้หลักของงบการเงินหรือรายงานทางการเงินเพื่อวัตถุประสงค์ทั่วไปคือ นักลงทุน (Investors) สำหรับการตัดสินใจเกี่ยวกับการซื้อ ขาย หรือถือตราสารทุนและตราสารหนี้ (กรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงิน, 2563)

ข้อมูลทางการเงินที่ปรากฏในงบการเงินจะมีประโยชน์สูงสุดในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้ใช้งบการเงินนั้นจะต้องมีลักษณะเชิงคุณภาพ โดยที่กรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงิน (2563) กำหนดลักษณะเชิงคุณภาพไว้ 2 ส่วนคือ ลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐาน (Fundamental Qualitative Characteristic) และลักษณะเชิงคุณภาพเสริม (Enhancing Qualitative Characteristic) สำหรับงานวิจัยที่ใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตลาดทุน (Capital Market) และข้อมูลในงบการเงิน เรียกว่า “Capital Market-based Accounting Research: CMBAR” (Beisland, 2009) และหนึ่งในประเด็นที่นักวิจัยมักให้ความสนใจคือ ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ (Relevance) ซึ่งความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจนี้เป็นหนึ่งในสองของลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐาน โดยที่ข้อมูลในงบการเงินหรือข้อมูลที่เป็นตัวเงิน (Financial Information) จะเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจต่อเมื่อข้อมูลนั้นช่วยในการตัดสินใจแตกต่างไปจากกรณีไม่มีข้อมูลนั้น ดังนั้น ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ (Value Relevance) จึงหมายถึง ประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีและความสามารถของงบการเงินที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ (Francis & Schipper, 1999) หรือ Bowerman & Sharma (2016) ได้กล่าวว่า ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์คือ การศึกษาที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชีและมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์นั่นเอง จึงกล่าวได้ว่างานวิจัยความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่า

หลักทรัพย์จึงมีความโดดเด่นอย่างมีนัยสำคัญต่อนักลงทุน นักบัญชี หน่วยงานกำกับดูแล รวมทั้งบุคคลหรือหน่วยงานที่มีความสนใจอื่นที่ใช้ข้อมูลทางบัญชีสำหรับการตัดสินใจลงทุน (Badu & Appiah, 2018)

งานวิจัยที่เป็นจุดเริ่มต้นของการอธิบายข้อมูลทางบัญชีที่มีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์คืองานวิจัยของ Ball & Brown (1968) (อ้างอิงใน Kwon, 2018) ซึ่งพบความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ และทำให้เกิดการขยายงานวิจัยทางบัญชีที่เกี่ยวกับประเด็นนี้อย่างกว้างขวางจนถึงปัจจุบัน โดยพยายามหาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าหลักทรัพย์กับข้อมูลทางบัญชีประเภทต่างๆ (Badu & Appiah, 2018) และแบบจำลองที่ถูกนำมาใช้กันอย่างแพร่หลายเพื่ออธิบายความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าหลักทรัพย์กับข้อมูลทางบัญชีคือ แบบจำลอง Ohlson (1995) ซึ่งประกอบด้วยกำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share: EPS) เป็นตัวแทนข้อมูลทางบัญชีจากงบกำไรขาดทุน และมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value Per Share: BVS) เป็นตัวแทนข้อมูลทางบัญชีจากงบฐานะการเงิน และข้อมูลอื่น จึงทำให้มีการเพิ่มตัวแปรที่ใช้อธิบาย (Explanatory Variables) ในแบบจำลอง Ohlson (1995) สำหรับตอบคำถามวิจัยที่มีความเฉพาะเจาะจงมากขึ้น ตัวแบบ Ohlson (1995) ได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางเพื่อใช้เป็นตัวแทนในการประเมินมูลค่าตลาดสำหรับพิจารณาความเกี่ยวข้องของทั้งข้อมูลที่เป็นตัวเงิน (Financial Information) และข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน (Non-financial Information) (Saha & Bose, 2017)

งานวิจัยความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ที่ใช้ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม (Traditional Accounting Measures) ยังแสดงผลลัพธ์แบบผสม (Mixed Results) กล่าวคือ ข้อมูลทางบัญชีมีประโยชน์ทั้งเพิ่มขึ้นและลดลง เช่น Collins, Maydew & Weiss (1997) พบว่าความเกี่ยวข้องส่วนเพิ่มของกำไรต่อหุ้นลดลง แต่ถูกแทนที่ด้วยมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในช่วง 40 ปี (ค.ศ. 1953-1993) ในขณะที่ Keener (2011) กลับพบว่าประโยชน์ของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นไม่ลดลง รวมทั้งยังพบว่ากำไรต่อหุ้นมีประโยชน์เพิ่มขึ้น ในขณะที่มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีประโยชน์ส่วนเพิ่มคงที่ต่อเนื่องในช่วง 20 ปี หรือ Badu & Appiah (2018) พบว่าภาพรวมในช่วง 10 ปี ทั้งกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการตัดสินใจของนักลงทุน แต่ในบางปีจะพบว่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (R^2) ของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นลดลง หรือในงานวิจัยของ Mirza, Malek & Abdul-Hamid (2019) พบว่า กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นสูงที่สุด รองลงมาคือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นตามลำดับ

แม้ว่าหลักการสำคัญของการประกาศใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (International Financial Reporting: IFRS) จะช่วยทำให้ข้อมูลทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องหรือมีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินมากยิ่งขึ้น แต่งานวิจัยที่ผ่านมาก็ยังพบผลในลักษณะผสม เช่น Chukwu, Damieibi & Okoye (2019) พบว่าทั้งก่อนและหลังใช้ IFRS กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ในเชิงบวก รวมทั้งสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (R^2) ของช่วงหลังใช้ IFRS สูงกว่าช่วงก่อนใช้ ซึ่งสอดคล้องกับ Juniarti, Helena, Novitasari & Tjamdinata (2018) ที่พบว่าหลังการใช้ IFRS กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับก่อนใช้ IFRS แต่ El-Diftar & Elkalla (2019) พบว่าการใช้ IFRS มีผลกระทบทางลบต่อข้อมูลทางบัญชีในภูมิภาค Middle East and North Africa: MENA

การที่ผลการวิจัยความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ที่ใช้ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมยังแสดงผลในลักษณะผสมดังตัวอย่างข้างต้น อาจเป็นผลมาจากรูปแบบการดำเนินธุรกิจที่เดิมเป็นแบบ Traditional Capital Intensive เปลี่ยนไปเป็น High Technology Serviced Oriented (Dontoh, Radhakrishnan & Ronen, 2007; Alfaraih, 2009; Francis & Schipper, 1999) หรือระบบเศรษฐกิจที่เปลี่ยนจากที่เคยอาศัยสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Assets) ไปยังการอาศัยสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (Intangible Assets) การบริการ (Services) และสารสนเทศ (Information) (Kimouche & Rouabhi, 2016) หรือข้อมูลทางบัญชีแบบดั้งเดิมไม่สามารถตอบสนองความต้องการของนักลงทุนได้อีกต่อไป โดยเฉพาะการเกิดขึ้นของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่เพิ่มสูงขึ้น (Loprevite, Ruppo & Ricca, 2019) ข้อมูลทางบัญชีแบบดั้งเดิมที่มุ่งแสดงข้อมูลที่เกิดขึ้นแล้วในอดีต จึงไม่สามารถสะท้อนความก้าวหน้าของการเปลี่ยนผ่านระบบเศรษฐกิจ (Kimouche & Rouabhi, 2016) ซึ่งในปัจจุบันระบบเศรษฐกิจถูกขับเคลื่อนโดยสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ดังนั้น สินทรัพย์ไม่มีตัวตนจึงถือเป็นปัจจัยสำคัญสำหรับการพัฒนาและประสบความสำเร็จในบริบทที่เศรษฐกิจมีการแข่งขันรุนแรงและอาศัยเทคโนโลยีมากขึ้น สินทรัพย์ไม่มีตัวตนถูกมองว่าเป็นสิ่งที่ทำให้เกิดการสร้างคุณค่าและการเจริญเติบโต อย่างไรก็ตาม งานวิจัยที่ผ่านมาก็ยังให้ผลที่ผสม เช่น Al-Ani & Tawfik (2021) พบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา แต่ในประเทศคูเวตกลับพบความสัมพันธ์ในเชิงลบ ส่วนในประเทศซาอุดีอาระเบีย โอมาน การ์ตา และบาร์เรนไม่พบความสัมพันธ์ เป็นต้น

นอกจากนี้การรายงานทางการเงินแบบดั้งเดิม (Traditional Financial Reporting) อาจไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอต่อความต้องการข้อมูลที่เปลี่ยนแปลงไปของผู้มีส่วนได้เสีย (Mass & Samper, 2019)

2020) เนื่องจากผู้มีส่วนได้เสีย รวมถึงหน่วยงานภาครัฐมีความคาดหวังที่สูงเกี่ยวกับศักยภาพในกระบวนการรายงานที่นำไปสู่ความโปร่งใสและความรับผิดชอบที่เพิ่มขึ้น รวมทั้งการเปลี่ยนแปลงภายในองค์กร การรายงานทางการเงินแบบดั้งเดิมมักเกิดข้อจำกัดในการนำไปใช้ประโยชน์ (Veltri & Silvestri, 2020) และไม่มีประสิทธิภาพสำหรับนักลงทุนในการตัดสินใจอย่างถูกต้องสำหรับกลยุทธ์การตัดสินใจลงทุนอย่างยั่งยืน (Nakajima & Inaba, 2022) รวมทั้งนักลงทุนอาจไม่ได้ใช้ข้อมูลที่เป็นตัวเงินประกอบการตัดสินใจเพียงอย่างเดียว แต่ใช้ข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินมาเพื่อประกอบการตัดสินใจด้วย เช่นเดียวกับ Amir & Lev (1996) (อ้างอิงใน Vafaei, Taylor & Ahmed, 2011) กล่าวว่า ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินมีบทบาทในการช่วยเสริมความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ จากสถานการณ์ที่มีการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว หน่วยงานกำกับดูแลได้ออกข้อกำหนดเพื่อให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลเพิ่มเติมในรูปแบบต่างๆ เพื่อให้ให้นักลงทุนนำไปใช้ประโยชน์เพิ่มเติมนอกเหนือจากข้อมูลที่ปรากฏในงบการเงิน เช่น รายงานประจำปี แบบ 56-1 รายงานการกำกับดูแลกิจการ รายงานความยั่งยืน เป็นต้น รายงานบางประเภทมีการประเมินและให้รางวัลเพื่อส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนเห็นความสำคัญของการเปิดเผยข้อมูลนั้นๆ และล่าสุด The International Integrated Reporting Council: IIRC ออกกรอบแนวคิดการจัดทำรายงานแบบบูรณาการ (Integrated Report: IR) ในปี ค.ศ. 2012 โดยมีเป้าหมายเพื่อให้ข้อมูลทางการเงิน สังคม สิ่งแวดล้อม และการกำกับดูแลกิจการเข้ามาไว้ด้วยกัน ซึ่งรายงานรูปแบบนี้จะยกระดับความสามารถของบริษัทในการเป็นตัวเลือกในการลงทุนของนักลงทุนได้มากยิ่งขึ้น (Busco, et al., 2013) โดยกรอบแนวคิดที่ IIRC ทำขึ้น ไม่ได้บังคับให้ต้องถือปฏิบัติ แล้วแต่ว่ากิจการจะนำไปประยุกต์ใช้กับองค์กรอย่างไรให้เหมาะสมและมีเอกลักษณ์เฉพาะของตนเอง อย่างไรก็ตามก็มีประเทศนำกรอบแนวคิดนี้ไปใช้บังคับ (Mandatory) คือ ประเทศแอฟริกาใต้ สำหรับประเทศไทยยังคงเป็นแบบสมัครใจ (Voluntary)

เนื่องจากฝ่ายบริหารของกิจการเป็นผู้รับผิดชอบในการจัดทำและนำเสนองบการเงินเพื่อให้ผู้ใช้งบการเงินนำไปใช้ตามวัตถุประสงค์ของแต่ละกลุ่ม ดังนั้น จึงจำเป็นต้องมีบุคคลที่ 3 ที่จะสร้างความเชื่อมั่นในความถูกต้องและครบถ้วนของข้อมูลที่กิจการจะสื่อสารไปยังผู้ใช้งบการเงิน บุคคลดังกล่าวคือ ผู้สอบบัญชีรับอนุญาต (Certified Public Accountant: CPA) หรือในกรณีของประเทศไทยก็มีผู้สอบบัญชีภาษีอากร (Tax Auditor: TA) ที่สามารถทำหน้าที่ในการตรวจสอบงบการเงินสำหรับกิจการขนาดเล็กตามแนวทางที่กรมสรรพากรกำหนด ความเห็นของผู้สอบบัญชีฯ ถูกสื่อสารผ่านรายงานของผู้สอบบัญชีฯ ความอสมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) ทำให้เกิดแรงจูงใจของนักลงทุนอย่างยิ่งในความต้องการรายงานของผู้สอบบัญชีฯ (Abdollahi, Pitenoei & Gerayli, 2020) ดังนั้น

รายงานของผู้สอบบัญชีฯ จำเป็นต้องสามารถเข้าใจได้ ตรงตามวัตถุประสงค์ และน่าดึงดูดสำหรับผู้ใช้ในฐานะที่เป็นแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจและถือเป็นสื่อที่ใช้สื่อสารระหว่างผู้สอบบัญชีและผู้ใช้นอกจากรายงานของผู้สอบบัญชีฯ แล้ว คุณลักษณะอื่นของการสอบบัญชี เช่น ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี ก็ถือเป็นข้อมูลที่มีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ กล่าวคือ หากผู้สอบบัญชีสังกัดกับสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ มีการดำเนินงานระหว่างประเทศ มีประสบการณ์หลากหลายในการสอบบัญชี ก็เป็นที่คาดหวังจากนักลงทุนว่าจะสามารถปฏิบัติงานสอบบัญชีได้อย่างมีประสิทธิภาพสูงกว่าสำนักงานสอบบัญชีขนาดเล็กทั่วไป งานวิจัยที่ผ่านมาช่วยยืนยันว่า รายงานของผู้สอบบัญชีฯ และขนาดของสำนักงานสอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชี เช่น Filip & Raffournier (2010), Ittonen (2012), Lee & Lee (2013), Abollahi, Pitenoei & Gerayli (2020) อย่างไรก็ตาม เป็นที่ทราบกันโดยทั่วไปว่านักลงทุนส่วนใหญ่ละเลยหรือไม่ให้ความสนใจกับรายงานของผู้สอบบัญชีฯ (Al-Thuneibat, Khamees & Al-Fayoumi, 2008) รวมทั้งในบริบทของประเทศไทย ทั้งที่รายงานของผู้สอบบัญชีฯ นับเป็นแหล่งข้อมูลที่จะช่วยเพิ่มความสามารถในการตัดสินใจของนักลงทุน

นอกจากข้อมูลทางบัญชีและการเปิดเผยข้อมูลเพิ่มเติมตามรูปแบบที่หน่วยงานกำกับดูแลกำหนดซึ่งมีทั้งลักษณะบังคับและแบบสมัครใจ เพื่อให้ให้นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจแล้ว ตามแนวทางการวิเคราะห์หลักทรัพย์นั้น นักลงทุนอาจใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) ซึ่งอาศัยข้อมูลจังหวะเวลา จำนวน และราคาซื้อขายในอดีตมาเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ หรือการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) ที่นักลงทุนต้องการค้นหามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ของหลักทรัพย์ ผ่านการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ ภาวะการแข่งขันของอุตสาหกรรม ดังนั้น แนวทางการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานนักลงทุนจำเป็นต้องนำตัวแปรทางเศรษฐกิจมาใช้ในการกำหนดทิศทางการลงทุนของตนเองด้วย การพยากรณ์ภาวะเศรษฐกิจที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตจะช่วยให้การตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564) ซึ่งตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญที่มักนำมาใช้ในการวิเคราะห์ตลาดจนทำการวิจัย เช่น ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Nambuge, 2022; ขาติชาย ศรีภิรมย์ และจิรพงษ์ จันทรงาม, 2564) เงินเฟ้อ (Putra, Wiyuda & Halim, 2021; Shan, Saleem & Malik, 2020) อัตราดอกเบี้ย (ทิพวัลย์ ภาคทรัพย์ศรี และประสิทธิ์ มะหะหมัด, 2561; ธนวรรณ ตรีระสกุหลย และสุเมธ ธูดาราทระกุล, 2561) เป็นต้น โดยผลการวิจัยจะแตกต่างกันไปขึ้นอยู่กับช่วงเวลาทำการวิจัย ซึ่งแต่ละช่วงเวลามีสถานการณ์หรือภาวะเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน

จากรายละเอียดที่กล่าวมาข้างต้น รวมทั้งผลการวิจัยที่ผ่านมายังมีลักษณะผสม ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลทั้งที่เป็นตัวเงิน ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน ตลอดจนตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค โดยจะศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีการระดมทุนจากประชาชนในวงกว้าง จึงต้องจัดทำงบการเงินและเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องตามข้อกำหนดของหน่วยงานกำกับดูแลอย่างเคร่งครัด รวมทั้งมักเปิดเผยข้อมูลหรือจัดทำรายงานอื่นเพิ่มเติมเพื่อเป็นการให้ข้อมูลแก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย อันจะนำมาซึ่งภาพลักษณ์และความน่าสนใจลงทุนในอนาคต งานวิจัยนี้จะประยุกต์ตัวแบบที่นิยมและใช้กันอย่างแพร่หลายในหัวข้อความเกี่ยวข้องกับการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์คือ ตัวแบบ Ohlson (1995) ซึ่งจะมีความแตกต่างจากงานวิจัยอื่นที่เคยดำเนินการในบริบทของประเทศไทย เช่น งานวิจัยของกิตติมา อัครนุพงศ์ (2560, 2565), อนุวัฒน์ ภักดี และศิลปพร ศรีจันทเพชร (2563) ที่ประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) เช่นกัน ที่ศึกษาความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีเท่านั้น หรืองานวิจัยของนิตินันท์ พราหมณ์ตัน และคณะ (2562) และขวัญฤทัย เต็มสวัสดิ์ และคณะ (2564) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของรายงานเชิงบูรณาการกับมูลค่าของบริษัทที่วัดด้วย Tobin's Q เป็นต้น

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

งานวิจัยนี้กำหนดวัตถุประสงค์ไว้ดังนี้

- 1.2.1 เพื่อศึกษาอิทธิพลของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมที่มีต่อมูลค่าหลักทรัพย์
- 1.2.2 เพื่อศึกษาอิทธิพลรวมของข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน (ไม่รวมตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค) กับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมที่มีต่อมูลค่าหลักทรัพย์
- 1.2.3 เพื่อศึกษาอิทธิพลของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีต่อมูลค่าหลักทรัพย์
- 1.2.4 เพื่อศึกษาอิทธิพลของปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีต่อมูลค่าหลักทรัพย์

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

1.3.1 ขอบเขตด้านประชากร งานวิจัยนี้ศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เนื่องจากลักษณะการดำเนินงานมีความแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น

1.3.2 ขอบเขตด้านเวลา งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลสำหรับระยะเวลา 6 ปีคือ ระหว่างปี พ.ศ. 2560-2565 ซึ่งครอบคลุมระยะเวลาทั้งก่อนและระหว่างการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัส โควิดสายพันธุ์ใหม่ 2019 (COVID-19) โดยในวันที่ 11 มีนาคม พ.ศ. 2563 องค์การอนามัยโลกประกาศให้ COVID-19 เป็นโรคที่มีการระบาดใหญ่ทั่วโลก (กระทรวงสาธารณสุข, เมษายน 2565) หลังจากนั้นนายกรัฐมนตรีประกาศใช้พระราชกำหนดการบริหารราชการในสถานการณ์ฉุกเฉิน พ.ศ. 2548 เพื่อควบคุมสถานการณ์การแพร่ระบาด โดยมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 26 มีนาคม พ.ศ. 2563 (ราชกิจจานุเบกษา, 24 มีนาคม พ.ศ. 2563) และยกเลิกประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินทั่วราชอาณาจักร มีผลตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม พ.ศ. 2565 (ราชกิจจานุเบกษา, 29 กันยายน พ.ศ. 2565)

1.4 สมมติฐานของการวิจัย

งานวิจัยนี้กำหนดสมมติฐานการวิจัยไว้ดังนี้

H_a : ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกหรือมีอิทธิพลเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ มีสมมติฐานย่อยประกอบด้วย

H_{1a} : กำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{2a} : มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{3a} : กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_b : ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกหรือมีอิทธิพลร่วมเชิงบวกกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ แยกสมมติฐานการวิจัยตามชนิดของข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินดังนี้

H_{1b} : ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ มีสมมติฐานย่อยประกอบด้วย

$H_{1b(1)}$: ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกำไรต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

$H_{1b(2)}$: ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{1b(3)}: ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{2b}: รางวัลด้านความยั่งยืนช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ มีสมมติฐานย่อยประกอบด้วย

H_{2b(1)}: รางวัลด้านความยั่งยืนช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกำไรต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{2b(2)}: รางวัลด้านความยั่งยืนช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{2b(3)}: รางวัลด้านความยั่งยืนช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{3b}: รายงานเชิงบูรณาการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ มีสมมติฐานย่อยประกอบด้วย

H_{3b(1)}: รายงานเชิงบูรณาการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกำไรต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{3b(2)}: รายงานเชิงบูรณาการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{3b(3)}: รายงานเชิงบูรณาการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{4b}: ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ มีสมมติฐานย่อยประกอบด้วย

H_{4b(1)}: ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกำไรต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{4b(2)}: ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{4b(3)}: ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{5b}: ความเห็นของผู้สอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ มีสมมติฐานย่อยประกอบด้วย

H_{5b(1)}: ความเห็นของผู้สอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกำไรต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{5b(2)}: ความเห็นของผู้สอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{5b(3)}: ความเห็นของผู้สอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_c: สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_d: ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ มีสมมติฐานย่อยดังนี้

H_{1d}: ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

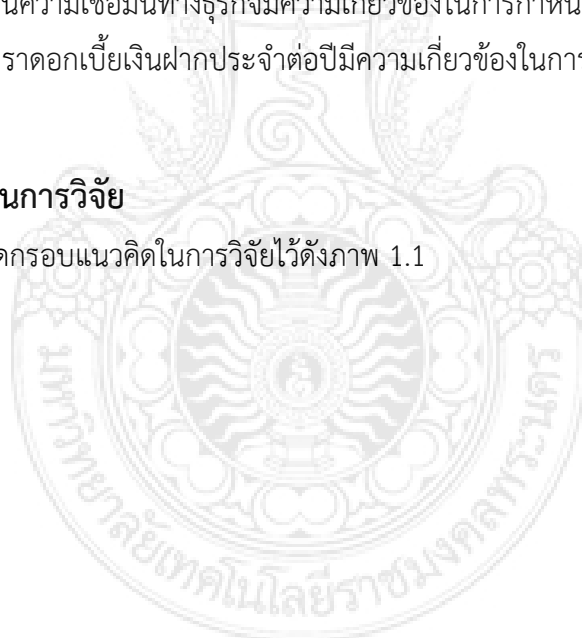
H_{2d}: ดัชนีราคาผู้บริโภคมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{3d}: ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{4d}: อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำต่อปีมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

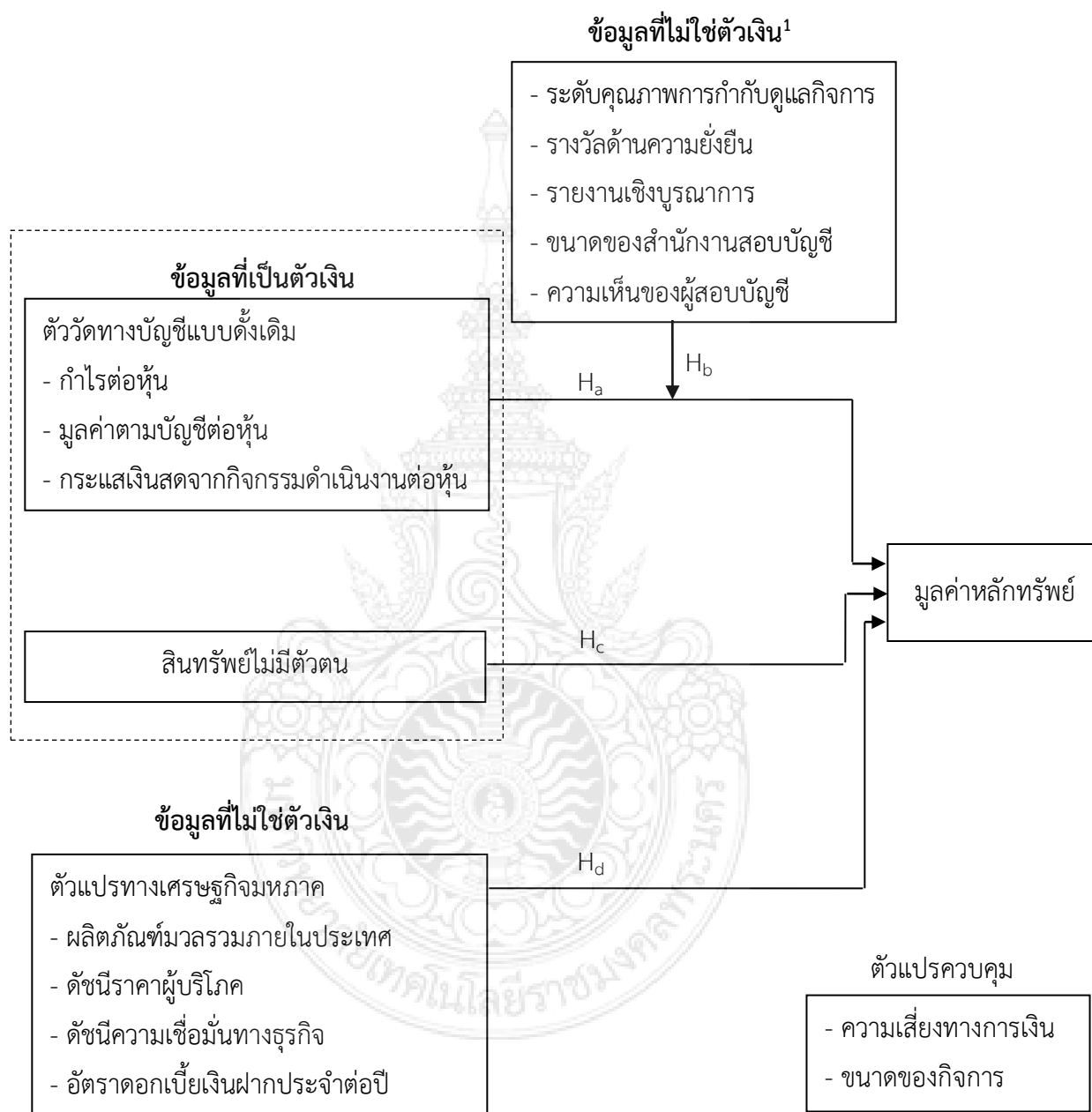
1.5 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ผู้วิจัยกำหนดกรอบแนวคิดในการวิจัยไว้ดังภาพ 1.1



ตัวแปรอิสระ

ตัวแปรตาม



ภาพ 1.1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

¹ข้อมูลที่ไม่ใช้ตัวเงิน (ยกเว้นตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค) ในงานวิจัยนี้กำหนดเป็นตัวแปรหุ่น สำหรับที่มาของตัวแปรในกลุ่มนี้จะได้อธิบายในข้อ 1.7 ส่วนรายละเอียดจะอธิบายในบทที่ 3

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

งานวิจัยนี้มีประโยชน์ต่อบุคคลและหน่วยงานดังต่อไปนี้

1.6.1 นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลที่เป็นตัวเงิน ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน และตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน

1.6.2 หน่วยงานกำกับดูแลสามารถกำหนดนโยบายเพื่อส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินเพิ่มเติม อันจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียอื่น

1.6.3 นักวิชาการและผู้สนใจอื่นสามารถนำผลการวิจัยไปขยายขอบเขต เพื่อเติมเต็มงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอนาคต

1.7 นิยามศัพท์เฉพาะ

1.7.1 ข้อมูลที่เป็นตัวเงิน (Financial Information) หมายถึง ข้อมูลที่ปรากฏหรือนำเสนออยู่ในงบการเงิน ไม่ว่าจะอยู่ในฐานะการเงิน (เดิมชื่อ งบดุลหรืองบแสดงฐานะการเงิน) งบกำไรขาดทุนหรือ งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้น (เดิมชื่อ งบแสดงการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้น) งบกระแสเงินสด หรือหมายเหตุประกอบงบการเงิน ประกอบด้วย

(1) กำไรต่อหุ้น (Earnings per Share: EPS) หมายถึง กำไรสำหรับปีหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น

(2) มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value per Share: BVS) หมายถึง ยอดรวมส่วนของผู้ถือหุ้นหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น

(3) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น (Cash Flow from Operating Activity per Share: CFOS) หมายถึง กระแสเงินสดได้มา (ใช้ไป) สุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น

(4) สินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้น (Intangible Assets per Share: IAS) หมายถึง ยอดรวมของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น

(5) ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Leverage: Lev) หมายถึง ความเสี่ยงของบริษัทที่จัดหาเงินทุนด้วยการก่อหนี้ ซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt-to-Equity Ratio)

(6) ขนาดของกิจการ (Size) หมายถึง ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวม

1.7.2 ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน (Non-financial Information) หมายถึง ข้อมูลที่ไม่ได้ปรากฏหรือนำเสนออยู่ในงบการเงิน ประกอบด้วย

(1) ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (CG) หมายถึง ผลการประเมินคุณภาพการกำกับดูแลกิจการซึ่งดำเนินการโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) โดยบริษัทที่ได้รับผลการประเมินระดับดีขึ้นไป (ดี ดีมาก และดีเลิศ) จะได้รับการประกาศรายชื่อบริษัทในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนซึ่ง IOD จัดทำขึ้นเป็นประจำทุกปี

(2) รางวัลด้านความยั่งยืน (SR) หมายถึง รางวัลที่ตลาดหลักทรัพย์มอบให้บริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนโดดเด่น โดยมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี คำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอย่างรอบด้าน มีการเติบโตทางเศรษฐกิจควบคู่ไปกับการมีส่วนร่วมสร้างผลกระทบเชิงบวกต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม เพื่อให้เป็นแบบอย่างที่ดีให้แก่บริษัทจดทะเบียนและองค์กรอื่นๆ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566)

(3) รายงานเชิงบูรณาการ (IR) หมายถึง รายงานที่ให้ข้อมูลเพื่อการสื่อสารอย่างกระชับเกี่ยวกับกลยุทธ์ การกำกับดูแลกิจการ ผลการปฏิบัติงานและอนาคตที่คาดหวังขององค์กร ภายใต้บริบทของสภาพแวดล้อมภายนอก ที่นำไปสู่การสร้างคุณค่า (Value Creation) ทั้งในระยะสั้น ระยะปานกลาง และระยะยาว (ธัญญรัตน์ วศวรรณวัฒน์, 2563) โดยใช้วิธีสืบค้นจากเว็บไซต์ของแต่ละบริษัทจดทะเบียน

(4) ประเภทหรือขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (Aud_Firm) หมายถึง หน่วยงานที่ให้บริการทางวิชาชีพสอบบัญชี ซึ่งอาจเป็นสำนักงานบัญชีขนาดใหญ่ ที่ดำเนินงานระหว่างประเทศ หรือเรียกว่า Big 4 ประกอบด้วย PricewaterhouseCoopers (PwC), EY (เดิมคือ Ernst & Young) Deloitte Touche Tohmatsu (Deloitte) และ KPMG หรือไม่ใช่ Big 4 ซึ่งจะสังเกตได้จากตอนท้ายของรายงานผู้สอบบัญชีรับอนุญาตที่เผยแพร่พร้อมกันกับงบการเงินของบริษัทจดทะเบียน

(5) ความเห็นของผู้สอบบัญชี (Aud_Opin) หมายถึง ข้อเสนอของผู้สอบบัญชีจากหลักฐานการสอบบัญชี ที่นำไปสู่การแสดงความเห็นไว้ในรายงานของผู้สอบบัญชี ซึ่งแบ่งเป็น 4 ประเภทคือ ความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไข ความเห็นอย่างมีเงื่อนไข ความเห็นว่างบการเงินไม่ถูกต้อง และการไม่แสดงความเห็นหรืองดแสดงความเห็น (นิพนธ์ เห็นโชคชัยชนะ และศิลปพร ศรีจันทเพชร, 2559)

(6) ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) หมายถึง มูลค่าตลาดของสินค้าและบริการขั้นสุดท้ายที่ถูกผลิตภายในประเทศในช่วงเวลาหนึ่งๆ

(7) ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) หมายถึง ตัวชี้วัดการเปลี่ยนแปลงราคาสินค้าและบริการโดยเฉลี่ยที่ผู้บริโภคจ่ายไปสำหรับกลุ่มสินค้าและบริการที่กำหนด (กระทรวงพาณิชย์, 2566)

(8) ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) หมายถึง ดัชนีสะท้อนภาวะเศรษฐกิจโดยสำรวจจากผู้ประกอบการทั่วประเทศ โดยธนาคารแห่งประเทศไทยคำนวณจาก 6 องค์ประกอบคือ การผลิต คำสั่งซื้อ การลงทุน ต้นทุนการผลิต ผลประกอบการ และการจ้างงาน โดยให้น้ำหนักเท่ากันทุกองค์ประกอบ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2566)

(9) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำต่อปี (INT) หมายถึง อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ 6 แห่ง (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2566)



บทที่ 2

แนวคิดทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในบทนี้จะกล่าวถึงแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องซึ่งแสดงถึงการได้มาซึ่งกรอบแนวคิดในการวิจัย ประกอบด้วย

- 2.1 แนวคิดที่เกี่ยวข้อง
 - 2.2 ตลาดทุนในประเทศไทย
 - 2.3 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง
 - 2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
 - 2.5 การสังเคราะห์งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- รายละเอียดอธิบายได้ดังนี้

2.1 แนวคิดที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 งบการเงินและตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม

งบการเงินเป็นผลลัพธ์ที่เกิดจากการปฏิบัติงานด้านการบัญชี ซึ่งเป็นการรวบรวมกิจกรรมทางเศรษฐกิจของกิจการสำหรับระยะเวลาหนึ่ง เรียกว่า “งวดบัญชีหรือรอบระยะเวลาบัญชี” (Accounting Period) งบการเงินจึงถือเป็นข้อมูลที่เป็นตัวเงินที่สำคัญสำหรับนักลงทุนในการวิเคราะห์เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน

(1) งบการเงิน (Financial Statements) หมายถึง รายงานทางการเงินที่กิจการจัดทำขึ้นเมื่อครบรอบระยะเวลาบัญชี ซึ่งเป็นรายงานที่แสดงองค์ประกอบต่างๆ คือ สินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของเจ้าของ รายได้ และค่าใช้จ่าย เพื่อให้ทราบฐานะทางการเงิน ผลการดำเนินงาน และการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงินของกิจการ โดยที่งบการเงินถือเป็นผลผลิตที่ได้จากการกระบวนการจัดทำบัญชีหรือวงจรบัญชี

(2) ส่วนประกอบของงบการเงิน ตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 1 เรื่อง การนำเสนองบการเงิน (สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์, 2562) มีดังนี้

(2.1) งบแสดงฐานะการเงิน (เดิมเรียกว่า งบดุล ปัจจุบันเปลี่ยนชื่อเป็นงบฐานะการเงิน) หมายถึง งบการเงินที่แสดงฐานะการเงินของกิจการ ณ วันใดวันหนึ่ง โดยแสดงส่วนประกอบ 3 ส่วนคือ สินทรัพย์ หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น

(2.2) งบกำไรขาดทุนหรืองบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ หมายถึง งบการเงินที่แสดงผลการดำเนินงานของกิจการสำหรับรอบระยะเวลาหนึ่ง ซึ่งเป็นการเปรียบเทียบรายได้และค่าใช้จ่าย เพื่อให้ทราบว่าการกิจการมีกำไรหรือขาดทุน

(2.3) งบแสดงการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้น (ปัจจุบันเปลี่ยนชื่อเป็น งบการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้น) หมายถึง งบที่แสดงการเคลื่อนไหวของรายการทั้งหมดในส่วนของผู้ถือหุ้น ว่ามีการเปลี่ยนแปลงเช่นไรตั้งแต่ต้นงวดจนถึงสิ้นงวดบัญชี

(2.4) งบกระแสเงินสด หมายถึง งบการเงินที่แสดงการได้มาและการใช้ไปของเงินสด และรายการเทียบเท่าเงินสดที่เกิดขึ้นในระหว่างงวดบัญชี โดยแสดงแยกเป็น 3 กิจกรรม คือ กิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน

(2.5) หมายเหตุประกอบงบการเงิน หมายถึง ข้อมูลที่แสดงเพิ่มเติมจากข้อมูลที่แสดงใน งบแสดงฐานะการเงิน กำไรขาดทุนหรืองบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบแสดงการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้น และ งบกระแสเงินสด หมายเหตุประกอบงบการเงินเป็นการอธิบายหรือแยกแยะของรายการที่นำเสนอในงบการเงิน และข้อมูลเกี่ยวกับรายการที่มีคุณสมบัติไม่เพียงพอที่จะรับรู้ในงบการเงินที่นำเสนอ

กิจการทั่วไปจะจัดทำงบการเงินเป็นรายปี แต่สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะต้องจัดทำงบการเงินรายไตรมาสที่ผ่านการสอบทานโดยผู้สอบบัญชี และงบการเงินประจำปีผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชี นอกจากนี้ บริษัทจดทะเบียนที่มีการลงทุนในบริษัทย่อย ยังต้องจัดทำงบการเงินรวม (Consolidated Financial Statements) ควบคู่กับงบการเงินเฉพาะบริษัท (Separate Financial Statements) ด้วย (สำนักงาน ก.ล.ต., 2562)

(3) ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม (Traditional Accounting Measures) ในงานวิจัยนี้ใช้ตัวแทนข้อมูลทางบัญชีจาก 3 งบการเงินที่สำคัญคือ งบกำไรขาดทุน งบฐานะการเงิน และงบกระแสเงินสด โดยที่กำไรต่อหุ้น (Earnings per Share: EPS) เป็นตัวแทนข้อมูลทางบัญชีจากงบกำไรขาดทุนที่แสดงผลการดำเนินงานทางบัญชีต่อ 1 หุ้นสามัญ มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นหรือเรียกโดยย่อว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value per Share: BVS) เป็นตัวแทนข้อมูลทางบัญชีจากงบฐานะการเงินที่แสดงถึงสินทรัพย์สุทธิ (Net Assets) ต่อ 1 หุ้นสามัญที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับหากมีบริษัทเลิกดำเนิน

กิจการ โดยบริษัทจะนำบรรดาสินทรัพย์ออกขายแล้วนำเงินไปชำระหนี้สินก่อน ส่วนที่เหลือหรือที่เรียกว่าสินทรัพย์สุทธิจะชำระคืนให้แก่ผู้ถือหุ้น และกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น (Net Cash Flow from Operating Activity per Share: CFOS) เป็นตัวแทนข้อมูลทางบัญชีจากงบกระแสเงินสดที่แสดงผลการดำเนินงานในรูปเงินสดที่บริษัทสร้างได้จากธุรกรรมหลักหรือภารกิจหลักของบริษัทต่อ 1 หุ้นสามัญ โดยตัวแทนข้อมูลทางบัญชีทั้ง 3 ตัวข้างต้น ในที่นี้เรียกรวมกันว่า ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม

2.1.2 ตลาดที่มีประสิทธิภาพ

ขงการ ฎมรมาศ (2564) อธิบายความหมาย องค์ประกอบ ประเภทของตลาดที่มีประสิทธิภาพ ความมีประสิทธิภาพกับผลตอบแทน และผลกระทบของตลาดที่มีประสิทธิภาพไว้ดังนี้

(1) ความหมายของตลาดที่มีประสิทธิภาพ

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายสามารถปรับตัวสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ได้อย่างรวดเร็ว ดังนั้นในตลาดที่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนจะไม่สามารถทำกำไรเกินกว่าปกติจากข้อมูลข่าวสารที่ตนมีได้ เพราะราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวทันทีที่ตลาดได้รับข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของหลักทรัพย์ เช่น สมมติให้บริษัทโชคดี จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หากบริษัทโชคดีมีผลประกอบการในปีที่ผ่านมาปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก ทำให้มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญของบริษัทปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 50 บาทเป็น 55 บาท หากปัจจุบันหุ้นสามัญของบริษัทมีการซื้อขายที่ราคาตลาดเท่ากับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญก่อนที่จะได้รับข้อมูลผลประกอบการปีที่แล้ว นักลงทุนจะไม่สามารถทำกำไรเกินปกติจากข้อมูลผลประกอบการที่ได้รับ เพราะเมื่อนักลงทุนรายอื่นในตลาดได้รับข้อมูลผลประกอบการของบริษัทและทราบว่าราคาซื้อขายหุ้นสามัญของบริษัทในปัจจุบันต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงก็จะทำการซื้อหุ้นสามัญของบริษัท ขณะเดียวกันนักลงทุนที่ถือหุ้นสามัญของบริษัทอยู่แล้วย่อมไม่ยินดีที่จะขายหุ้นสามัญของตนในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ดังนั้น ราคาหุ้นสามัญของบริษัทจึงปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็วจนกระทั่งเท่ากับมูลค่าที่แท้จริงคือการเท่ากับ 55 บาท

(2) องค์ประกอบของตลาดที่มีประสิทธิภาพ

องค์ประกอบที่สำคัญของตลาดที่มีประสิทธิภาพ คือ นักลงทุนในตลาดต้องเป็นนักลงทุนที่มีเหตุผล (Rational Investor) นักลงทุนที่มีเหตุผล หมายถึง นักลงทุนที่ใช้ข้อมูลข่าวสาร

ทั้งหมดเท่าที่สามารถหาได้ (All Available Public Information) เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและมูลค่าการซื้อขายของหลักทรัพย์ในอดีต ผลประกอบการของบริษัท แนวโน้มภาวะเศรษฐกิจของประเทศมาใช้ในการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ หากมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์มีค่าสูงกว่าราคาซื้อขายของหลักทรัพย์ในปัจจุบันแล้ว นักลงทุนที่มีเหตุผลจะตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าว ในตลาดที่มีประสิทธิภาพจะมีนักลงทุนที่มีเหตุผลเป็นจำนวนมาก อุปสงค์ของนักลงทุนที่มีเหตุผลเหล่านี้จะส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นจนเท่ากับมูลค่าที่แท้จริงอย่างรวดเร็ว ในทางกลับกันหากนักลงทุนวิเคราะห์ข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์แล้วพบว่า มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ต่ำกว่าราคาซื้อขายของหลักทรัพย์ในปัจจุบัน นักลงทุนที่มีเหตุผลจะขายหลักทรัพย์ดังกล่าวทันทีและจะขายหลักทรัพย์จนกว่าราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวเท่ากับมูลค่าที่แท้จริง สมมติหุ้นสามัญของบริษัทที่มีมูลค่าที่แท้จริงเท่ากับ 15 บาทต่อหุ้น หากในปัจจุบันหุ้นสามัญของบริษัทมีราคาซื้อขายเท่ากับ 20 บาท นักลงทุนที่มีเหตุผลจะขายหุ้นสามัญของบริษัททันทีเพราะหุ้นสามัญของบริษัทมีราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง การขายหุ้นสามัญของนักลงทุนจะทำให้ราคาหุ้นสามัญของบริษัทปรับตัวลดลงและนักลงทุนจะขายหุ้นสามัญของบริษัทต่อไปจนกว่าราคาจะปรับตัวลดลงเท่ากับมูลค่าที่แท้จริงคือ 15 บาท

นอกจากนักลงทุนในตลาดที่มีประสิทธิภาพจะต้องเป็นนักลงทุนที่มีเหตุผลแล้ว ตลาดที่มีประสิทธิภาพยังมีองค์ประกอบอื่นๆ ได้แก่

(2.1) นักลงทุนต้องสามารถเข้าถึงข้อมูลข่าวสารได้อย่างรวดเร็วและถูกต้อง ข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์จะต้องถูกเปิดเผยต่อสาธารณะด้วยความรวดเร็ว โปร่งใส และไม่มีการกีดกันนักลงทุนในการเข้าถึงข้อมูล ในปัจจุบันนักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ได้อย่างรวดเร็ว เนื่องจากความก้าวหน้าของเทคโนโลยีการสื่อสารไม่ว่าจะเป็นหนังสือพิมพ์ วิทยุ โทรทัศน์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งอินเทอร์เน็ต ข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์อาจอยู่ในรูปแบบของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทโดยตรง เช่น ผลประกอบการ การประกาศจ่ายเงินปันผล การประกาศควบรวมกิจการ แนวโน้มอุตสาหกรรม หรือบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ของนักวิเคราะห์ (Security Analyst) จากบริษัทหลักทรัพย์ก็ได้

(2.2) นักลงทุนเป็นนักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยง (Risk Averse Investor) นักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยงจะต้องการผลตอบแทนที่สูงเพื่อชดเชยความเสี่ยงสำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าว

(2.3) นักลงทุนเป็นผู้ยอมรับราคา (Price Taker) นักลงทุนแต่ละรายไม่มีขนาดใหญ่เพียงพอที่จะเป็นผู้นำราคา (Price Leader) หรือการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละรายไม่มีมูลค่าเพียงพอที่จะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญได้

แนวคิดเกี่ยวกับตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นมีความสำคัญอย่างยิ่งกับผู้ที่เกี่ยวข้องกับตลาดการเงินไม่ว่าจะเป็นนักลงทุน นายหน้าค้าหลักทรัพย์ ผู้บริหารกองทุน ตลอดจนนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ เพราะหากตลาดการเงินเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพจริงนั้นนักลงทุนที่มีเหตุผลย่อมจะไม่สามารถการณ์ว่าตนจะสามารถทำรายได้เกินจากปกติได้ ข้อมูลที่นักลงทุนใช้ในการวิเคราะห์มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์นั้นไม่ได้แตกต่างจากข้อมูลที่นักลงทุนรายอื่นมี ดังนั้น หากนักลงทุนพบว่ามูลค่าหลักทรัพย์ที่แท้จริงสูงกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์ นักลงทุนรายอื่นย่อมมีความเห็นในลักษณะเดียวกันและทำการซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าว ทำให้ราคาปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ดังนั้น นักลงทุนจึงไม่สามารถการณ์ว่าตนจะสามารถทำกำไรเกินปกติได้ บทวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ก็จะมีประโยชน์อีกต่อไป เพราะทันทีที่นักวิเคราะห์ได้เผยแพร่ความคิดเห็นของตนเกี่ยวกับหลักทรัพย์ออกไปแล้ว ราคาของหลักทรัพย์ก็จะปรับตัวตอบสนองข้อมูลดังกล่าวอย่างรวดเร็วจนนักลงทุนไม่สามารถทำกำไรเกินปกติจากข้อมูลดังกล่าวได้

(3) ประเภทของตลาดที่มีประสิทธิภาพ

ในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของหลักทรัพย์อย่างรวดเร็ว นักวิชาการให้คำจำกัดความเกี่ยวกับแนวคิดการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ที่สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องดังกล่าวว่า สมมติฐานเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis : EMH) Fama (1970) ได้แบ่งประเภทสมมติฐานเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาดออกเป็น 3 ระดับตามข้อมูลข่าวสารที่นักลงทุนใช้ในการวิเคราะห์มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ซึ่งอธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

(3.1) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak Form) หมายถึง ตลาดที่นักลงทุนใช้เพียงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับราคาและมูลค่าการซื้อขายของหลักทรัพย์ในอดีต (Market Data) ในการวิเคราะห์มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับราคาและมูลค่าการซื้อขายของหลักทรัพย์ในอดีต เช่น ราคาในช่วง 30 วันย้อนหลัง ปริมาณการซื้อขายรายวัน 30 วันย้อนหลัง เป็นต้น ราคาของหลักทรัพย์จะมีการปรับตัวสะท้อนถึงข้อมูลราคาและมูลค่าการซื้อขายในอดีตของหลักทรัพย์ทำให้นักลงทุนไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้โดยใช้เพียงข้อมูลดังกล่าว

หากตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ การวิเคราะห์หลักทรัพย์ทางเทคนิค (Technical Analysis) ซึ่งใช้ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและมูลค่าการซื้อขายของหลักทรัพย์ในอดีตเป็นหลักในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์นั้นจะไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้ เพราะข้อมูลที่ใช้เป็นหลักสำหรับการวิเคราะห์ทางเทคนิคนั้นได้ถูกใช้โดยนักลงทุนที่มีเหตุผลในตลาดอยู่แล้ว ดังนั้น ราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารดังกล่าวเรียบร้อยแล้ว สมมติฐานที่สำคัญของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำคือ ข้อมูลในอดีตที่เกี่ยวข้องกับราคาและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ไม่สามารถใช้คาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้

(3.2) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (Semi-strong Form) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลางนั้น หมายถึง ตลาดที่นักลงทุนใช้ข้อมูลสาธารณะทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ (All Available Public Information) ในการวิเคราะห์มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ข้อมูลสาธารณะทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ รวมถึงข้อมูลราคาหลักทรัพย์และมูลค่าการซื้อขายในอดีต (Market Data) และข้อมูลอื่นที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ซึ่งเปิดเผยต่อนักลงทุนทั่วไป เช่น ผลประกอบการ การจ่ายเงินปันผล การควบรวมกิจการและแนวโน้มของอุตสาหกรรม เป็นต้น จะเห็นได้ว่าหากตลาดมีประสิทธิภาพในระดับปานกลางแล้ว ตลาดจะมีประสิทธิภาพในระดับต่ำด้วย แต่ในทางกลับกันหากตลาดมีประสิทธิภาพในระดับต่ำนั้นไม่จำเป็นที่ตลาดจะต้องมีประสิทธิภาพในระดับปานกลางแต่อย่างใด

หากตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง นักลงทุนจะไม่สามารถทำกำไรเกินปกติโดยใช้เพียงข้อมูลสาธารณะได้ นอกจากนี้นักลงทุนที่ทราบข่าววงใน (Inside Information) ที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของหลักทรัพย์ก่อนที่นักลงทุนรายอื่นเท่านั้นจึงจะสามารถซื้อหุ้นได้ก่อนที่ราคาจะปรับตัวสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารดังกล่าว สมมติฐานที่สำคัญของตลาดที่มีประสิทธิภาพคือการที่ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวตอบสนองต่อข้อมูลสาธารณะที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์อย่างรวดเร็วจนนักลงทุนไม่อาจทำกำไรเกินปกติจากการใช้เพียงข้อมูลสาธารณะได้

(3.3) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong Form) หมายถึง ตลาดที่นักลงทุนใช้ข้อมูลทั้งหมดทั้งข้อมูลราคาและมูลค่าการซื้อขายของหลักทรัพย์ในอดีต ข้อมูลสาธารณะและข้อมูลส่วนบุคคลที่ไม่เปิดเผยต่อสาธารณะ (Private Information) ในการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ข้อมูลส่วนบุคคลที่ไม่เปิดเผยต่อสาธารณะ เช่น ข้อมูลผลประกอบการซึ่งทราบเฉพาะผู้บริหารของบริษัท ข้อมูลการได้รับสัมปทานใหม่ซึ่งยังไม่เปิดเผย เป็นต้น ผู้ที่ทราบข้อมูลส่วนบุคคลที่

ไม่เปิดเผยต่อสาธารณะเหล่านี้ ได้แก่ กลุ่มผู้ที่มีข้อมูลข่าวสารภายในของบริษัท (Corporate Insider) เช่น พนักงาน ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท เป็นต้น

ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับสูงนี้อยู่ระดับสูงที่สุดของตลาดที่มีประสิทธิภาพ หากตลาดมีประสิทธิภาพระดับสูงแล้ว ตลาดจะมีประสิทธิภาพในระดับปานกลางและระดับต่ำด้วย ในทำนองเดียวกันหากตลาดมีประสิทธิภาพระดับปานกลางตลาดก็จะมีประสิทธิภาพในระดับต่ำด้วย ในขณะที่ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำนั้นไม่จำเป็นที่จะต้องมีประสิทธิภาพในระดับปานกลางและระดับสูง

(4) ความมีประสิทธิภาพของตลาดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

สมมติฐานเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาด (EMH) นั้นเกี่ยวข้องอย่างมากกับการใช้ข้อมูลระดับต่างๆ ในการแสวงหากำไรเกินปกติของนักลงทุน หากตลาดเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารอย่างรวดเร็ว ทำให้นักลงทุนไม่อาจใช้ประโยชน์จากข้อมูลข่าวสารดังกล่าวในการทำกำไรเกินปกติได้

กำไรเกินปกติ (Abnormal Returns) หมายถึง กำไรจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่สูงกว่ากำไรที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าว เช่น หากผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์จากแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) เท่ากับ 5% ต่อปี แต่ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าวเท่ากับ 8% ต่อปี กำไรเกินปกติจะเท่ากับ 3% (8%-5%) ต่อปี ดังนั้น การที่นักลงทุนไม่สามารถทำกำไรเกินปกติจากการใช้ข้อมูลข่าวสารในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้น ไม่ได้หมายความว่านักลงทุนจะไม่ได้ผลตอบแทนจากการลงทุน แต่หมายถึงนักลงทุนจะได้รับเพียงกำไรตามปกติซึ่งขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของหลักทรัพย์ดังกล่าว

แนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพไม่ได้หมายความว่าไม่มีนักลงทุนรายใดเลยที่จะสามารถทำกำไรเกินปกติได้ เช่น หากข่าวเกี่ยวกับผลประกอบการที่ดีเกินปกติของบริษัทได้ถูกเผยแพร่ออกไป นักลงทุนที่มีเหตุผลจะเข้าซื้อหุ้นสามัญของบริษัทดังกล่าว จึงส่งผลให้ราคาหุ้นปรับเพิ่มขึ้น ในช่วงที่ราคาหุ้นกำลังปรับเพิ่มขึ้นนั้นอาจมีนักลงทุนบางรายสามารถซื้อหุ้นได้ในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ทำให้ได้กำไรเกินปกติ แต่กำไรที่เกินปกติเหล่านี้ไม่ได้เกิดจากความสามารถของนักลงทุนที่สามารถคาดการณ์ได้เพียงแต่เป็นจังหวะและโชคของนักลงทุนบางรายที่สามารถซื้อหุ้นได้ก่อนนักลงทุนรายอื่นในระยะเวลาสั้นๆ เท่านั้น

(5) ผลกระทบของตลาดที่มีประสิทธิภาพ

หากตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพจริงย่อมมีผลกระทบอย่างมากกับผู้ที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ตลอดจนกองทุนรวมต่างๆ

เพราะในตลาดที่มีประสิทธิภาพ ราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารต่างๆ อย่างรวดเร็ว ทำให้ไม่สามารถใช้ประโยชน์จากข้อมูลข่าวสารต่างๆ ในการทำกำไรเกินปกติได้

การวิเคราะห์มูลค่าหลักทรัพย์ทางเทคนิค (Technical Analysis) นั้นจะไม่มี ความหมายเลยในตลาดที่มีประสิทธิภาพ เพราะการวิเคราะห์มูลค่าหลักทรัพย์ทางเทคนิคจะใช้เพียง ข้อมูลการซื้อขายในอดีตของหลักทรัพย์ ซึ่งหากตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพแม้ในระดับต่ำราคาของ หลักทรัพย์จะสะท้อนข้อมูลดังกล่าวเรียบร้อยแล้ว ดังนั้น การวิเคราะห์ทางเทคนิค เช่น การวิเคราะห์ แนวรับ แนวต้านของราคาหลักทรัพย์นั้นจะไม่มีประโยชน์อันใดในตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ และ นักลงทุนไม่ควรที่จะเสียเวลาในการรวบรวมและวิเคราะห์ข้อมูลดังกล่าว

การวิเคราะห์มูลค่าหลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) จะไม่ สามารถทำกำไรเกินปกติได้ในตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง เพราะปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ เช่น ผลประกอบการของบริษัท เป็นข้อมูลสาธารณะที่นักลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ราคาของ หลักทรัพย์จะสะท้อนถึงปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้เรียบร้อยแล้ว

อย่างไรก็ดี การที่ตลาดมีประสิทธิภาพในระดับปานกลางไม่ได้หมายความว่านักลงทุน จะไม่สามารถใช้ประโยชน์จากข้อมูลข่าวสารสาธารณะได้ เช่น นักลงทุนอาจสามารถคาดการณ์ผลการ ดำเนินงานในอนาคตของกิจการโดยใช้ข้อมูลเกี่ยวกับผลประกอบการของบริษัท สภาพเศรษฐกิจและ อุตสาหกรรมในปัจจุบันหากนักลงทุนสามารถคาดการณ์ผลประกอบการในอนาคตได้แม่นยำกว่า นักลงทุนอื่น แสดงว่านักลงทุนสามารถทำกำไรได้เกินปกติแม้ตลาดจะมีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง เพราะการคาดการณ์ถึงผลประกอบการในอนาคตที่แม่นยำกว่านักลงทุนรายอื่นไม่ใช่ข้อมูลที่เปิดเผยต่อ สาธารณะ ในทางตรงกันข้ามหากนักลงทุนใช้เพียงการคาดการณ์ผลประกอบการในอนาคตที่ นักวิเคราะห์หลักทรัพย์เผยแพร่ต่อนักลงทุนทั่วไปนั้นย่อมไม่สามารถทำกำไรปกติได้เนื่องจากนักลงทุน รายอื่นก็มีข้อมูลแบบเดียวกัน

2.1.3 การกำกับดูแลกิจการ

(1) ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ

ความหมายเดิมที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดไว้ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 เป็น ดังนี้ “การกำกับดูแลกิจการ หมายถึง ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความ เจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสีย”

แต่สำหรับความหมายของการกำกับดูแลกิจการที่ปรากฏในหลักการกำกับดูแลกิจการสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2560 (Corporate Governance Code for Listed Companies 2017 หรือเรียกโดยย่อว่า CG Code) เป็นดังนี้

“การกำกับดูแลกิจการ หมายถึง ความสัมพันธ์ในเชิงการกำกับดูแล รวมทั้งกลไก มาตรการที่ใช้กำกับการตัดสินใจของคนในองค์กรให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ ซึ่งรวมถึง 1) การกำหนด วัตถุประสงค์และเป้าหมายหลัก 2) การกำหนดกลยุทธ์ นโยบาย และพิจารณาอนุมัติแผนงานและงบประมาณ และ 3) การติดตาม ประเมิน และดูแลการรายงานผลการดำเนินงาน”

(2) วัตถุประสงค์ของการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการที่เป็นไปเพื่อการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน นอกเหนือจากการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน ซึ่งคณะกรรมการควรกำกับดูแลกิจการให้นำไปสู่ผล (Governance Outcome) อย่างน้อย ดังต่อไปนี้

(2.1) สามารถแข่งขันได้และมีผลประกอบการที่ดีโดยคำนึงถึงผลกระทบในระยะยาว (Competitiveness and Performance with Long-term Perspective)

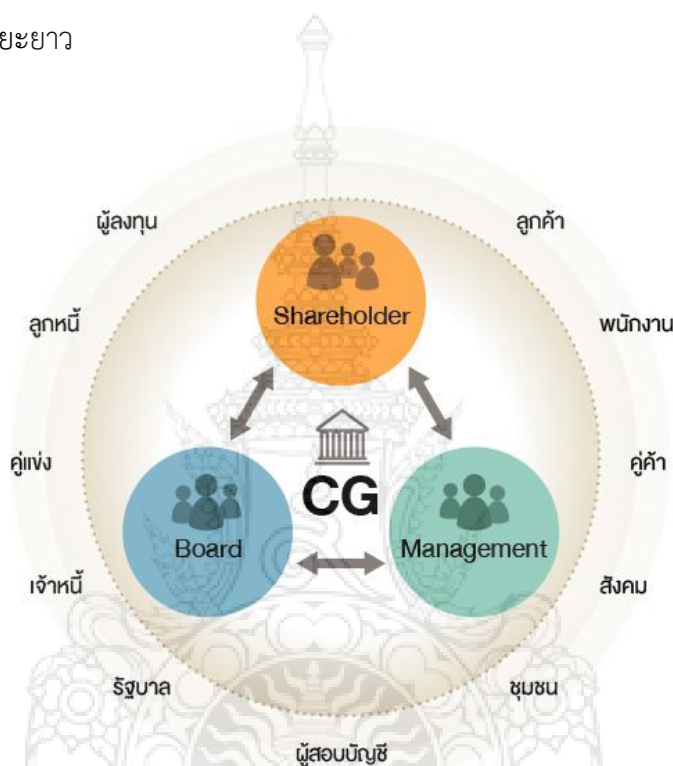
(2.2) ประกอบธุรกิจอย่างมีจริยธรรม เคารพสิทธิและมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย (Ethical and Responsible Business)

(2.3) เป็นประโยชน์ต่อสังคม และพัฒนาหรือลดผลกระทบด้านลบต่อสิ่งแวดล้อม (Good Corporate Citizenship)

(2.4) สามารถปรับตัวได้ภายใต้ปัจจัยการเปลี่ยนแปลง (Corporate Resilience)

บริษัทจดทะเบียน (Listed Companies) เป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศ ทั้งในแง่การสร้างรายได้ การจ้างงาน รวมถึงการมีส่วนร่วมดูแลสังคมและสิ่งแวดล้อม ดังนั้น คณะกรรมการบริษัท ฝ่ายจัดการและหน่วยงานภายในองค์กรจึงควรมีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมให้องค์กรมีบรรษัทภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อให้บริษัทสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับทั้งตนเองและสังคมได้อย่างยั่งยืน โดยต้องมีการวางโครงสร้างและระบบการกำกับดูแลกิจการอย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งด้านการกำกับดูแล การติดตาม และการประเมินผล เพื่อให้ทุกฝ่ายมีแนวปฏิบัติไปในทิศทางเดียวกัน ตามหลักพื้นฐานการกำกับดูแลกิจการที่ดี 5 ประการ คือ ความยุติธรรม (Fairness) ความโปร่งใส (Transparency) ความซื่อสัตย์ (Integrity) ความรับผิดชอบต่อหน้าที่ (Accountability) และภาระรับผิดชอบ (Responsibility)

นอกจากนี้ การดำเนินธุรกิจย่อมมีความเกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนได้เสียหลายกลุ่ม บริษัทจึงควรเข้าใจความต้องการและความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียแต่ละกลุ่มที่มีความแตกต่างกัน แล้วจัดให้มีระบบและกระบวนการส่งเสริมความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสีย เพื่อให้สามารถเข้าใจและตอบสนองความคาดหวังเหล่านั้นได้อย่างมีประสิทธิภาพซึ่งจะเป็นการสร้างความมั่งคั่งและมั่นคงทางการเงินให้แก่กิจการในระยะยาว



ภาพ 2.1 โครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างผู้มีส่วนได้เสียตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากภาพ 2.1 จะพบว่าผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจมีทั้งภายในและภายนอกองค์กร โดยกลุ่มหลักประกอบด้วย ผู้ถือหุ้น ซึ่งแต่งตั้งคณะกรรมการเข้ามาทำหน้าที่ควบคุมและกำกับการดำเนินงานของฝ่ายจัดการให้บรรลุเป้าหมายที่กำหนดไว้ รวมถึงคณะกรรมการยังต้องทำหน้าที่สานประโยชน์ระหว่างผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มต่างๆ ไม่ให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์และให้เกิดความสมดุล ดังนั้น นอกจากบริษัทควรเข้าใจความต้องการและความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียที่มีความแตกต่างกันแล้ว ยังต้องกำหนดบทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของแต่ละกลุ่มในระบบการกำกับดูแล

กิจการไว้อย่างชัดเจนและอย่างมีจริยธรรม รวมถึงสอดคล้องตามที่กฎหมายกำหนดและตามแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้วย

(3) พัฒนาการการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รณรงค์และส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยเสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีจำนวน 15 ข้อ ในปี พ.ศ.2545 ให้แก่บริษัทจดทะเบียนเพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติในขั้นเริ่มแรก

ต่อมาในปี พ.ศ. 2549 ได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยแบ่งออกเป็น 5 หมวด ได้แก่ 1) สิทธิของผู้ถือหุ้น 2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน 3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย 4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และ 5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ โดยเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ OECD และข้อเสนอแนะของธนาคารโลก

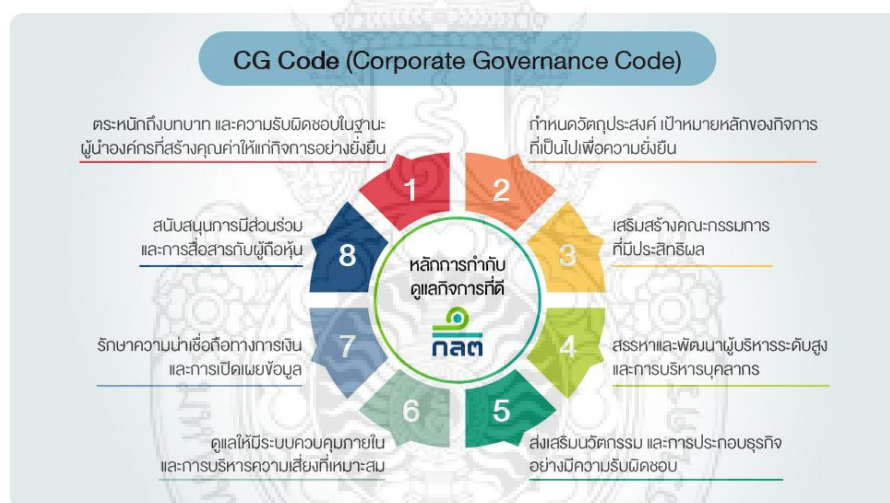
ต่อมาในปี พ.ศ. 2555 ได้ทำการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยเป็นการปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมในส่วนของแนวปฏิบัติที่ดีของทั้ง 5 หมวด ให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ ASEAN CG Scorecard ซึ่งเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ใช้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนสำหรับประเทศในกลุ่มอาเซียน

และในปี พ.ศ. 2560 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน (CG Code) ฉบับใหม่ เพื่อใช้แทนหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Principles) ที่ออกโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการ เพื่อมุ่งสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุนเพียงประการเดียว ยังไม่เพียงพอสำหรับการเป็นบริษัทจดทะเบียนที่ดี เนื่องจากทั้งภาคธุรกิจและผู้ลงทุนต่างต้องการผลประโยชน์ที่ดีของกิจการ กิจการสามารถปรับตัวให้เหมาะสมกับการเปลี่ยนแปลงของสภาพธุรกิจได้ และมีความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้คนรอบข้าง เพื่อให้บริษัทสามารถเติบโตอยู่รอดได้ในระยะยาวด้วย

การออก CG Code ฉบับดังกล่าว เพื่อเป็นหลักปฏิบัติให้คณะกรรมการบริษัท ซึ่งเป็นผู้นำหรือผู้รับผิดชอบสูงสุดขององค์กร นำไปปรับใช้ในการกำกับดูแลให้กิจการมีผลประโยชน์ที่ดีในระยะยาว น่าเชื่อถือสำหรับผู้ถือหุ้นและผู้คนรอบข้างเพื่อประโยชน์ในการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน ตรงตามความมุ่งหวังของทั้งภาคธุรกิจ ผู้ลงทุน ตลอดจนตลาดทุนและสังคมโดยรวม

(4) องค์ประกอบของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี พ.ศ. 2560 หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี พ.ศ. 2560 เพื่อเป็นหลักให้คณะกรรมการบริษัทนำไปใช้เป็นแนวทางในการกำกับดูแลกิจการ บนหลักการ Apply or Explain โดยบริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยผลของการนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีไปปรับใช้ตามบริบทของธุรกิจ (Apply) หรืออธิบายเหตุผลของการที่บริษัทไม่สามารถนำหลักการไปปรับใช้หรืออธิบายการมีมาตรการอื่นที่บริษัทนำมาใช้ทดแทน (Explain) ในรายงานประจำปีและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ที่ต้องจัดส่งในปี พ.ศ. 2562 เป็นต้นไป โดย CG Code ประกอบด้วย 8 หมวดที่เน้นบทบาทและการทำหน้าที่ของคณะกรรมการ ซึ่งถือเป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนและกำกับดูแลกิจการของบริษัทให้มีผลประกอบการที่ดีในระยะยาวอย่างยั่งยืน และเป็นที่น่าเชื่อถือสำหรับผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย ดังภาพ 2.2



ภาพ 2.2 เนื้อหาของ CG Code

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

CG Code มีเนื้อหา 2 ส่วนคือ ส่วนที่ 1 หลักปฏิบัติและหลักปฏิบัติย่อย และส่วนที่ 2 แนวปฏิบัติคำอธิบายในการปฏิบัติตามหลักปฏิบัติในส่วนที่ 1

(5) การจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการ

เพื่อติดตามและวัดผลพัฒนาการการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย สถาบันกรรมการไทย (Thai Institute of Directors) จะดำเนินการประเมินบริษัทจดทะเบียนที่เข้าร่วมการประเมิน ซึ่งจะทำให้บริษัทจดทะเบียนสามารถนำผลการประเมินไปวิเคราะห์ข้อดีข้อเสียในภาพรวมของกิจการ และนำไปปรับปรุงวิธีการกำกับดูแลกิจการของตนเองได้

เกณฑ์ที่ใช้ในการประเมินที่เผยแพร่ในปัจจุบัน (สิงหาคม 2564) จะอ้างอิงกับหลักการกำกับดูแลกิจการ 5 หมวด (หลักคือ 1) สิทธิของผู้ถือหุ้น 2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน 3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย 4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และ 5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ สำหรับผลการประเมินจะแสดงเป็นสัญลักษณ์ของอันดับดังตารางที่ 2 ซึ่งนักลงทุนหรือผู้สนใจทั่วไปสามารถเข้าถึงผลการประเมินของแต่ละบริษัทในหัวข้อสารสนเทศบริษัทจดทะเบียนจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตาราง 2.1 ความหมายสัญลักษณ์ CG Rating

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 - 100		ดีเลิศ (Excellent)
80 - 89		ดีมาก (Very Good)
70 - 79		ดี (Good)
60 - 69		ดีพอใช้ (Satisfactory)
50 - 59		ผ่าน (Pass)
ต่ำกว่า 50	-	N/A

เมื่อได้คะแนนการประเมินแล้ว สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยจะจัดกลุ่มบริษัทตามช่วงคะแนนที่ได้รับและให้ ตราสัญลักษณ์ ตามช่วงคะแนน โดยประกาศรายชื่อเฉพาะบริษัทที่

ได้รับคะแนนในระดับ “ดี” (70-79 คะแนน) ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” โดยประกาศรายชื่อบริษัทในแต่ละกลุ่มเรียงตามลำดับตัวอักษรชื่อย่อในภาษาอังกฤษ

2.1.4 การรายงานความยั่งยืน

ธัญญ์รัศม์ วศวรรณวัฒน์ (2563) อธิบายรายละเอียดเกี่ยวกับการรายงานความยั่งยืน ประกอบด้วย แนวคิดการพัฒนาเพื่อความยั่งยืนมาสู่ธุรกิจ ความหมาย ความสำคัญ กรอบการรายงาน และรูปแบบของรายงานและการเผยแพร่ไว้ดังนี้

(1) การนำแนวคิดการพัฒนาเพื่อความยั่งยืนมาสู่ธุรกิจ

การพัฒนาเพื่อความยั่งยืน (Sustainable Development) ได้กล่าวถึงอย่างจริงจังเป็นครั้งแรกในปี ค.ศ 1987 ในรายงานบรันดแลนด์ (Brundtland Report) ของคณะกรรมการโลกว่าด้วยสิ่งแวดล้อมและการพัฒนา (World Commission on Environment and Development: WCED) ซึ่งให้นิยามของการพัฒนาเพื่อความยั่งยืน ไว้ดังนี้

การพัฒนาเพื่อความยั่งยืน หมายถึง การพัฒนาที่สามารถสนองความต้องการที่จำเป็นของคนรุ่นปัจจุบัน โดยไม่กระทบต่อความสามารถของคนในรุ่นต่อไปจะบรรลุความต้องการที่จำเป็นของตนเอง หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง คือการพัฒนาที่ไม่ลดทอนศักยภาพหรือความสามารถของคนรุ่นหลังในการที่จะมีคุณภาพชีวิตที่ดีเท่ากับคนปัจจุบัน

จากจุดเริ่มต้นนี้ ก็ได้มีความพยายามมากขึ้นที่จะผลักดันเรื่องความมั่นคงโดยให้ภาคเอกชนซึ่งเป็นองค์กรสำคัญในระบบเศรษฐกิจจะต้องดำเนินธุรกิจโดยมีผลกระทบทางลบน้อยที่สุดต่อทรัพยากรของโลก

จอห์น เอลคิงตัน (John Elkington) เป็นผู้ริเริ่มเสนอความคิดความยั่งยืนในหนังสือเรื่อง Cannibal With Forks (1997) ในหัวข้อ Triple Bottom Line ซึ่งในภาษาไทยมีผู้แปลว่า "ไตรกำไรสุทธิ" หรือ "ไตรกัปปิยะ" เป็นแนวคิดที่ขยายการประเมินผลการดำเนินงานของธุรกิจจากเดิมที่วัดเพียงความสามารถในการก่อให้เกิดกำไรทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Profit) แก่ผู้เป็นเจ้าของกิจการเท่านั้น มาสู่การคำนึงถึงผลกระทบต่อมนุษย์ (People) และโลก (Planet) หรืออีกนัยหนึ่งคือให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อม สังคมและแสดงความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมากขึ้น แนวคิดนี้เชื่อว่าความยั่งยืนในระยะยาวจะเกิดขึ้นได้ ถ้าผู้บริหารธุรกิจนำเรื่องผลกำไร สังคม และสิ่งแวดล้อมมาร่วมพิจารณาในการตัดสินใจทางธุรกิจ

ดังนั้น การพัฒนาเพื่อความยั่งยืนจึงประกอบด้วย 3 เสาหลัก ได้แก่

- ด้านสิ่งแวดล้อม แนวคิดนี้ให้ความสำคัญกับการรักษาระบบนิเวศให้สามารถปรับตัวต่อการเปลี่ยนแปลงต่างๆ ที่เกิดขึ้น มีการใช้ทรัพยากรธรรมชาติในขอบเขตที่คงไว้ซึ่งความหลากหลายทางชีวภาพและสามารถปรับให้กลับคืนสู่สภาพที่ใกล้เคียงกับสภาพเดิมให้มากที่สุด เพื่อให้คนรุ่นหลังได้มีโอกาสและมีปัจจัยในการดำเนินชีวิต ดังนั้น องค์การธุรกิจจึงต้องปรับเปลี่ยนทัศนคติในการใช้ทรัพยากรธรรมชาติอย่างเกื้อกูล มุ่งส่งเสริมให้มีการใช้ทรัพยากรธรรมชาติอย่างสมดุล

- ด้านสังคม แนวคิดนี้มุ่งหวังให้เกิดความมีเสถียรภาพของระบบทางสังคมและวัฒนธรรม รวมถึงสร้างความเท่าเทียมกันระหว่างคนแต่ละรุ่น กำจัดความยากจน รักษาความหลากหลายทางวัฒนธรรม และการมีส่วนร่วมของคนทุกระดับในสังคมที่จะนำไปสู่การพัฒนาอย่างยั่งยืน

- ด้านเศรษฐกิจ คือ ความสามารถในการสร้างผลกำไรของธุรกิจ โดยการใช้ทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัดให้เกิดผลประโยชน์สูงสุด องค์การธุรกิจจึงมีบทบาทสำคัญในการร่วมกันสร้างการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

สำหรับในประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2556 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้เห็นความสำคัญของการพัฒนาเพื่อความยั่งยืนจึงจัดทำแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน (Sustainability Development Roadmap) โดยมีเป้าหมายเพื่อสนับสนุนให้การดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนมีความยั่งยืน เพื่อประโยชน์ของกิจการและสังคมโดยรวม เนื่องจากประเด็นด้านสังคมและสิ่งแวดล้อมเป็นเรื่องที่นักลงทุนและบริษัทในต่างประเทศให้ความสำคัญ และมีแนวโน้มจะเลือกลงทุนหรือเลือกดำเนินธุรกิจกับบริษัทคู่ค้าที่มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2556)

ในปี พ.ศ. 2557 ศูนย์พัฒนาความรับผิดชอบต่อสังคม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสถาบันพัฒนาธุรกิจอย่างยั่งยืน ได้เผยแพร่เอกสาร "ไขความหมายการพัฒนาอย่างยั่งยืน" โดยกล่าวว่า ความรับผิดชอบต่อสังคมของธุรกิจ หมายถึง การที่ธุรกิจตระหนักถึงความสำคัญของการดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมควบคู่ไปกับการสร้างผลตอบแทนหรือผลประโยชน์ที่ดีในทางเศรษฐกิจ เพื่อนำไปสู่เป้าหมายที่สำคัญ คือ การพัฒนาอย่างยั่งยืน ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงบทบาทที่สำคัญของธุรกิจว่านอกจากจะสร้างสรรค์การเจริญเติบโตของเศรษฐกิจแล้ว ยังสามารถเกื้อหนุนสังคมและสิ่งแวดล้อมให้พัฒนาและเติบโตควบคู่กันอย่างสมดุลไปพร้อมๆ กันด้วย

(2) ความหมายของการรายงานความยั่งยืน

การรายงานความยั่งยืน (Sustainability Reporting) เป็นกระบวนการในการรวบรวมข้อมูลและการสื่อสารในเรื่องวิถีปฏิบัติเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการประกอบกับผลการดำเนินงาน

ทางสังคม สิ่งแวดล้อม และเศรษฐกิจ ให้กับผู้มีส่วนได้เสียในกิจการได้รับทราบ รายงานความยั่งยืน (Sustainability Report) จึงเป็นเอกสารที่จัดทำขึ้นเพื่อสื่อสารผลการปฏิบัติงานของกิจการใน 3 เสาหลัก ได้แก่ เศรษฐกิจ สิ่งแวดล้อม และสังคม โดยมักจัดทำเป็นรายปี เพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียได้รับทราบ เป้าหมายการพัฒนาและผลการดำเนินงานทั้ง 3 เสาหลักดังกล่าวอย่างต่อเนื่อง ซึ่งรายงานความยั่งยืน มีชื่อพ้องที่เรียกในความหมายเดียวกันอีกหลายชื่อ เช่น รายงานความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR Report) รายงานการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development หรือ SD Report) รายงานความเป็นพลเมือง (Citizenship Report) รายงานไตรกำไรสุทธิ (Triple-Bottom Line Report) เป็นต้น

(3) ความสำคัญของการรายงานความยั่งยืน

อรุณี ตันติมังกร และศุภกร เอกชัยไพบูลย์ (2562) ฝ่ายพัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้กล่าวในบทความ GRI Standards: จากการรายงานสู่เครื่องมือ การจัดการธุรกิจอย่างยั่งยืนว่า รายงานความยั่งยืน เป็นช่องทางสำคัญในการดึงดูดผู้ลงทุนและเพิ่มความเชื่อมั่นให้ธุรกิจ อีกทั้งเป็นปัจจัยสำคัญ ที่กระตุ้นให้แนวคิดการลงทุนที่ยั่งยืน (Sustainable Investment) แพร่หลายอย่างต่อเนื่องเห็นได้จากตลาดทุนชั้นนำทั่วโลกพิจารณาผลการดำเนินงานด้าน สิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environment, Social and Governance: ESG) จากการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนเพื่อไปจัดทำดัชนีความยั่งยืน (Sustainability Index) เช่น Dow Jones Sustainability หรือ DJSI (สหรัฐอเมริกา) SGX Sustainability Index (สิงคโปร์) ที่ช่วยให้ผู้ลงทุนมีข้อมูลเพิ่มเติมนอกเหนือจากรายงานทางการเงินเพื่อให้พิจารณาประกอบการตัดสินใจลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับผลสำรวจของนิตยสาร MIT Sloan Management Review ที่พบว่า 60% ของผู้ลงทุน และผู้จัดการกองทุนกว่า 3,000 คนทั่วโลกอ่านรายงานความยั่งยืนแล้วเห็นว่าข้อมูลด้าน ESG จะช่วยลด ความเสี่ยงจากการลงทุนได้ในระยะยาว นอกจากนี้ รายงานความมั่นคงยังเป็นเครื่องมือสร้างโอกาสทาง ธุรกิจจากผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มต่างๆ เช่น การสำรวจของ The Boston College Center for Corporate Citizenship and EY พบว่า การเปิดเผยข้อมูล ESG จะดึงดูดคนรุ่นใหม่ที่มีศักยภาพเข้ามาร่วมงานกับ องค์กร โดยกลุ่มคนเหล่านี้จะพิจารณาข้อมูลเกี่ยวกับการพัฒนาทักษะความรู้และสวัสดิการต่างๆ ที่ องค์กรจัดสรรให้พนักงาน อีกครั้งเป็นช่องทางให้ลูกค้าและคู่ค้าของธุรกิจรับทราบผลการดำเนินงานของ สังคมและสิ่งแวดล้อมของบริษัท

(4) กรอบการรายงานเพื่อความยั่งยืน

กรอบการจัดทำรายงานความยั่งยืนที่ได้รับการยอมรับและนำมาถือปฏิบัติในประเทศไทย ในแนวทางขององค์กรแห่งความริเริ่มว่าด้วยการรายงานสากล (Global Reporting Initiative: GRI)

ซึ่งเป็นองค์กรอิสระที่ก่อตั้งขึ้นในปี พ.ศ. 2540 โดยองค์การไม่แสวงหากำไรชื่อ Coalition for Environmentally Responsible Economies: CERES และสถาบัน Tellus ด้วยความสนับสนุนของโครงการสิ่งแวดล้อมแห่งสหประชาชาติ (United Nations Environment Programme :UNEP) โดย GRI ได้เผยแพร่แนวทาง (Guidelines) สำหรับการรายงานความยั่งยืนเป็นครั้งแรกในปี พ.ศ. 2543 เรียกว่า ฉบับ G1 จากนั้นได้พัฒนาอย่างต่อเนื่องมาจนกระทั่งเมื่อปี พ.ศ. 2556 ได้สนับสนุนเป็นฉบับ G4 และต่อมา ในปี พ.ศ. 2559 ได้ยกระดับจากแนวทางเป็นมาตรฐาน เรียกว่า มาตรฐานการรายงานความยั่งยืน (Sustainability Reporting Standards) โดยมักเรียกกันย่อๆ ว่า GRI Standards (ใช้แทนฉบับ G4) ซึ่งมีผลตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม 2561 เป็นต้นไป

GRI Standards ประกอบด้วย 2 ส่วน คือ

ส่วนที่ 1 มาตรฐานที่ใช้กับทุกองค์กร (Universal Standards) เป็นข้อมูลพื้นฐานที่ทุกองค์กรที่จัดทำรายงานความยั่งยืนจะต้องรายงาน โดยใช้รหัสมาตรฐานนี้ว่า GRI 100 ประกอบด้วย

- GRI 101 : ข้อเสนอแนะ เป็นจุดเริ่มต้นในการใช้มาตรฐาน
- GRI 102 : การเปิดเผยข้อมูลทั่วไป
- GRI 103 : การรายงานแนวทางของฝ่ายบริหารในการจัดการเพื่อความยั่งยืน

ส่วนที่ 2 มาตรฐานเฉพาะ (Topic-specific Standards) เป็นข้อมูลเฉพาะประกอบด้วย

- GRI 200 : การรายงานด้านเศรษฐกิจ
- GRI 300 : การรายงานด้านสิ่งแวดล้อม
- GRI 400 : การรายงานด้านสังคม

ทั้งนี้ ในแต่ละมาตรฐานจะประกอบด้วยมาตรฐานย่อยลงไปอีกในแต่ละเรื่อง กล่าวคือ มาตรฐาน GRI 200 ประกอบด้วย GRI 201 ถึง GRI 206 ส่วนมาตรฐาน GRI 300 ประกอบด้วย GRI 301 ถึง GRI 308 และมาตรฐาน GRI 400 ประกอบด้วย GRI 401 ถึง GRI 419 ซึ่ง แต่ละองค์กรสามารถเลือกรายงานเพื่อเปิดเผยข้อมูลในหัวข้อที่มีสาระสำคัญสำหรับองค์กรได้

หากเปรียบเทียบกับ ฉบับ G4 แล้ว พบว่า GRI Standards มีส่วนที่แตกต่างไปจากเดิม คือ โครงสร้างการรายงานมีความเป็นระบบมากกว่า และลดความซ้ำซ้อนของข้อมูล การรายงานมีการเปลี่ยนแปลงตัวชี้วัดที่สำคัญบางตัว นอกจากนี้โครงสร้างของ GRI Standards ได้ออกแบบให้รองรับการเปลี่ยนตัวชี้วัด หรือข้อกำหนดภายในในอนาคตโดยไม่ต้องทบทวนใหม่ทั้งฉบับ ดังนั้น องค์กรใดที่เคยรายงานตามกรอบรายงานฉบับ G4 มาแล้ว จึงไม่มีผลกระทบต่อกระบวนการรายงานมากนัก แต่อย่างไรก็ตาม ควรศึกษาและติดตามการปรับปรุงมาตรฐานการรายงานจาก GRI อย่างสม่ำเสมอ)

มาตรฐานการรายงาน (GRI Standards) นี้จะเน้นคุณภาพการรายงานมากกว่าปริมาณ โดยเฉพาะการเปิดเผยข้อมูลในประเด็นการวิเคราะห์และคัดเลือกประเด็นสำคัญของธุรกิจ (Material Aspects) และประเด็นการวิเคราะห์ผู้มีส่วนได้เสียขององค์กร (Stakeholder Analysis) อีกทั้งมีการเปลี่ยนแปลงระดับของการรายงาน ที่แต่เดิมกำหนดเป็น Level A, B, C ทำให้เกิดความสับสนว่า เป็นการให้เกรดเพื่อบ่งชี้คุณภาพของการรายงาน ซึ่งที่จริงแล้วเป็นเพียงมาตรวัดปริมาณหรือระดับของการเปิดเผยข้อมูล ดังนั้นการวิเคราะห์และคัดเลือกประเด็นสำคัญ จึงเป็นการมุ่งเน้นไปที่การให้ความสำคัญกับเนื้อหาการรายงานให้สอดคล้องกับบริบทของธุรกิจและความสนใจของผู้มีส่วนได้เสียมากยิ่งขึ้น

ทั้งนี้ มาตรฐานการรายงาน (GRI Standards) ได้รับการยอมรับในระดับสากลมีรายงานอ้างอิง GRI ที่เผยแพร่แล้วรวมกว่า 30,000 ฉบับ จากองค์กรเกือบ 9,000 แห่ง ในกว่า 90 ประเทศทั่วโลก และประเทศไทยมีจำนวนองค์กรที่มีการจัดทำรายงานอ้างอิง GRI เป็นอันดับหนึ่งในภูมิภาคอาเซียน (GRI Sustainability Disclosure Database, 2018 อ้างใน Sustainability Report Award, 2018)

(5) รูปแบบของรายงานและการเผยแพร่

การจัดทำรายงานความยั่งยืนสามารถทำได้หลากหลายรูปแบบตามความพร้อมขององค์กร อาจจัดทำเป็นส่วนหนึ่งของรายงานประจำปีหรือแยกออกมาเป็นรายงานต่างหาก ซึ่งอาจเผยแพร่เป็นรูปเล่มรายงาน ซีดี หรือข้อมูลบนเว็บไซต์องค์กร หรืออาจนำเสนอในรูปแบบ Infographic หรือ Motion Clip เพื่อเผยแพร่ในโซเชียลมีเดีย เพื่อให้เกิดผลลัพธ์และภาพลักษณ์ที่ดีแก่องค์กรก็ได้ ทั้งนี้ ต้องคำนึงถึงผู้อ่านและความเหมาะสมของช่องทางเผยแพร่ข้อมูลที่เข้าถึงได้ง่ายและรวดเร็ว

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดทำรายงานความยั่งยืนประจำปี ตามแบบ 56-1 ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และตามมาตรฐานการรายงานของ GRI (GRI Standards) อย่างต่อเนื่องโดยมีการจัดโปรแกรมฝึกอบรมและทีมงานที่คอยให้คำปรึกษาแนะนำเกี่ยวกับการเริ่มต้นการจัดทำรายงานความยั่งยืน

นอกจากนี้ สมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย ได้ร่วมกับสำนักงาน ก.ล.ต. และสถาบันไทยพัฒน์จัดโครงการประกาศรางวัลรายงานความยั่งยืน (Sustainability Report Award) โดยเริ่มครั้งแรกในปี พ.ศ. 2556 ทั้งนี้เพื่อช่วยยกระดับการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG (ย่อมาจาก Environmental, Social, and Governance) ในแวดวงตลาดทุน เพื่ออธิบายถึงประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการ

กำกับดูแลกิจการที่เกี่ยวข้องกับบริษัทและการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งส่งผลต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน อีกทั้งเป็นการพัฒนาศักยภาพของตลาดทุนไทยไปสู่การยอมรับในระดับภูมิภาคและระดับสากลต่อไป

ทั้งนี้ ในปี พ.ศ. 2561 นับเป็นปีที่ 6 ที่มีโครงการประกาศรางวัลรายงานความยั่งยืน มุ่งองค์การที่ส่งรายงานเข้ารับการพิจารณารางวัลจำนวน 100 ราย แบ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 84 ราย บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ 9 ราย บริษัททั่วไปที่มีได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และองค์กรอื่นๆ อีก 7 ราย ปรากฏว่า บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน) ยังคงได้รับการพิจารณาให้ได้รับรางวัลในระดับ AWARD OF SUSTAINABLE EXCELLENCE อย่างต่อเนื่องเป็นปีที่สาม แสดงให้เห็นถึงความมุ่งมั่นพัฒนา และการรักษาคุณภาพด้านการเปิดเผยข้อมูลในรายงานได้อย่างครอบคลุม น่าเชื่อถือ ทั้งในประเด็นด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมได้เป็นอย่างดีมาโดยตลอด

2.1.5 การรายงานเชิงบูรณาการ

ธัญญรัตน์ วศวรรณวัฒน์ (2563) อธิบายความหมาย ความเป็นมา หลักการจัดทำ กรอบการรายงาน และประโยชน์ของรายงานเชิงบูรณาการไว้ดังนี้

(1) ความหมายของรายงานเชิงบูรณาการ

สภาการรายงานเชิงบูรณาการนานาชาติ (International Integrated Reporting Council: IIRC) ซึ่งจัดตั้งขึ้นภายใต้โครงการการบัญชีเพื่อความยั่งยืน ได้ให้ความหมายของการรายงานเชิงบูรณาการและรายงานเชิงบูรณาการไว้ดังนี้

การรายงานเชิงบูรณาการ (Integrated Reporting) คือ กระบวนการอย่างหนึ่งซึ่งอยู่บนพื้นฐานหลักการของการคิดเชิงบูรณาการที่ส่งผลให้เกิดรายงานเชิงบูรณาการที่ให้ข้อมูลเกี่ยวกับการสร้างคุณค่าขององค์กรในช่วงเวลาหนึ่งๆ รวมถึงการสื่อสารถึงลักษณะของคุณค่าที่องค์กรนั้นได้สร้างขึ้น ก่อให้เกิดความเข้าใจที่ดียิ่งขึ้นเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลกระทบอย่างเป็นสาระสำคัญต่อความสามารถขององค์กรในการสร้างคุณค่าให้เกิดขึ้น และนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานขององค์กร

รายงานเชิงบูรณาการ (Integrated Report: IR) คือ รายงานที่ให้ข้อมูลเพื่อการสื่อสารอย่างกระชับเกี่ยวกับกลยุทธ์ การกำกับดูแลกิจการ ผลการปฏิบัติงานและอนาคตที่คาดหวังขององค์กร ภายใต้บริบทของสภาพแวดล้อมภายนอก ที่นำไปสู่การสร้างคุณค่า (Value Creation) ทั้งในระยะสั้น ระยะปานกลาง และระยะยาว

รายงานเชิงบูรณาการจึงเป็นรายงานที่รวบรวมข้อมูลสำคัญขององค์กรไว้ในรายงานฉบับเดียวประกอบด้วยรายงานทางการเงิน (Financial Report) ที่แสดงผลประกอบการที่เป็นตัวเลขทางการเงิน และรายงานอื่น (Other Report) ที่มีใช่ผลการดำเนินงานทางการเงิน เช่น รายงานความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR Report) รายงานการพัฒนาที่ยั่งยืน (Sustainable Development Report: SD Report) เป็นต้น ทั้งนี้ เพื่อให้ครอบคลุมการดำเนินงานของธุรกิจที่ให้ความสำคัญกับการสร้างคุณค่าทั้งในมิติของเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมตามหลักการพัฒนาอย่างยั่งยืน และสามารถสะท้อนนโยบาย ทิศทาง กระบวนการ และผลกระทบทั้งในเชิงบวกและลบจากการดำเนินงานของธุรกิจ นับได้ว่าเป็นเครื่องมือสื่อสารและสารสนเทศกับผู้มีส่วนได้เสียได้อย่างมีประสิทธิภาพ

การรายงานเชิงบูรณาการเริ่มต้นจากการตั้งคำถามง่ายๆ ว่า องค์กรจะกำหนด การวัดความสำเร็จในการบริหารทรัพยากรและความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียในหลายๆ กลุ่ม เช่น ผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน พนักงาน ลูกค้า คู่ค้า คู่แข่ง ชุมชน และหน่วยงานกำกับดูแลเหล่านี้ได้อย่างไร และที่สำคัญการเชื่อมโยงความสัมพันธ์ในลักษณะพึ่งพากัน ระหว่างทุนที่ก่อให้เกิดมูลค่าแก่กิจการซึ่งมี 6 อย่าง ได้แก่ 1) ทุนทางการเงิน 2) ทุนทางการผลิต 3) ทุนทางปัญญา 4) ทุนมนุษย์ 5) ทุนทางสังคมและความสัมพันธ์ และ 6) ทุนทางธรรมชาติ ส่งผลต่อความสามารถขององค์กรในการสร้างคุณค่าอย่างไร และองค์กรกำหนดแนวทางในการประเมินความเชื่อมโยงระหว่างกลยุทธ์กิจกรรม ทุนต่างๆ ที่จะนำมาลงทุน และผลการปฏิบัติงานอย่างไร

เนื้อหาของรายงานแบบบูรณาการต้องมีลักษณะที่เชื่อมโยงผลการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมเข้าด้วยกัน โดยสะท้อนให้เห็นว่า วิสัยทัศน์ พันธกิจ ความเสี่ยงและโอกาส กลยุทธ์และการจัดสรรทรัพยากร มีผลต่อการสร้างคุณค่าทั้งในปัจจุบันและอนาคตอย่างไร ด้วยทุน (Capital) ที่มีอยู่เหล่านี้

- Financial Capital เช่น เงินทุนที่เป็นส่วนของเจ้าของ เงินทุนจากเจ้าหนี้ เป็นต้น
- Manufactured Capital เช่น อาคาร โรงงาน เครื่องจักร สาธารณูปโภคพื้นฐานในการผลิต เป็นต้น
- Intellectual Capital เช่น ทรัพย์สินทางปัญญา สิทธิบัตร ลิขสิทธิ์ เป็นต้น
- Human Capital เช่น ความสามารถและศักยภาพของบุคลากร จริยธรรมของบุคลากร เป็นต้น
- Social and Relationship Capital เช่น ชื่อเสียงองค์กร ความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสีย เป็นต้น

- Natural Capital เช่น ทรัพยากรดิน น้ำ อากาศ ระบบนิเวศวิทยา เป็นต้น

(2) ความเป็นมาของการรายงานเชิงบูรณาการ

การรายงานเชิงบูรณาการ มีจุดเริ่มต้นในปี พ.ศ. 2552 เมื่อเจ้าชายแห่งเวลส์ (เจ้าชายชาลส์: HRH The Prince Charles, The Prince of Wales) ทรงริเริ่มให้มีการจัดการประชุมระดับสูงระหว่างนักลงทุน หน่วยงานกำหนดมาตรฐาน ภาครัฐกิจเอกชน ผู้ประกอบวิชาชีพบัญชีและผู้แทนสหประชาชาติ รวมทั้งสมาคมนักบัญชีระหว่างประเทศ (International Federation of Accountants IFAC) และ Global Reporting Initiative (GRI) เพื่อจัดตั้งสภาการรายงานเชิงบูรณาการนานาชาติ (IIRC) ซึ่งถือเป็นองค์กรหลักในการกำกับดูแลการสร้างกรอบแนวคิดการรายงานเชิงบูรณาการที่เป็นที่ยอมรับกันทั่วโลก

เมื่อวันที่ 10 ธันวาคม พ.ศ. 2556 IIRC ได้เผยแพร่เอกสาร International Integrated Reporting Framework สำหรับเป็นกรอบในการจัดทำ IR เพื่อเป็นแนวทางที่ใช้ปฏิบัติทั่วโลก และได้มีการทดสอบแบบนําร่องในหลายประเทศและหลายองค์กรธุรกิจชั้นนำ เช่น Unilever, PepsiCo, Coca-Cola, Microsoft, SAP, Hyundai, Southwest Airlines, Volvo, BASF, HSBC เป็นต้น

(3) หลักการจัดทำรายงานเชิงบูรณาการ

IIRC ได้เสนอหลักการสำหรับการจัดทำรายงาน ไว้ 7 ประการ ได้แก่

(3.1) การมุ่งเน้นที่กลยุทธ์และทิศทางในอนาคต (Strategic Focus and Future Orientation) รายงานควรระบุกลยุทธ์องค์กรและอธิบายถึงความเกี่ยวข้องกับความสามารถขององค์กรในการสร้างคุณค่าทั้งในระยะสั้น ระยะปานกลาง และระยะยาว รวมถึงผลกระทบต่อทุนต่างๆ ขององค์กร

(3.2) การเชื่อมโยงสารสนเทศ (Connectivity of Information) รายงานควรแสดงให้เห็นภาพแบบองค์รวมของความเกี่ยวข้องสัมพันธ์กันและขึ้นอยู่กับกันของปัจจัยที่มีผลต่อความสามารถในการสร้างคุณค่าแก่องค์กร

(3.3) ความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Relationships) รายงานควรแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างองค์กรกับผู้มีส่วนได้เสียคนสำคัญ รวมทั้งแสดงถึงความเอาใจใส่และการตอบสนองต่อความต้องการของผู้มีส่วนได้เสีย

(3.4) ความมีสาระสำคัญ (Materiality) รายงานควรเสนอเฉพาะข้อมูลที่มีสาระสำคัญ กล่าวคือ มีผลกระทบต่อความสามารถของกิจการในการสร้างคุณค่าทั้งในระยะสั้น ระยะปานกลาง และระยะยาว

(3.5) ความกระชับ (Conciseness) รายงานควรนำเสนออย่างกระชับ มีเนื้อหาสาระที่เพียงพอต่อความเข้าใจได้เกี่ยวกับกลยุทธ์ขององค์กร การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและการคาดการณ์อนาคต ใช้สำนวนที่ชัดเจน โดยไม่ต้องอ้างอิงถึงสิ่งอื่นที่มีความเกี่ยวข้องเพียงเล็กน้อย

(3.6) ความเชื่อถือได้และความสมบูรณ์ (Reliability and Completeness) รายงานควรมีความเชื่อถือได้ ประกอบด้วยเรื่องสำคัญทั้งหมด ที่มีผลทั้งทางบวกและทางลบ และไม่มีข้อผิดพลาดที่เป็นสาระสำคัญในการนำเสนอ

(3.7) ความสม่ำเสมอและความสามารถเปรียบเทียบกันได้ (Consistency and Comparability) ข้อมูลที่นำเสนอในรายงานเชิงบูรณาการในแต่ละงวดของการรายงานควรใช้หลักความสม่ำเสมอ เช่น ใช้ตัวชี้วัด (KPIs) ตัวเดียวกัน ยกเว้นมีความจำเป็นต้องเปลี่ยนแปลงตัวชี้วัด ต้องอธิบายถึงเหตุผลของการเปลี่ยนแปลงและผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวให้ทราบ นอกจากความสม่ำเสมอแล้ว รายงานจะต้องสามารถเปรียบเทียบกับกิจการอื่นได้

จากหลักการข้างต้นจะเห็นว่า การรายงานเชิงบูรณาการมีความแตกต่างจากรายงานการเงินแบบเดิมที่เน้นการรายงานผลการดำเนินการทางการเงินในงวดที่ผ่านมา แต่รายงานเชิงบูรณาการมีมุมมองที่กว้างกว่า มีความเป็นองค์รวม มีความสมดุลหลายด้าน และมองไปข้างหน้า ซึ่งอธิบายและวัดองค์ประกอบที่สำคัญทั้งหมดในการสร้างคุณค่าแก่กิจการ ไม่ใช่วัดเพียงทุนที่เป็นตัวเงินเท่านั้น แต่ยังต้องพิจารณาถึงทุนทางการผลิต ทุนทางปัญญา ทุนมนุษย์ ทุนทางสังคมและความสัมพันธ์ และทุนทางธรรมชาติ ซึ่งผู้ลงทุนจะไม่อาจทราบได้หากใช้รายงานทางการเงินแบบเดิม

(4) กรอบการรายงานเชิงบูรณาการ

กรอบการรายงานเชิงบูรณาการ (Integrated Reporting Framework) ที่ IIRC ประกาศในปี พ.ศ. 2556 และเป็นฉบับที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน มีส่วนประกอบพื้นฐาน 8 หัวข้อได้แก่

(4.1) ภาพรวมองค์กรและสภาพแวดล้อมภายนอก (Organizational Overview and External Environment) ในหัวข้อนี้ควรอธิบายสิ่งที่องค์กรกระทำและสิ่งที่เป็นสภาพแวดล้อมของการดำเนินธุรกิจนั้น และอภิปรายถึงแนวโน้มตลาดในอนาคต รวมถึงความเกี่ยวข้องระหว่างตลาดกับทางเลือกเชิงกลยุทธ์

(4.2) การกำกับดูแลกิจการ (Governance) ในหัวข้อนี้ ควรแสดงให้เห็นถึงโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการขององค์กรว่ามีส่วนสนับสนุนความสามารถในการสร้างคุณค่าทั้งในระยะสั้น ระยะปานกลาง และระยะยาวได้อย่างไร

(4.3) แบบจำลองธุรกิจ (Business Model) ในหัวข้อนี้ IIRC ได้ให้คำนิยาม แบบจำลองธุรกิจว่าเป็นระบบขององค์การในการแปลงปัจจัยนำเข้า (Inputs) ผ่านกิจกรรมทางธุรกิจให้เป็นผลผลิต (Outputs) และผลลัพธ์ (Outcomes) เพื่อบรรลุวัตถุประสงค์เชิงกลยุทธ์และสร้างมูลค่าแก่กิจการตลอดทั้งในระยะสั้น ระยะปานกลาง และระยะยาว ดังนั้น กิจการควรระบุแบบจำลองธุรกิจที่ใช้้อย่างชัดเจน ระบุหน้าที่สำคัญขององค์การ ตำแหน่งขององค์การในห่วงโซ่มูลค่า รวมถึงอธิบายความพึงพิงและผลกระทบของแหล่งทรัพยากรในอนาคตที่มีต่อมูลค่ากิจการ

(4.4) ความเสี่ยงและโอกาส (Risks and Opportunities) ในหัวข้อนี้ ควรระบุความเสี่ยงและโอกาสที่องค์การเผชิญอยู่ ซึ่งความเสี่ยงและโอกาสเหล่านั้นส่งผลกระทบต่อความสามารถขององค์การในการสร้างคุณค่าระยะสั้น ระยะปานกลาง และระยะยาวอย่างไร และได้มีการจัดการอย่างไร

(4.5) กลยุทธ์และการจัดสรรทรัพยากร (Strategy and Resource Allocation) ในหัวข้อนี้ ควรอธิบายว่าองค์การต้องการไปที่ใด และจะไปยังจุดหมายที่ต้องการได้อย่างไร ตลอดจนมีการรวมทุนที่ไม่ใช่ทุนทางการเงินไว้ในกลยุทธ์หลักหรือไม่

(4.6) ผลการปฏิบัติงานหรือผลการประกอบการ (Performance) เมื่อเปรียบเทียบกับกลยุทธ์ที่วางไว้ ผลประกอบการขององค์การเป็นอย่างไร และได้ผลลัพธ์อะไรตอบแทนบ้าง

(4.7) ความคาดหวังภายนอก (Outlook) ในหัวข้อนี้ ควรระบุความท้าทายและความไม่แน่นอนที่องค์การประสบในการดำเนินกลยุทธ์ตามที่กำหนดไว้ และจะมีผลกระทบต่อการบริหารจัดการแบบจำลองธุรกิจและผลการประกอบการในอนาคตอย่างไร

(4.8) เกณฑ์ที่ใช้ในการจัดทำและนำเสนอรายงาน (Basis of Preparation and Presentation) ในหัวข้อนี้ ควรระบุเรื่องสำคัญที่องค์การกำหนด เรื่องที่ควรมีในรายงานเชิงบูรณาการ และเรื่องสำคัญเหล่านั้นได้มีการประเมินและแสดงในเชิงปริมาณอย่างไร

(5) ประโยชน์ของรายงานเชิงบูรณาการ

รายงานเชิงบูรณาการให้ความสำคัญกับการสร้างมูลค่าทั้งระยะสั้น ระยะปานกลาง และระยะยาว ซึ่งมุ่งสู่การพัฒนาอย่างยั่งยืน จึงมีประโยชน์ดังนี้

(5.1) ผู้บริหารสามารถเพิ่มความสนใจไปยังประเด็นที่สำคัญแท้จริงของธุรกิจ สามารถคิดและบริหารจัดการในภาพรวมเชิงบูรณาการ รวมทั้งสามารถใส่ใจเรื่องความเสี่ยงและโอกาสทางธุรกิจอย่างกว้างขวางขึ้นไม่ว่าจะเป็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม การกำกับดูแลกิจการ และการสร้างความผูกพันกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Engagement)

(5.2) ส่งเสริมให้ผู้ใช้งานมีมุมมองที่กว้างขึ้น เข้าใจถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการใช้ทรัพยากรและความสัมพันธ์ต่างๆ ในการผลักดันให้เกิดคุณค่าแก่องค์กรและพัฒนาอย่างยั่งยืน

(5.3) ช่วยให้ผู้ส่วนได้เสียมีความเข้าใจและเข้าถึงข้อมูลของบริษัทได้ง่ายขึ้น ตลอดจนรายงานมีความกระชับมากขึ้น

(5.4) ยกระดับคุณภาพของการรายงาน เป็นการเปิดมุมมองให้ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องเข้ามามีส่วนร่วมพิจารณาประเด็นต่างๆ อย่างรอบด้าน

2.1.6 การสอบบัญชี

นิพนธ์ เห็นโชคชัยชนะ และศิลปพร ศรีจันทเพชร (2559) อธิบายความหมาย วัตถุประสงค์ของการสอบบัญชี ความหมาย ประเภทของรายงานผู้สอบบัญชี และประเภทของความเห็นของผู้สอบบัญชีไว้ดังนี้

(1) ความหมายของการสอบบัญชี

สมาคมการบัญชีอเมริกัน (The American Accounting Association: AAA) ให้คำนิยามของการสอบบัญชี (Auditing) ไว้ว่า “การสอบบัญชี คือ กระบวนการของการรวบรวมและการประเมินหลักฐานเกี่ยวกับสารสนเทศเพื่อระบุและรายงานเกี่ยวกับระดับความสอดคล้องต้องกันของสารสนเทศนั้นกับเกณฑ์ที่กำหนดไว้ และการสื่อสารผลลัพธ์ให้ผู้ใช้ที่สนใจ การสอบบัญชีควรปฏิบัติโดยบุคคลที่มีความรู้ความสามารถและมีความเป็นอิสระ”

จากนิยามข้างต้นจึงสรุปว่า การสอบบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับเรื่องต่างๆ ดังต่อไปนี้

- การรวบรวมและการประเมินหลักฐาน หลักฐานการสอบบัญชี หมายถึง ข้อมูลหรือข้อเท็จจริงใดๆ ที่ผู้สอบบัญชีได้รับ และใช้เป็นเกณฑ์ในการสรุปว่าข้อมูลหรือสารสนเทศที่ตรวจสอบนั้นแสดงไว้ตามเกณฑ์ที่กำหนดไว้ ผู้สอบบัญชีมีหน้าที่รวบรวมหลักฐานการสอบบัญชีให้เพียงพอและเหมาะสม โดยใช้วิธีการตรวจสอบและประเมินหลักฐานการสอบบัญชานั้นเพื่อนำไปสู่ข้อสรุปที่ใช้เป็นเกณฑ์ในการรายงาน

- สารสนเทศและเกณฑ์ที่กำหนดไว้ สารสนเทศที่ตรวจสอบนั้นควรอยู่ในรูปแบบที่สามารถพิสูจน์ได้ (Verifiable Form) และมีเกณฑ์หรือมาตรฐานที่ผู้สอบบัญชีสามารถนำมาใช้ประเมินสารสนเทศดังกล่าวได้ เกณฑ์ที่ผู้สอบบัญชีใช้ในการประเมินขึ้นอยู่กับลักษณะของสารสนเทศที่ตรวจสอบ เช่น การตรวจสอบงบการเงินจะใช้เกณฑ์ที่เรียกว่า “มาตรฐานการรายงานทางการเงิน” แต่ถ้าเป็นการตรวจสอบภาษีอากรจะใช้เกณฑ์ที่เรียกว่า “ประมวลรัษฎากร” เป็นต้น

- บุคคลที่มีความรู้ความสามารถและความเป็นอิสระ ผู้ประกอบวิชาชีพสอบบัญชีหรือผู้สอบบัญชี ควรมีความรู้ ความสามารถ และความชำนาญในวิชาชีพเป็นพิเศษเช่นเดียวกับวิชาชีพอิสระอื่นๆ (เช่น แพทย์ ทนายความ) และควรมีความรู้เกี่ยวกับการบัญชีและการสอบบัญชี ซึ่งได้รับจากการศึกษาในสถาบันการศึกษา และมีประสบการณ์ในการปฏิบัติงาน ตลอดจนการพัฒนาความรู้ต่อเนื่องทางวิชาชีพ (Continuing Professional Development: CPD) และควรมีทัศนคติและความคิดที่เป็นอิสระ

- การรายงาน รายงานถือเป็นผลงานของผู้สอบบัญชี ซึ่งใช้เป็นสื่อสารผลลัพธ์ของการปฏิบัติงานให้กับผู้ใช้ข้อมูล รายงานของผู้สอบบัญชีแต่ละประเภทมีลักษณะแตกต่างกันไปขึ้นอยู่กับลักษณะงานที่ปฏิบัติ และข้อสรุปจากการปฏิบัติงาน รายงานของผู้สอบบัญชีควรแจ้งให้ผู้ใช้ข้อมูลทราบถึง ระดับของความสอดคล้องต้องกันของสารสนเทศที่ตรวจสอบกับเกณฑ์ที่กำหนดไว้ เช่น การตรวจสอบงบการเงินเป็นการตรวจสอบเพื่อแสดงความเห็นว่างบการเงินที่ตรวจสอบแสดงฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน และกระแสเงินสดของกิจการโดยถูกต้องตามที่ควรในสาระสำคัญตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินหรือไม่ เป็นต้น

(2) วัตถุประสงค์ของการสอบบัญชี

มาตรฐานการสอบบัญชี รหัส 200 เรื่อง วัตถุประสงค์โดยรวมของผู้สอบบัญชี รับอนุญาตและการปฏิบัติงานตรวจสอบตามมาตรฐานการสอบบัญชีได้กำหนดวัตถุประสงค์ของการสอบบัญชีหรือการตรวจสอบงบการเงินไว้ดังนี้

“วัตถุประสงค์ของการตรวจสอบ คือ เพิ่มระดับความเชื่อมั่นของผู้ใช้งบการเงินที่มีต่องบการเงิน การบรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าวเกิดขึ้นได้โดยการแสดงความเห็นของผู้สอบบัญชีว่า งบการเงินได้จัดทำในสาระสำคัญตามแม่การรายงานทางการเงินที่เกี่ยวข้องหรือไม่” ดังนั้น วัตถุประสงค์ของการตรวจสอบงบการเงินคือ การแสดงความเห็นว่างบการเงินได้แสดงฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน และกระแสเงินสดของกิจการโดยถูกต้องตามที่ควรในสาระสำคัญตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินหรือไม่

(3) ความหมายของรายงานผู้สอบบัญชี

รายงานของผู้สอบบัญชี (Auditor's Report) หมายถึง การติดต่อสื่อสารที่เป็นลายลักษณ์อักษรอย่างชัดเจนและเป็นแนวทางเกี่ยวกับข้อสรุปจากการปฏิบัติงานของผู้สอบบัญชีไปยังผู้ใช้ หรือเป็นผลงานขั้นสุดท้ายของการปฏิบัติงานของผู้สอบบัญชี รายงานที่เป็นลายลักษณ์อักษรครอบคลุมถึงรายงานที่อยู่ในรูปแบบข้อความที่พิมพ์ลงกระดาษ หรือสำเนาถาวร หรือสื่ออิเล็กทรอนิกส์

(4) ประเภทของรายงานของผู้สอบบัญชี

รายงานของผู้สอบบัญชีต่อการเงินอาจจำแนกได้เป็น 2 ประเภทตามระดับความเชื่อมั่น (Level of Assurance) ของบริการที่ผู้สอบบัญชีเสนอให้แก่ผู้ใช้บริการดังนี้

(4.1) รายงานการตรวจสอบงบการเงิน เป็นรายงานการสอบบัญชีที่ให้ความเชื่อมั่นในระดับสูงแต่ไม่ถึงขั้นเป็นข้อยุติ (High, but not Absolute) หรือให้ความเชื่อมั่นอย่างสมเหตุสมผล (Reasonable Assurance) แก่ผู้ใช้งบการเงินและเป็นรายงานที่ผู้สอบบัญชีได้รวบรวมหลักฐานการสอบบัญชีอย่างเพียงพอและเหมาะสมโดยได้ปฏิบัติตามมาตรฐานการสอบบัญชีแล้ว ผู้สอบบัญชีจึงสามารถแสดงความเห็นต่องบการเงินโดยรวมได้ว่า งบการเงินนั้นได้จัดทำขึ้นโดยถูกต้องตามที่ควรในสาระสำคัญ ตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินและตามแม่บทการรายงานทางการเงิน หรือตามที่กฎหมายกำหนดหรือไม่ เพียงใด

(4.2) รายงานการสอบทานงบการเงิน เป็นรายงานที่ให้ความเชื่อมั่นในระดับปานกลางหรืออย่างพอประมาณ (Moderate Assurance) แก่ผู้ใช้งบการเงิน และเป็นรายงานที่ผู้สอบบัญชีได้รวบรวมหลักฐานการสอบบัญชีอย่างจำกัด ผู้สอบบัญชีจึงไม่สามารถแสดงความเห็นต่องบการเงินได้ แต่จะให้ความมั่นใจเชิงปฏิเสธ (Negative Assurance) หรืออย่างจำกัด ซึ่งเป็นการให้ความเชื่อมั่นในรูปแบบที่ไม่เป็นการแสดงความเห็น

นอกจากรายงานของผู้สอบบัญชี 2 ประเภทดังกล่าวข้างต้นแล้ว ผู้สอบบัญชียังสามารถจัดทำรายงานในกรณีอื่นๆ ได้อีก เช่น รายงานการตรวจสอบตามวิธีการที่ตกลงร่วมกัน รายงานการรวบรวมข้อมูลรายงานการตรวจสอบเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะ และรายงานการตรวจสอบข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับอนาคต เป็นต้น

(5) ประเภทของความเห็นของผู้สอบบัญชี

เมื่อผู้สอบบัญชีได้รวบรวมหลักฐานการสอบบัญชีที่เหมาะสมอย่างเพียงพอแล้ว ผู้สอบบัญชีสามารถประเมินผลข้อสรุปจากหลักฐานการสอบบัญชีเป็นเกณฑ์ในการแสดงความเห็นว่างบการเงินที่ตรวจสอบแสดงฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน และกระแสเงินสดโดยถูกต้องตามที่ควรในสาระสำคัญ ตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินมากน้อยเพียงใด ความเห็นของผู้สอบบัญชีจำแนกได้เป็น 4 ประเภทคือ

(5.1) ความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไข (Unqualified Opinion) ผู้สอบบัญชีสามารถแสดงความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไขก็ต่อเมื่อ

ก. ผู้สอบบัญชีสามารถปฏิบัติงานตรวจสอบงบการเงินตามมาตรฐานการสอบบัญชี และ

ข. ผู้สอบบัญชีมีความเชื่อมั่นว่างบการเงินที่ตรวจสอบนั้นได้แสดงฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน และกระแสเงินสดไว้อย่างถูกต้องตามที่ควรในสาระสำคัญตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินและแม่บทการรายงานทางการเงิน หรืองบการเงินโดยรวมปราศจากการแสดงข้อมูลที่ขัดต่อข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญไม่ว่าจะเกิดจากการทุจริตหรือข้อผิดพลาด

(5.2) ความเห็นอย่างมีเงื่อนไข (Qualified Opinion) ผู้สอบบัญชีจะแสดงความเห็นอย่างมีเงื่อนไขก็ต่อเมื่อ

ก. ผู้สอบบัญชีสามารถปฏิบัติงานตรวจสอบงบการเงินตามมาตรฐานการสอบบัญชีได้เป็นส่วนใหญ่ แต่อาจมีบางเรื่องที่เป็นปัญหาอุปสรรค ซึ่งมีสาระสำคัญแต่ไม่แผ่กระจายในการปฏิบัติงานตรวจสอบ และ

ข. ผู้สอบบัญชีมีความเชื่อมั่นว่างบการเงินที่ตรวจสอบแสดงฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน และกระแสเงินสดอย่างถูกต้องตามที่ควรในสาระสำคัญตามมาตรฐานการรายงานทางการเงิน เมื่อได้ยกเว้นเรื่องที่เป็นปัญหาอุปสรรคที่มีสาระสำคัญแต่ไม่แผ่กระจายในการปฏิบัติงานตรวจสอบ หรือ ยกเว้นเงื่อนไขที่มีสาระสำคัญแต่ไม่แผ่กระจายได้กล่าวไว้ในหัวข้อเกณฑ์ในการแสดงความเห็นอย่างมีเงื่อนไขและอ้างไว้ในหัวข้อความเห็นอย่างมีเงื่อนไข

(5.3) ความเห็นว่างบการเงินไม่ถูกต้อง (Adverse Opinion) ผู้สอบบัญชีจะแสดงความเห็นว่างบการเงินไม่ถูกต้องก็ต่อเมื่อ

ก. ผู้สอบบัญชีได้ปฏิบัติงานตรวจสอบงบการเงินตามมาตรฐานการสอบบัญชีได้ และ

ข. ผู้สอบบัญชีมีความเชื่อมั่นว่างบการเงินที่ตนตรวจสอบนั้นไม่ได้แสดงฐานะการเงิน ผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดไว้อย่างถูกต้องตามที่ควรตามมาตรฐานการรายงานทางการเงิน

ผู้สอบบัญชีควรชี้แจงเหตุผลของสิ่งที่ผิดพลาดหรือบกพร่องที่มีสาระสำคัญและแผ่กระจาย พร้อมทั้งระบุผลกระทบที่มีต่องบการเงินนั้นไว้ในหัวข้อเกณฑ์ในการแสดงความเห็นว่างบการเงินไม่ถูกต้อง และอ้างไว้ในหัวข้อความเห็นว่างบการเงินไม่ถูกต้อง

(5.4) การไม่แสดงความเห็นหรืองดแสดงความเห็น (Disclaimer of Opinion) ผู้สอบบัญชีจะไม่แสดงความเห็นก็ต่อเมื่อ

ก. ผู้สอบบัญชีไม่ได้ปฏิบัติตามตรวจสอบงบการเงินตามมาตรฐานการสอบบัญชีอย่างมีสาระสำคัญและแผ่กระจาย หรือ

ข. มีความไม่แน่นอนหลายสถานการณ์ซึ่งมีความสัมพันธ์กันและสะสมอันมีผลกระทบต่อการเงินอย่างมีสาระสำคัญและแผ่กระจาย ซึ่งทำให้ผู้สอบไม่ได้หลักฐานการสอบบัญชีที่เพียงพอที่จะวินิจฉัยหรือให้ความเห็นได้ว่างบการเงินนั้นมีความถูกต้องตามที่ควรหรือไม่ เพียงใด

ผู้สอบบัญชีควรชี้แจงเหตุผลของสิ่งที่ปัญหาและอุปสรรคดังกล่าวที่มีสาระสำคัญและแผ่กระจายไว้ในหัวข้อเกณฑ์ในการไม่แสดงความเห็น และอ้างไว้ในหัวข้อการไม่แสดงความเห็น

2.1.7 การวิเคราะห์หลักทรัพย์

นักลงทุนสามารถดำเนินการวิเคราะห์หลักทรัพย์ก่อนตัดสินใจลงทุนโดยอาศัย 2 แนวทางดังต่อไปนี้ (ชนโชติ บุญวรโชติ, 2564)

(1) การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) เป็นแนวทางที่มุ่งวิเคราะห์ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงจากการลงทุน และมูลค่าของหลักทรัพย์ ซึ่งปัจจัยพื้นฐานดังกล่าว ได้แก่ ปัจจัยด้านภาวะเศรษฐกิจ ปัจจัยด้านภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง และปัจจัยเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน รวมทั้งฐานะการเงินของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ซึ่งมีกรอบแนวคิดดังนี้

(1.1) การวิเคราะห์เศรษฐกิจ (Economic Analysis) จะเป็นการวิเคราะห์และพยากรณ์แนวโน้มภาวะเศรษฐกิจในอนาคต ทั้งแนวโน้มระยะสั้นและระยะยาว ทั้งเศรษฐกิจของประเทศและเศรษฐกิจโลก นอกจากนี้ ยังรวมถึงการวิเคราะห์วัฏจักรเศรษฐกิจ (Economic Cycle) ดัชนีชี้วัดภาวะเศรษฐกิจในด้านต่างๆ และนโยบายเศรษฐกิจของรัฐ เช่น นโยบายการเงิน นโยบายการคลัง นโยบายการค้าระหว่างประเทศ ว่าจะมีผลกระทบต่อธุรกิจที่ออกหลักทรัพย์มากน้อยเพียงใด

(1.2) การวิเคราะห์อุตสาหกรรม (Industry Analysis) เป็นการวิเคราะห์วงจรอุตสาหกรรม (Industry Life Cycle) สภาพการแข่งขันในอุตสาหกรรม ตลอดจนอนาคตของอุตสาหกรรมว่าจะมีแนวโน้มอัตราการเจริญเติบโตอย่างไร ซึ่งขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายอย่างด้วยกัน เช่น นโยบายของรัฐบาลที่จะให้การสนับสนุนหรือเป็นอุปสรรคในการดำเนินธุรกิจ โครงสร้างการเปลี่ยนแปลงของระบบภาษีของรัฐบาล โครงสร้างของอุตสาหกรรมแต่ละประเภท เป็นต้น

(1.3) การวิเคราะห์บริษัท (Company Analysis) เป็นขั้นสุดท้ายของการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้วยปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งเป็นการวิเคราะห์เพื่อคัดเลือกบริษัทที่ควรลงทุน โดยจะเน้นการวิเคราะห์ทั้งเชิงคุณภาพ (Qualitative Analysis) เช่น ประสบการณ์และความน่าเชื่อถือของผู้บริหาร บุคลากร ชีตความสามารถด้านการตลาด การผลิต การบริการ การวิจัยและพัฒนา การบริหารและระบบสารสนเทศเพื่อการบริหาร เป็นต้น และการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) ซึ่งจะวิเคราะห์จากงบการเงินทั้งในอดีตและปัจจุบันของบริษัท เพื่อนำมาประมาณการกำไรต่อหุ้นและราคาหุ้นในอนาคต

(2) การวิเคราะห์ทางเทคนิค

การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) ผู้ลงทุนที่ใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิค นั้น มีความเชื่อว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์จะขึ้นอยู่กับความต้องการซื้อหรืออุปสงค์ (Demand) และ ปริมาณของความต้องการขายหรืออุปทาน (Supply) ในหลักทรัพย์นั้นๆ เป็นสำคัญ การวิเคราะห์ทางเทคนิคจึงพึ่งพาการศึกษาวิธีการเลือกหลักทรัพย์ด้วยการศึกษาราคา จังหวะเวลา และอารมณ์ (Sentiment) ของตลาดหรือของผู้ลงทุนในตลาด ทำให้การวิเคราะห์ทางเทคนิคไม่จำเป็นต้องศึกษาปัจจัยพื้นฐานต่างๆ เช่นปัจจัยทางเศรษฐกิจ ปัจจัยอุตสาหกรรม ตลอดจนปัจจัยเกี่ยวกับบริษัท จดทะเบียนที่ออกหลักทรัพย์นั้นเพื่อประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ เนื่องจากการวิเคราะห์ทางเทคนิค มีความเชื่อว่าประวัติการเปลี่ยนแปลงราคาในอดีตของหลักทรัพย์จะชี้ให้เห็นถึงแนวโน้มของระดับราคาหลักทรัพย์ในอนาคต

2.1.8 ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจหรือตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค

โดยทั่วไปจะจัดทำโดยผู้เชี่ยวชาญทางเศรษฐกิจ เช่น สำนักพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ธนาคารแห่งประเทศไทย เป็นต้น โดยปัจจัยมหภาคด้านเศรษฐกิจที่สำคัญที่มักนำมาใช้ในการวิเคราะห์ชี้วัดภาวะเศรษฐกิจ ได้แก่ ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross Domestic Product: GDP) ดุลการชำระเงิน (Balance of Payment) อัตราการใช้กำลังการผลิต ต้นทุนแรงงานต่อหน่วย การว่างงาน (Unemployment) เงินเฟ้อ (Inflation) ราคาน้ำมัน (Oil Price) อัตราดอกเบี้ย (Interest Rate) และอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate) (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564)

โดยที่ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจสามารถจำแนกได้เป็น 3 ลักษณะคือ (อภิญา วนเศรษฐ และ กาญจน์ กังวานพรศิริ, 2564) 1) ดัชนีชี้้นำเศรษฐกิจ (Leading Indicators) คือ ตัวแปรทางที่เปลี่ยนแปลงก่อนที่สภาวะเศรษฐกิจ เช่น ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ราคาหุ้น ราคาวัสดุก่อสร้าง อุปทานของเงิน การเปลี่ยนแปลงในสินค้าคงเหลือ เป็นต้น 2) ดัชนีพ้องหรือชี้พร้อมเศรษฐกิจ (Coincidental

Indicators) คือ ตัวแปรที่เปลี่ยนแปลงไปพร้อมๆ กับการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจ เช่น ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ดัชนีการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคของเอกชน อัตราการจ้างงาน เป็นต้น และ 3) ดัชนีชี้ตามเศรษฐกิจ (Lagging Indicators) คือ ตัวแปรที่เปลี่ยนแปลงภายหลังการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจ เช่น อัตราการว่างงาน อัตราเงินเฟ้อ ดุลบัญชีเดินสะพัด เป็นต้น

ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่มักนำมาใช้ในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานตลอดจนนำมาใช้ในการวิจัย เช่น

(1) ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Product: GDP) เป็นการวัดมูลค่าสินค้าและบริการขั้นสุดท้ายทั้งหมดที่ผลิตขึ้นในประเทศในช่วงระยะเวลาหนึ่ง โดยไม่คำนึงว่าเจ้าของปัจจัยการผลิตหรือทรัพยากรที่ใช้ในการผลิตสินค้าและบริการเป็นของประชาชนในประเทศนั้นๆ หรือไม่ จะพิจารณาเพียงขอบเขตพื้นที่ในประเทศเท่านั้น การวัดมูลค่าของ GDP มักนิยมวัดด้านรายจ่าย ซึ่งจะแบ่งออกเป็น 4 ส่วนได้แก่ รายการเพื่อการบริโภคของเอกชน (Private Consumption Expenditure: C) รายจ่ายเพื่อการลงทุนภาคเอกชน (Private Investment Expenditure: I) รายจ่ายภาครัฐ (Government Expenditure: G) และมูลค่าการส่งออกสุทธิ หรือมูลค่าส่งออก (Export: X) - มูลค่านำเข้า (Import: M) ทั้งนี้ ในทางปฏิบัติการวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจจะพิจารณาจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของ Real GDP ให้สะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงผลผลิตที่แท้จริงมิใช่การเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากระดับราคาสินค้าหรือบริการเหล่านั้น ดังนั้น หากประเทศไทยได้มีการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่แท้จริงสูงและยังยั่งยืนมีนัยว่า ประเทศนั้นกำลังอยู่ในภาวะเศรษฐกิจขยายตัว ส่งผลให้ธุรกรรมภายในประเทศได้รับประโยชน์ ผ่านความต้องการสินค้าและบริการในปริมาณที่เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งนั่นก็หมายถึงมีโอกาสที่ราคาหลักทรัพย์จะขยับสูงขึ้นตามไปด้วย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564)

(2) เงินเฟ้อ (Inflation) คือ ภาวะที่ระดับราคาสินค้าและบริการโดยทั่วไปเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง สามารถวัดได้ด้วยอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index: CPI) เงินเฟ้อไม่ได้เป็นสิ่งเลวร้ายเสมอไป หากเป็นเงินเฟ้ออ่อนๆ ซึ่งอยู่ในระดับร้อยละ 2-3 ก็จะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจได้ดี เนื่องจากจะช่วยสร้างแรงจูงใจให้ผู้ผลิตขยายการผลิตและการจ้างงาน ส่งผลให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ในทางตรงกันข้ามหากเกิดภาวะเงินเฟ้อสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องจะส่งผลให้อำนาจซื้อของประชาชนลดลง ธุรกิจจะเริ่มขายสินค้าและให้บริการน้อยลง ตามมาด้วยการลดราคาและท้ายที่สุดก็จะลดการผลิตลง การปรับลดการผลิตย่อมส่งผลต่อการจ้างงาน และจะกระทบไปถึงภาพรวมการขยายตัวทางเศรษฐกิจด้วย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564)

(3) ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (Business Sentiment Index: BSI) ธนาคารแห่งประเทศไทยจะจัดทำเป็นประจำทุกเดือนเพื่อสะท้อนภาวะเศรษฐกิจและธุรกิจที่เกิดขึ้นในเดือนปัจจุบัน และการคาดการณ์ในอนาคตอีก 3 เดือน ซึ่งสำรวจจากผู้ประกอบการทั่วประเทศ โดยธนาคารแห่งประเทศไทยเริ่มส่งแบบสอบถามในช่วงสัปดาห์แรกของเดือนที่สำรวจ และรวบรวมประมวลผลในวันทำการแรกของเดือนถัดไป บริษัทที่สำรวจครอบคลุมในภาคการผลิต ภาคการค้า และภาคบริการ ทั้งขนาดย่อม ขนาดกลาง และ ขนาดใหญ่ (ทุนจดทะเบียนน้อยกว่า 50 ล้านบาท 50-200 ล้านบาท และมากกว่า 200 ล้านบาทตามลำดับ) อัตราการตอบกลับ (response rate) ในภาพรวมอยู่ที่ประมาณร้อยละ 60 ของแบบสอบถามที่ส่งออก หรือเดือนละประมาณ 500 บริษัท ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ ประกอบด้วย 6 องค์ประกอบ ได้แก่ การผลิต คำสั่งซื้อ การลงทุน ต้นทุนการผลิต ผลประกอบการ และการจ้างงาน โดยให้น้ำหนักเท่ากันทุกองค์ประกอบ สำหรับการอ่านค่าเป็นดังนี้ ถ้าดัชนีมีค่าเท่ากับ 50 หมายถึงผู้ประกอบการมีความเชื่อมั่นทางธุรกิจทรงตัวจากเดือนก่อน หากดัชนีมากกว่า 50 หมายถึงผู้ประกอบการมีความเชื่อมั่นทางธุรกิจดีขึ้นกว่าเดือนก่อน และหากดัชนีน้อยกว่า 50 หมายถึงผู้ประกอบการมีความเชื่อมั่นทางธุรกิจแย่ลงกว่าเดือนก่อน (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2566)

(4) อัตราดอกเบี้ย (Interest Rate) คือ อัตราผลตอบแทนที่พึงได้จากการลงทุน ขณะเดียวกันก็เป็นต้นทุนทางการเงินของผู้ต้องการเงินทุน อัตราดอกเบี้ยมีหลายลักษณะ เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมระหว่างธนาคาร (Interbank Rate) เป็นอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมในตลาดเงินระยะสั้น เพื่อใช้ในการปรับสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (Lending Rate) หมายถึงอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์ใช้อ้างอิงในการเรียกเก็บดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อจากลูกค้า เป็นต้น อัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์แบบผกผันกับราคาดัชนี เพราะการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของอัตราดอกเบี้ยมีผลโดยตรงต่อการจัดสรรสินทรัพย์ของประชาชน เช่น หากอัตราดอกเบี้ยปรับลดลง กลุ่มผู้ฝากเงินมีแนวโน้มที่จะโยกย้ายเงินออกจากการฝากเงินไว้กับธนาคารพาณิชย์ไปยังช่องทางอื่นๆ ที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนในระดับที่ดีกว่าเงินฝาก เป็นต้น นอกจากนี้อัตราดอกเบี้ยยังส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจซื้อสินค้าบางประเภทของผู้บริโภค เช่น บ้าน รถยนต์ ซึ่งมักใช้การผ่อนชำระ ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยจึงเป็นตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่อการใช้เงินในอนาคตเป็นระยะเวลานาน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564)

2.2 ตลาดทุนในประเทศไทย

2.2.1 ประวัติความเป็นมาตลาดทุนในประเทศไทย

ตลาดทุนไทยยุคใหม่มีจุดเริ่มต้นจากการประกาศใช้แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 1 (พ.ศ. 2504 - 2509) เพื่อรองรับการเติบโตและส่งเสริมความมั่นคงทางเศรษฐกิจและพัฒนาคุณภาพชีวิตของประชาชน ต่อมาแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 2 (พ.ศ. 2510 - 2514) ได้เสนอให้มีการจัดตั้ง ตลาดหลักทรัพย์ที่มีระบบระเบียบขึ้นเป็นครั้งแรก โดยเน้นให้มีบทบาทสำคัญในการเป็นแหล่งระดมเงินทุน เพื่อสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมของประเทศ พัฒนาการของตลาดทุนของไทยในยุคใหม่นั้น สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ยุค เริ่มจาก "ตลาดหุ้นกรุงเทพ" (Bangkok Stock Exchange) ซึ่งเป็นองค์กรเอกชน และต่อมาเป็น "ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย" ภายใต้ชื่อภาษาอังกฤษว่า "The Securities Exchange of Thailand"

การจัดตั้งตลาดหุ้นของไทยเริ่มขึ้นในเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2505 ในรูปห้างหุ้นส่วนจำกัด โดยในปีต่อมาได้จดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัดและเปลี่ยนชื่อเป็น "ตลาดหุ้นกรุงเทพ" (Bangkok Stock Exchange) ถึงแม้ว่าจะมีพื้นฐานในการจัดตั้งที่ดี การซื้อขายหุ้นในตลาดหุ้นกรุงเทพก็ไม่ได้ได้รับความสนใจมากนัก มูลค่าการซื้อขายมีเพียง 160 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2511 และ 114 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2512 การซื้อขายมีปริมาณลดลงเป็น 46 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2513 และลดลงเหลือ 28 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2514 การซื้อขายหุ้นก็ยังมีมูลค่าถึง 87 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2515 แต่การซื้อขายหุ้นก็ยังคงไม่เป็นที่สนใจ โดยมูลค่าการซื้อขายหุ้นที่ต่ำสุดมีเพียง 26 ล้านบาทเท่านั้น และในที่สุดตลาดหุ้นกรุงเทพก็ต้องปิดกิจการลง

ถึงแม้ว่าตลาดหุ้นกรุงเทพจะไม่ประสบความสำเร็จ แต่แนวความคิดเกี่ยวกับการจัดตั้ง ตลาดหลักทรัพย์ที่มีระบบระเบียบและได้รับการสนับสนุนอย่างเป็นทางการนั้นได้รับความสนใจจากประชาชนเป็นอย่างมาก ดังนั้นแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 2 (พ.ศ. 2510 - 2514) จึงได้เสนอแผนการจัดตั้งตลาดทุนดังกล่าวขึ้นเป็นครั้งแรก โดยให้มีเครื่องมืออำนวยความสะดวกและมาตรการสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เหมาะสมในปี พ.ศ. 2512 รัฐบาลได้ทำการว่าจ้างศาสตราจารย์ ชิดนีย์ เอ็ม รอบบิ้นส์ ศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการเงิน จากมหาวิทยาลัยโคลัมเบีย สหรัฐอเมริกา เพื่อมาทำการศึกษาช่องทางการพัฒนาตลาดทุนไทยในเวลาต่อมา

ในปี พ.ศ. 2515 รัฐบาลได้เข้ามามีบทบาทโดยการแก้ไข "ประกาศคณะปฏิวัติ ที่ 58 เกี่ยวกับการควบคุมธุรกิจ การค้า ที่มีผลกระทบต่อความปลอดภัยและความเป็นอยู่ของประชาชน" การแก้ไขดังกล่าวส่งผลให้รัฐบาลสามารถกำกับดูแลการดำเนินงานของบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์

ซึ่งทำให้การดำเนินงานเป็นไปอย่างมีระเบียบและยุติธรรม หลังจากนั้นในปี พ.ศ. 2517 ได้มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจะจัดให้มีแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อส่งเสริมการออมทรัพย์และการระดมเงินทุนในประเทศ ตามมาด้วยการแก้ไขบทบัญญัติเกี่ยวกับรายได้เพื่อให้สามารถนำเงินออมมาลงทุนในตลาดทุนได้ ในปี พ.ศ. 2518 รูปแบบทางกฎหมายต่างๆ ได้รับการปรับแก้จนลงตัว และในวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ชื่อภาษาอังกฤษในขณะนั้นคือ The Securities Exchange of Thailand) ได้เปิดทำการซื้อขายขึ้นอย่างเป็นทางการครั้งแรกและได้ทำการเปลี่ยนชื่อภาษาอังกฤษเป็น "The Stock Exchange of Thailand" (SET) เมื่อวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2534

ต่อมาในปี พ.ศ. 2542 ตลาดหลักทรัพย์ MAI จัดตั้งภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อเป็นตลาดทางเลือกในการระดมทุนระยะยาวของธุรกิจ โดยได้เปิดดำเนินการอย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 21 มิถุนายน พ.ศ. 2542 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ MAI ขึ้น เพื่อเปิดโอกาสให้ธุรกิจที่มีศักยภาพในการเติบโตสามารถระดมทุนผ่านตลาดทุนได้ โดยเน้นธุรกิจที่มีการเติบโตสูง และธุรกิจที่มีแนวโน้มการเติบโตดีในอนาคต (Business for the Future) อุตสาหกรรมที่ตลาดหลักทรัพย์ MAI เน้นทำการตลาดเชิงรุก ได้แก่ อุตสาหกรรมเทคโนโลยีสารสนเทศ อุตสาหกรรมด้านสุขภาพและท่องเที่ยว สื่อ โลจิสติกส์ พลังงานและพลังงานทดแทน อุตสาหกรรมอาหาร เป็นต้น สำหรับอุตสาหกรรมการผลิตและการบริการอื่นๆ หากมีคุณสมบัติ ครอบคลุมเกณฑ์รับหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ MAI มีความยินดีรับเป็นบริษัทจดทะเบียนเพื่อให้ ตลาดหลักทรัพย์ MAI มีบริษัทจดทะเบียนในหลากหลายอุตสาหกรรมให้นักลงทุนได้เลือกลงทุนได้ ตามความเหมาะสม ตลาดหลักทรัพย์ MAI สามารถรองรับธุรกิจได้ทุกขนาด ทุนจดทะเบียนชำระแล้วขั้นต่ำภายหลังกระจายหุ้น 50 ล้านบาทขึ้นไป และไม่มีการจำกัดทุนจดทะเบียนชำระแล้วขั้นสูง ซึ่งแตกต่างจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่รองรับได้เฉพาะธุรกิจขนาดใหญ่ซึ่งมีทุนชำระแล้วขั้นต่ำ 300 ล้านบาทขึ้นไปเท่านั้น

2.2.2 คุณสมบัติของบริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI และ SET

คุณสมบัติของบริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI และ SET นอกจากจะต้องพิจารณาเกณฑ์เชิงคุณภาพและการกำกับดูแลกิจการแล้ว ซึ่งประกอบด้วย 1) การรักษาสิทธิของผู้ถือหุ้นและปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเป็นธรรม 2) บทบาท หน้าที่และความรับผิดชอบของกรรมการผู้บริหาร และผู้มีอำนาจควบคุม และ 3) การเปิดเผยข้อมูล ยังต้องพิจารณาเกณฑ์ด้านอื่นๆ ซึ่งแสดงการเปรียบเทียบได้ดังตาราง 2.2 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2561)

ตาราง 2.2 เกณฑ์การเข้าจดทะเบียนในตลาด SET และ MAI

เกณฑ์	SET		MAI	
	เกณฑ์กำไรสุทธิ	เกณฑ์มูลค่าหุ้น สามัญตามราคา ตลาด	เกณฑ์กำไรสุทธิ	เกณฑ์มูลค่าหุ้น สามัญตามราคา ตลาด
มูลค่าที่ตราไว้ขั้นต่ำ	≥ 0.50 บาทต่อหุ้น			
ทุนชำระแล้ว (เฉพาะหุ้นสามัญ)	≥ 300 ล้านบาท		≥ 50 ล้านบาท	
ส่วนของผู้ถือหุ้น	≥ 300 ล้านบาท และก่อนเสนอขายหุ้น IPO ต้องมีส่วนของผู้ถือหุ้น > 0		≥ 50 ล้านบาท และก่อนเสนอขายหุ้น IPO ต้องมีส่วนของผู้ถือหุ้น > 0	
กำไรสุทธิ / มูลค่า หุ้นสามัญตามราคา ตลาด	- 2 ถึง 3 ปีรวมกัน ≥ 50 ล้านบาท - ปีล่าสุด ≥ 30 ล้านบาท - กำไรสะสมงวด ล่าสุด > 0	- $\geq 7,500$ ล้าน บาท - EBIT ปีล่าสุดและ งวดสะสมล่าสุด > 0	- ปีล่าสุด ≥ 10 ล้านบาท - กำไรสะสมงวด ล่าสุด > 0	- $\geq 1,00$ ล้าน บาท - EBIT ปีล่าสุดและ งวดสะสมล่าสุด > 0
ผลการดำเนินงาน	≥ 3 ปี		≥ 2 ปี	
กรรมการและ ผู้บริหารส่วนใหญ่ เป็นกลุ่มเดียวกันมา อย่างต่อเนื่อง	≥ 1 ปี		≥ 1 ปี	
%การเสนอขายหุ้น ต่อประชาชน	$\geq 15\%$ ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว ($\geq 10\%$ หรือ 75 ล้านบาท (แล้วแต่ อย่างใดจะสูงกว่า) หากทุนจดทะเบียน ชำระแล้ว ≥ 500 ล้านบาท)		$\geq 15\%$ ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว	
การกระจายหุ้นให้ผู้ ถือหุ้นรายย่อย	$\geq 25\% + 1,000$ ราย ($\geq 20\%$ หากทุนจดทะเบียนชำระแล้ว $\geq 3,000$ ล้านบาท)		$\geq 25\% + 300$ ราย ($\geq 20\%$ หากทุนจดทะเบียนชำระแล้ว $\geq 3,000$ ล้านบาท)	

ตาราง 2.2 เกณฑ์การเข้าจดทะเบียนในตลาด SET และ MAI (ต่อ)

เกณฑ์	SET		MAI	
	เกณฑ์กำไรสุทธิ	เกณฑ์มูลค่าหุ้น สามัญตามราคา ตลาด	เกณฑ์กำไรสุทธิ	เกณฑ์มูลค่าหุ้น สามัญตามราคา ตลาด
กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ	มีการจัดตั้งกองทุนสำรองเลี้ยงชีพตามกฎหมายว่าด้วยกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ			
นายทะเบียนหลักทรัพย์	แต่งตั้งให้บริษัทศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด (TSD) หรือบุคคลที่ตลาดหลักทรัพย์เห็นชอบให้เป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์			
การห้ามขายหุ้น	Strategic Shareholders รวมกัน 55% ของทุนชำระแล้ว จะถูกห้ามนำหุ้นออกขาย ภายใน 1 ปี ทั้งนี้ จะทยอยขายหุ้นได้ 25% ของหุ้นที่ถูกห้ามขาย เมื่อครบ 6 เดือนหลังเข้าจดทะเบียน			

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.2.3 การจัดกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจของบริษัทจดทะเบียน

การจัดโครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียน เพื่อให้บริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกันได้อยู่ในหมวดเดียวกัน เพื่อความเหมาะสมในการเปรียบเทียบระหว่างกันและเป็นข้อมูลด้านการลงทุนได้อย่างเหมาะสม โดยแนวทางการจัดกลุ่มนั้นให้สามารถสะท้อนประเภทธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนได้ชัดเจน และสะท้อนให้เห็นถึงอุตสาหกรรมของประเทศได้มากขึ้น

(1) หลักเกณฑ์การจัดกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ

- พิจารณาจัดบริษัทตามประเภทธุรกิจที่สร้างรายได้ให้บริษัทเกินกว่าร้อยละ 50 เป็นสำคัญ
- หากไม่มีธุรกิจใดสร้างรายได้ให้บริษัทเกินร้อยละ 50 จะใช้เกณฑ์ด้านกำไรพิจารณาเป็นเกณฑ์รอง ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์อาจพิจารณาใช้หลักเกณฑ์อื่นๆ ประกอบตามที่เห็นสมควร
- ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนดำเนินธุรกิจโดยผ่านการถือหุ้นในบริษัทย่อยหลายแห่ง (Holding Company) บริษัทจะถูกจัดตามประเภทธุรกิจของบริษัทย่อยที่สร้างรายได้หลักให้แก่บริษัท

- ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์จัดบริษัทจดทะเบียนใน SET ตามกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ โดยในปี 2558 มีการจัดบริษัทจดทะเบียนใน mai ตามกลุ่มอุตสาหกรรมด้วย

(2) โครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ

จากหลักเกณฑ์ข้างต้นสามารถจำแนกได้เป็น 8 กลุ่มอุตสาหกรรมและ 28 หมวดธุรกิจ แสดงได้ดังตาราง 2.3 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2561)

ตาราง 2.3 โครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ
1. เกษตรและ อุตสาหกรรมอาหาร	1. ธุรกิจการเกษตร 2. อาหารและเครื่องดื่ม
2. สินค้าอุปโภคบริโภค	3. แฟชั่น 4. ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน 5. ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์
3. ธุรกิจการเงิน	6. ธนาคาร 7. เงินทุนและหลักทรัพย์ 8. ประกันชีวิตและประกันภัย
4. สินค้าอุตสาหกรรม	9. ยานยนต์ 10. วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร 11. บรรจุภัณฑ์ 12. กระดาษและวัสดุการพิมพ์ 13. ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ 14. เหล็กและผลิตภัณฑ์โลหะ
5. อสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้าง	15. วัสดุก่อสร้าง 16. บริการรับเหมาก่อสร้าง 17. พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 18. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

ตาราง 2.3 โครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ (ต่อ)

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ
6. ทรัพยากร	19. พลังงานและสาธารณูปโภค 20. เหมืองแร่
7. บริการ	21. พาณิชยกรรม 22. การแพทย์ 23. สื่อสิ่งพิมพ์ 24. บริการเฉพาะกิจ 25. ท่องเที่ยวและสนันทนาการ 26. ขนส่งและโลจิสติกส์
8. เทคโนโลยี	27. ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ 28. เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.3 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยนี้มีทฤษฎีที่สามารถนำมาใช้อ้างอิง ประกอบด้วย

2.3.1 ทฤษฎีการประเมินมูลค่าทางตรง

ทฤษฎีการประเมินมูลค่าทางตรง (Direct Valuation Theory) พัฒนาขึ้นโดย Holthausen และ Watts (2001) ทฤษฎีนี้อธิบายว่า การเปลี่ยนแปลงมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้น เกิดจากการที่นักลงทุนได้รับข้อมูลหรือความรู้ที่เพิ่มขึ้นเกี่ยวกับกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นของธุรกิจ ทฤษฎีนี้ยังยืนยันว่าข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจไม่เพียงแต่ได้มาจากงบการเงินหรือรายงานทางการเงิน แต่ยังรวมถึงข้อมูลจากแหล่งอื่นๆ ด้วย ดังนั้น มูลค่าของกิจการในปัจจุบันหรือการคาดการณ์มูลค่าของกิจการในอนาคต สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรต่างๆ มากมาย ทั้งที่ปรากฏและไม่ปรากฏอยู่ในงบการเงินหรือรายงานทางการเงิน

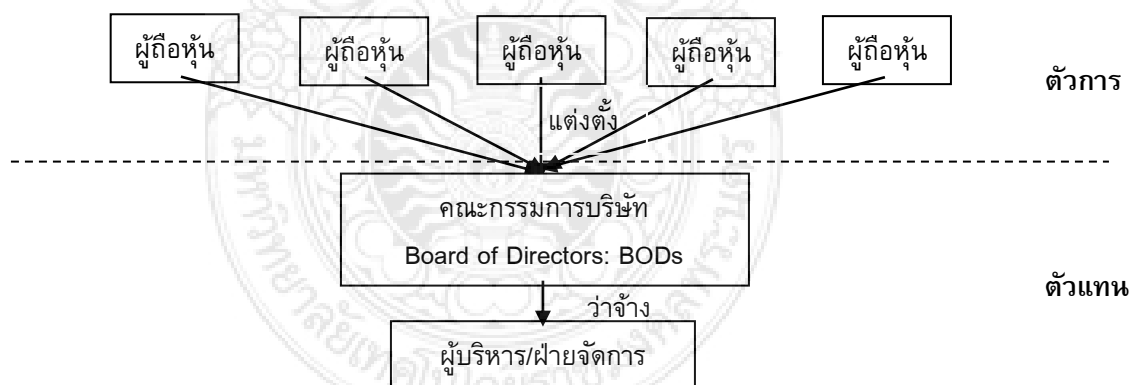
ในกรณีที่ปรากฏว่าข้อมูลที่เป็นตัวเงินไม่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจหรือความสามารถในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ลดลงหรือหายไป ข้อมูลที่ปรากฏในงบการเงินหรือรายงานทางการเงินที่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดได้รับไม่เพียงพอ ดังนั้น บุคคลเหล่านั้นจึงมองหาแหล่งข้อมูลอื่นเพื่อ

ประกอบการตัดสินใจ ข้อมูลดังกล่าวเรียกว่า ข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน (Non-financial Information) (Permatasari และ Narsa, 2022)

การวิจัยทางบัญชีในประเด็นความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ จึงจำเป็นต้องค้นหาตัวแปรที่สามารถให้ความเกี่ยวข้องเพิ่มเติม และหน่วยงานกำกับดูแลต่างๆ ก็พยายามออกแบบรายงานที่จะสามารถเป็นแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องในตลาดจะสามารถนำไปประเมินมูลค่าของกิจการสำหรับประกอบการตัดสินใจ โดยมีทั้งรายงานที่บังคับให้กิจการต้องจัดทำและรายงานที่ขึ้นอยู่กับความสมัครใจของของกิจการที่จะจัดทำ เช่น รายงานความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR Report) ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแลกิจการ (ESG) ที่เปิดเผยในรายงานเพื่อความยั่งยืน (Sustainability Report) รายงานเชิงบูรณาการ (Integrated Report) เป็นต้น โดยที่หน่วยงานกำกับดูแลคาดหวังว่ารายงานเหล่านี้จะช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

2.3.2 ทฤษฎีตัวแทน

ทฤษฎีที่ใช้อธิบายพฤติกรรมของคน/กลุ่มบุคคลและความเป็นไปของกิจการคือ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งมาจากแนวคิดของ Jensen และ Meckling ที่ได้พัฒนาไว้ในปี ค.ศ. 1976 แสดงความสัมพันธ์ของคน/กลุ่มบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกิจการภายใต้ทฤษฎีตัวแทนได้ดังภาพ 2.3



ภาพ 2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท และผู้บริหาร

จากภาพ 2.3 หากเป็นกิจการขนาดเล็กซึ่งมักพบว่าคน/กลุ่มบุคคลทั้ง 3 มักเป็นคน/กลุ่มบุคคลเดียวกันหรือมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด แต่ในกรณีของกิจการขนาดใหญ่ซึ่งระดมเงินทุนจากประชาชนจำนวนมาก เจ้าของเงินทุน (ผู้ถือหุ้น) ถือเป็นเจ้าของที่แท้จริง แต่ด้วยข้อจำกัดเรื่องของจำนวน

คนที่นำเงิน มาลงทุนที่มีทั้งผู้ลงทุนรายใหญ่และรายย่อย จึงไม่สามารถให้เจ้าของเงินทุนเข้าไปบริหารกิจการได้โดยตรง ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจึงแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทผ่านที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อทำหน้าที่ในการกำกับควบคุมการดำเนินงานของผู้บริหาร/ฝ่ายจัดการมืออาชีพที่ถูกว่าจ้างมาทำหน้าที่จัดการงานของกิจการให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์

ดังนั้น ทฤษฎีนี้จึงอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย โดยฝ่ายที่มอบอำนาจคือ ตัวการ (Principal) ในขณะที่อีกฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงานคือ ตัวแทน (Agent) ตราบใดที่ผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนตัดสินใจดำเนินงานเพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดจากเงินลงทุนในวิธีที่สอดคล้องกับการสร้างผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นตัวการแล้ว ความสัมพันธ์ของบุคคล 2 ฝ่ายก็ยังคงมีประสิทธิภาพที่ดี แต่ถ้าหากผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้นและผู้บริหารไม่สอดคล้องกัน จะทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ขึ้น กล่าวคือ หากผู้บริหารตัดสินใจดำเนินงานโดยคำนึงถึงเฉพาะประโยชน์ส่วนตน เช่น การถ่ายโอนทรัพยากรของกิจการไปเป็นของตนเองในรูปแบบผลประโยชน์ทั้งโดยตรงและโดยอ้อม เป็นต้น ก็ทำให้ความมั่นคงของกิจการลดลง และท้ายที่สุดก็ส่งผลต่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น

จะเห็นได้ว่ากลุ่มบุคคลที่มีบทบาทสำคัญที่จะทำให้บรรลุเป้าหมายของการประกอบธุรกิจคือ คณะกรรมการบริษัท (Board of Directors: BODs) ดังนั้น กลไกการกำกับดูแลกิจการจึงให้ความสำคัญกับบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่จะสร้างคุณค่าให้แก่กิจการได้อย่างยั่งยืน โดยคณะกรรมการมีบทบาทหน้าที่ดังนี้

- (1) กำหนดวัตถุประสงค์ เป้าหมายของกิจการที่เป็นไปเพื่อสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน
- (2) ดำเนินการให้บรรลุเป้าหมาย ด้วยการมีคณะกรรมการที่เอื้อให้บรรลุวัตถุประสงค์ที่กำหนด ดูแลและพัฒนาผู้บริหาร (ฝ่ายจัดการ) และพนักงานในองค์กรให้มีความสามารถ ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างรับผิดชอบ
- (3) ติดตามและเปิดเผยข้อมูล โดยดูแลให้มีระบบการควบคุมภายในและการบริหารความเสี่ยงที่เหมาะสม การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล ตลอดจนการมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น

2.3.3 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย

ธกานต์ ชาติวงศ์ (2560) กล่าวถึงทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ซึ่งพัฒนาขึ้นโดย Barnard, C.I. (1938) มีแนวคิดว่า ผู้บริหารไม่ควรใส่ใจเพียงผู้มีส่วนได้เสียภายในองค์กรเท่านั้น แต่ควรสนับสนุนความรับผิดชอบต่อสังคมด้วย และได้ขยายผู้มีส่วนได้เสียในมุมมองของ

บริษัทที่กว้างขวางขึ้นว่าเป็นผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มอื่นที่ไม่ได้รับสิทธิหรือมีเสียงในการดำเนินการหรือบุคคลที่มีอิทธิพลต่อผลลัพธ์ของบริษัททั้งพนักงาน ลูกค้า ผู้ขายปัจจัยการผลิต ชุมชน ท้องถิ่น และรัฐบาล Freeman (1983) สนับสนุนแนวคิดนี้เนื่องจาก ผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มอาจมีผลต่อ (หรือได้รับ) ผลกระทบจากการบรรลุเป้าหมายของบริษัท โดยเชื่อว่าบุคคลเหล่านี้มีผลกระทบ (หรือได้รับ) ผลกระทบจากความสำเร็จตามภารกิจขององค์กร ทั้งจากการตัดสินใจในเชิงนโยบายและการปฏิบัติขององค์กร

ธกานต์ ชาตวิวงศ์ (2560) ยกตัวอย่างงานวิจัยที่สนับสนุนมุมมองของทฤษฎีนี้ เช่น Barnett และ Salomon (2012) ที่ได้ศึกษาว่า ความรับผิดชอบต่อสังคมจะมีผลต่อผลการดำเนินงานขององค์กรหรือไม่ ซึ่งผลการวิจัยพบว่า การที่บริษัทมีความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มอื่นๆ (เช่น ความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม) นอกจากผู้ถือหุ้นแล้ว จะทำให้ผลประโยชน์การดีขึ้น และยังเป็นปัจจัยหนึ่งที่สะท้อนให้เห็นถึงแนวคิดในจริยธรรมของบริษัท (Freeman, 1994) ที่นำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน

2.3.4 ทฤษฎีความชอบธรรม

ธกานต์ ชาตวิวงศ์ (2560) กล่าวถึงทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) ซึ่งพัฒนาขึ้นโดย Suchman, M.C. (1995) อธิบายว่าการดำเนินธุรกิจของบริษัทเกิดจากการที่บริษัทได้รับสิทธิและอำนาจจากสังคมในการใช้ทรัพยากรธรรมชาติและทรัพยากรบุคคลภายใต้เงื่อนไขที่บริษัทจะต้องดำเนินธุรกิจให้ตรงตามความคาดหวังของสังคม หากบริษัทไม่สามารถตอบสนองความต้องการของสังคม กิจกรรมจะถูกปฏิเสธจากสังคมจนไม่สามารถดำรงอยู่ได้ ซึ่งเป็นเหมือนสัญญาณผูกพันขององค์กรที่มีต่อสังคม ดังนั้น บริษัทจะต้องตรวจสอบอยู่เสมอว่าธุรกิจมีการตอบสนองต่อความคาดหวังของสังคมหรือไม่ โดยมุ่งไปที่ความต้องการและความคาดหวังของสังคม แทนการยึดบริษัทเป็นหลัก เพื่อความยั่งยืนขององค์กร

ธกานต์ ชาตวิวงศ์ (2560) ยกตัวอย่างงานวิจัยที่นำทฤษฎีความชอบธรรมมาใช้ในการอธิบายปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นได้ เช่น การศึกษาของ Milne และ Chan (1999) ที่ศึกษาการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนหรือไม่ ผลการศึกษาพบว่า การที่บริษัทเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมด้วยความสมัครใจเป็นปัจจัยหนึ่งที่ช่วยกระตุ้นให้นักลงทุนตัดสินใจลงทุน หรืองานวิจัยบางงานที่พบว่า หากองค์กรมีความรับผิดชอบต่อสังคมสูงจะทำให้การตกแต่งกำไรของบริษัทลดลง (Kim, Park และ Wier, 2012; Yip, Van Staden และ Cahan, 2011)

2.3.5 ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์

ธกานต์ ขาติวงศ์ (2560) กล่าวถึงทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory) ซึ่งพัฒนาขึ้นโดย Donaldson, L. และ Davis, J.H. (1991) โดยมีแนวคิดที่ว่าผู้บริหารที่ไม่มีผลประโยชน์ทับซ้อนจะทำหน้าที่เป็น “ผู้พิทักษ์” (Steward) เพื่อรักษาผลประโยชน์ขององค์กรมากกว่าผลประโยชน์ส่วนตน ซึ่งการกระทำดังกล่าวจะก่อให้เกิดประสิทธิผลสูงสุดต่อผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทุกฝ่าย และจะทำให้องค์กรบรรลุวัตถุประสงค์ตามที่วางไว้ แนวคิดนี้ได้เสนอบทบาทผู้พิทักษ์ว่า เป็นการให้บริการมากกว่าทำเพื่อผลประโยชน์ส่วนตน โดยเชื่อว่าความต้องการขององค์กรและบุคคลจะประสบความสำเร็จสูงสุดได้ก็ต่อเมื่อเคารพและรักษาความสัมพันธ์อันดีเช่นเป็นเจ้าของหรือหุ้นส่วนบริษัท

ธกานต์ ขาติวงศ์ (2560) กล่าวเพิ่มเติมว่าทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์มองว่าผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดคอยติดตามการสร้างความมั่งคั่งขององค์กรในระยะยาว มีงานวิจัยที่ได้แสดงผลมุมมองของผู้พิทักษ์ว่าเป็นผู้แสดงบทบาทที่ดีในการใช้ทรัพยากรขององค์กรได้อย่างคุ้มค่า ซึ่งการแสดงบทบาทนี้ทำให้เกิดความพึงพอใจทั้งวัตถุประสงค์ส่วนตัวและวัตถุประสงค์องค์กรไปพร้อมกัน ซึ่งส่งผลให้ผลประโยชน์เพิ่มสูงขึ้น

2.3.6 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ

ธกานต์ ขาติวงศ์ (2560) กล่าวถึงทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ซึ่งพัฒนาขึ้นโดย Spence, M.I. (1973) อธิบายว่า ผู้บริหารย่อมมีข้อมูลข่าวสารมากกว่าผู้ลงทุน การตัดสินใจเรื่องโครงสร้างเงินทุนจึงเป็นการส่งสัญญาณให้ผู้ลงทุนรู้ว่าผู้บริหารมีความเห็นอย่างไรต่อทิศทางของบริษัทในอนาคต เช่น การเลือกวิธีก่อหนี้ ในกรณีที่ผู้บริหารคาดว่ากิจการจะขาดทุน กิจการจะเลือกใช้วิธีการเพิ่มทุนสามัญ เพื่อดึงดูดผู้ลงทุนรายใหม่เข้าร่วมรับผลขาดทุน แต่ถ้าเป็นการก่อหนี้แบบระดมทุนที่มีต้นทุนที่ต้องจ่ายแน่นอน (คือ ดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งเป็นภาระผูกพันของบริษัท) และกิจการไม่สามารถจ่ายเงินจำนวนดังกล่าวได้ บริษัทจะเข้าสู่ภาวะล้มละลาย ผู้ลงทุนจึงเชื่อว่าการที่บริษัทก่อหนี้เพิ่มหรือมีการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนในสัดส่วนที่สูง บริษัทย่อมมีความมั่นใจในผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทว่าน่าจะเป็นไปในทิศทางที่ดี การส่งสัญญาณด้วยการก่อหนี้จึงเป็นสัญญาณที่มีความน่าเชื่อถือ เป็นต้น

ธกานต์ ขาติวงศ์ (2560) ยกตัวอย่างงานวิจัยที่นำทฤษฎีการส่งสัญญาณมาใช้อธิบายปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้น เช่น งานวิจัยของ Ross (1977) ที่พบว่ากลไกในตลาดที่ผู้บริหารใช้ในการส่งสัญญาณให้นักลงทุนประกอบด้วย การชำระหนี้ การจ่ายเงินปันผล การกู้ยืมเงิน/การก่อหนี้ การซื้อหุ้นคืน การประกาศควบรวมหรือซื้อธุรกิจ การประกาศซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นทั่วไป การประกาศแยกตัวของบริษัท

ร่วมหรือบริษัทย่อย หรืองานวิจัยของ Heijnen และ Van der made (2012) ยังพบว่า การที่บริษัทถูกผู้บริโภคคว่ำบาตร (Customer Boycotts) เป็นอีกกลไกทางการตลาดหนึ่งที่ส่งสัญญาณให้นักลงทุนได้ทราบถึงความสามารถในการดำเนินงานและโอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัทในอนาคตได้

2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.4.1 ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม

EL-Diftar & Elkalla. (2019). ศึกษาความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีในภูมิภาค Middle East and North Africa (MENA) โดยเปรียบเทียบระหว่างกิจการในประเทศ Gulf และไม่ใช่ Gulf โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียน 9 ประเทศ ประกอบด้วย บาร์เรน อียิปต์ จอร์แดน คูเวต โอมาน การ์ตา ซาอุดีอาระเบีย ตูนิเซีย และสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ สำหรับประเทศใน Gulf ประกอบด้วย บาร์เรน คูเวต โอมาน การ์ตา ซาอุดีอาระเบีย และสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ ใช้ข้อมูลจำนวน 10 ปี ระหว่างปี ค.ศ. 2007-2016 จำนวน 798 บริษัท รวมข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ 5,113 ข้อมูล ตัวแปรอิสระคือ ข้อมูลทางบัญชี (มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น) การใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (ตัวแปรหุ่น) และมีตัวแปรควบคุมคือ ความเสี่ยงทางการเงิน (อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์) และเงินปันผลต่อหุ้น รวมทั้งทดสอบความแตกต่างระหว่างกลุ่มประเทศ Gulf ด้วยการกำหนดเป็นตัวแปรหุ่นแล้วนำไป Interaction กับข้อมูลทางบัญชี รวมทั้งการใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ ผลการศึกษาพบว่า กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้นทั้งประเทศในกลุ่ม Gulf และไม่ใช่ Gulf มีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ แต่กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์เฉพาะในกลุ่มประเทศที่ไม่ใช่ Gulf นอกจากนี้ยังพบว่า การใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) มีผลกระทบเชิงลบต่อข้อมูลทางบัญชีในภูมิภาค MENA

Mirza, Malek & Abdul-Hamid (2019) ศึกษาความเกี่ยวข้องของมูลค่าหลักทรัพย์ของรายงานทางการเงิน: หลักฐานจากประเทศมาเลเซีย โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในกระดานหลัก (Main Board) เท่านั้น ระหว่างปี ค.ศ. 2012-2016 จำนวน 607 บริษัท รวมจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ 3,035 ข้อมูล ตัวแปรอิสระคือ ข้อมูลทางบัญชีประกอบด้วย กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น สำหรับตัวแปรควบคุม

ประกอบด้วย ขนาดของกิจการ (วัดจากสินทรัพย์รวม) ความเสี่ยงทางการเงิน (วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์) และการเจริญเติบโต (วัดจากอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาด) ผลการศึกษาพบว่า ข้อมูลทางบัญชีทั้ง 3 ตัวมีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ โดยที่ความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ที่สูงสุดไปหาดำสุดซึ่งพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้นตามลำดับ

Chukwu, Damieibi & Okoye (2019) ศึกษาคุณลักษณะเฉพาะของบริษัทและความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในประเทศไนจีเรีย ข้อมูลที่ใช้ศึกษาจำนวน 6 ปี คือ ระหว่างปี ค.ศ. 2009 – 2014 จำนวน 54 บริษัท โดยจำแนกเป็น 2 ช่วงเวลาคือ ก่อนการใช้นาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) ระหว่างปี ค.ศ. 2009 – 2011 และหลังการใช้ IFRS ระหว่างปี ค.ศ. 2012 – 2014 โดยประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) จำแนกเป็น 2 ตัวแบบ คือ ตัวแบบแรกมีตัวแปรอิสระ 2 ตัว คือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ตัวแบบที่ 2 ผู้ศึกษาได้เพิ่มคุณลักษณะเฉพาะของบริษัท ประกอบด้วยขนาดของบริษัท ภาระผูกพันทางการเงิน สภาพคล่อง รวมทั้งตัวแปรควบคุมคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน การเจริญเติบโต การเปลี่ยนแปลงของบริษัท และคุณภาพการสอบบัญชี (สอบบัญชีโดย Big 4 หรือไม่) ผลการศึกษาพบว่า (1) จากตัวแบบพื้นฐานของ Ohlson (1995) ไม่ว่าจะอยู่ในช่วงก่อนใช้ IFRS หรือหลังใช้ IFRS กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ในทิศทางบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% รวมทั้งสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (adjusted R²) ของช่วงเวลาหลังใช้ IFRS ก็สูงกว่าช่วงเวลาก่อนใช้ IFRS (2) ตัวแบบที่เพิ่มคุณลักษณะเฉพาะของบริษัทพบว่าภาระผูกพันทางการเงินมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ทั้งก่อนและหลังการใช้ IFRS แต่สภาพคล่องมีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ในช่วงเวลาก่อนใช้ IFRS เท่านั้น รวมทั้งการที่เพิ่มตัวแปรคุณลักษณะเฉพาะของบริษัทในตัวแบบที่ 2 ช่วยเพิ่มสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (adjusted R²) เช่นกัน

Eugenio, Parel, Reyes, Yu & Cudia (2019) ศึกษาความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีว่าตอบสนองต่อวิกฤตการณ์ทางการเงินอย่างไร โดยศึกษาจากประเทศในแถบเอเชียตะวันออก จำนวน 6 ประเทศประกอบด้วย ฮองกง อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ และไต้หวัน ระหว่างปี ค.ศ. 2000-2016 โดยแบ่งช่วงข้อมูลเป็น 3 ช่วงคือ ช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินของโลก ปี ค.ศ. 2000-2007 ช่วงระหว่างเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินของโลก ปี ค.ศ. 2008-2009 และช่วงหลังเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินของโลก ปี ค.ศ. 2010-2016 ข้อมูลทางบัญชีที่ใช้เป็นตัวแปรอิสระคือ กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น กำหนดตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการ อัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาด ความเสี่ยงทาง

การเงิน และสภาพคล่องทางการเงิน โดยแบ่งสมการถดถอยเป็น 4 สมการคือ 1) มีเพียงมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น 2) มีเพียงกำไรต่อหุ้น 3) มีมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้น และ 4) มีทั้งมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น ผลการศึกษาพบว่า ในภาพรวมยังพบความไม่สม่ำเสมอของความสัมพันธ์ในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์เปรียบเทียบของทั้ง 3 ช่วงเวลา โดยที่ในสมการถดถอย 1) มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ตลอดทั้ง 3 ช่วงเวลา ส่วนสมการถดถอย 2) พบว่าในช่วงระหว่างเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าหลักทรัพย์ ซึ่งแตกต่างจากอีก 2 ช่วงเวลาที่กำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเชิงบวก ส่วนสมการถดถอย 3) มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องลดลงในระหว่างการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน แต่สำหรับช่วงก่อนและหลังการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินนั้นมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกกับมูลค่าหลักทรัพย์ สำหรับกำไรต่อหุ้นนั้นพบว่ามีเกี่ยวข้องเชิงบวกกับมูลค่าหลักทรัพย์ในช่วงหลังการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินเท่านั้น และสมการถดถอย 4) พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเชิงลบแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติตลอดทั้ง 3 ช่วงเวลา

Kwon (2018) เปรียบเทียบความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีของประเทศอาเซียน 3 ประเทศคือ เกาหลี ญี่ปุ่น และจีน โดยศึกษาจากข้อมูลในช่วงปี ค.ศ. 2006-2015 มีจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์รวม 13,578 ข้อมูล สำหรับตัวแปรอิสระที่เป็นข้อมูลทางบัญชีประกอบด้วย มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น กระแสเงินสดสุทธิต่อหุ้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น และรายได้จากการดำเนินงานต่อหุ้น ผลการศึกษาพบว่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของกำไรต่อหุ้นสูงสุดทั้ง 3 ประเทศ รองลงมาคือ รายได้จากการดำเนินงาน กระแสเงินสดสุทธิ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นตามลำดับ หากเปรียบเทียบสัมประสิทธิ์การถดถอยของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นจะพบว่า ประเทศญี่ปุ่นมีค่าสูงที่สุด รองลงมาคือ ประเทศเกาหลี แต่สำหรับประเทศจีนพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบ ประเทศญี่ปุ่นยังคงมีสัมประสิทธิ์การถดถอยของกำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นสูงสุด รองลงมาคือประเทศเกาหลีและจีน ประเทศญี่ปุ่นมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของกระแสเงินสดสุทธิและรายได้จากการดำเนินงาน รองลงมาคือประเทศจีนและเกาหลี แสดงให้เห็นว่ากำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์มากที่สุด ส่วนกระแสเงินสดสุทธิน้อยที่สุด และจะเห็นว่าค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของข้อมูลทางบัญชีของประเทศญี่ปุ่นมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์สูงสุดเมื่อเปรียบเทียบกับอีก 2 ประเทศ

Badu & Appiah (2018) ศึกษาความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีในประเทศกานา ซึ่งเป็นประเทศในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Country) โดยศึกษาข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ระยะเวลา 10 ปี ระหว่างปี ค.ศ. 2005 – 2014 จำนวนตัวอย่างเท่ากับ 224 ตัวอย่างโดยประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) โดยตัวแบบที่ใช้ในงานศึกษานี้จะมีทั้งรวมตัวแปรอิสระ คือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในตัวแบบเดียวและการแยกตัวแปรอิสระดังกล่าวออกจากกัน และใช้ราคาหุ้น 3 เดือนหลังจากสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี ผลการศึกษาพบว่าหากพิจารณาในภาพรวมของปี ค.ศ. 2005 – 2014 ทั้งกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการตัดสินใจสำหรับนักลงทุน แต่หากพิจารณาเป็นรายปี เช่น ระหว่างปี ค.ศ. 2013 – 2014 สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (adjusted R^2) ของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นลดลง นอกจากนี้ยังพบว่าข้อมูลมูลค่าตามบัญชีและกำไรมีประโยชน์ลดลงหลังการใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) ทั้งนี้ อาจเกิดจากการเพิ่มขึ้นของแหล่งข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน (Non-financial Information) ในตลาดหลักทรัพย์ กานา Badu และ Appiah ยังทำการทดสอบเพื่อเปรียบเทียบระหว่างบริษัทในกลุ่มบริการและกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นหรือกำไรต่อหุ้นใช้อธิบายราคาหุ้นได้ดีกว่ากัน พบว่า ในกลุ่มบริการกำไรต่อหุ้นใช้อธิบายราคาหุ้นได้ดีกว่า ในขณะที่มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นใช้อธิบายราคาหุ้นได้ดีกว่าในกลุ่มอุตสาหกรรม

Juniarti, Helena, Novitasari & Tjandinata (2018) ศึกษาความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ของการใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) ในประเทศอินโดนีเซีย ซึ่งผู้ศึกษาได้กล่าวว่า ยังเป็นที่ถกเถียงและหาข้อสรุปไม่ได้ว่าการใช้ IFRS สามารถเพิ่มความเกี่ยวข้องในการตัดสินใจของข้อมูลทางบัญชีหรือไม่ โดยเฉพาะประเทศกำลังพัฒนาอย่างประเทศอินโดนีเซีย โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรม จำนวน 60 บริษัท ครอบคลุมระยะเวลา 8 ปี คือ ปี ค.ศ. 2007 – 2014 โดยจำแนกช่วงเวลาของการศึกษาเป็น 2 ช่วงคือ ช่วงก่อนการใช้ IFRS (ค.ศ. 2007 – 2010) และช่วงหลังการใช้ IFRS (ค.ศ. 2011 – 2014) เพื่อเปรียบเทียบค่า adjusted R^2 ของ 2 ช่วงเวลาดังกล่าว สำหรับข้อมูลทางบัญชีที่เป็นตัวแปรอิสระของการศึกษาในครั้งนี้ประกอบด้วย กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นสำหรับตัวแปรตามคือ ราคาหุ้นถัวเฉลี่ย 10 วันหลังจาก 3 เดือนที่มีการเผยแพร่งบการเงิน โดยไม่มีตัวแปรควบคุม ผลการศึกษาพบว่า ความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีหลังการใช้ IFRS เพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับก่อนการใช้ IFRS

Umar, Dikki & Yahaya (2018) ศึกษามาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ และคุณภาพของรายงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประกันภัยในประเทศไนจีเรีย จำนวน 13 บริษัท ระหว่างปี ค.ศ. 2006-2015 โดยแบ่งช่วงการทดสอบเพื่อทำการเปรียบเทียบคุณภาพของรายงานทางการเงินเป็น 2 ช่วงคือ ช่วงก่อนการนำ IFRS มาใช้ ระหว่างปี ค.ศ. 2006-2010 และช่วงหลังการนำ IFRS มาใช้ระหว่างปี ค.ศ. 2011-2015 ประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) โดยมีตัวแปรอิสระคือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ผลการศึกษาพบว่า คุณภาพของรายงานทางการเงินของบริษัทประกันภัยหลังการนำ IFRS มาใช้ดีขึ้น ทั้งกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ ทั้งนี้ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเพิ่มขึ้น แต่กำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องน้อยลง

Vijitha & Nimalathan (2014) ศึกษาความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์โคลัมโบ ประเทศศรีลังกา ข้อมูลที่ใช้ศึกษาจำนวน 20 บริษัท ระยะเวลา 5 ปี คือ ปี ค.ศ. 2008 – 2012 สำหรับตัวแปรข้อมูลทางบัญชีที่เป็นตัวแปรอิสระประกอบด้วย กำไรต่อหุ้น สินทรัพย์สุทธิต่อหุ้น อัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E Ratio) และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาพบว่า กำไรต่อหุ้นและสินทรัพย์สุทธิต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ในทิศทางบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% และ 10% ตามลำดับ

Pervan & Bartulovic (2014) ศึกษาความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีกับมูลค่าหลักทรัพย์หลักฐานเชิงประจักษ์ในประเทศแถบยุโรปตะวันออกเฉียงใต้ (South Eastern European Countries : SEE) คือ โครเอเชีย สโลเวเนีย เซอร์เบีย บอสเนีย และเฮอร์เซโกวีนา จำนวน 5 ตลาดคือ Ljubljana, Zagreb, Sarajevo, Banja Luka และ Belgrade รวม 97 บริษัท ระหว่างปี ค.ศ. 2005 – 2010 โดยแยกตัวแบบเพื่อพิจารณาความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์เป็น 2 ตัวแบบ คือ ตัวแบบที่ใช้มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและตัวแบบที่ใช้กำไรต่อหุ้นเป็นตัวแปรที่ใช้อธิบายความเกี่ยวข้องของมูลค่าหลักทรัพย์ พบว่า ในภาพรวมข้อมูลทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์แต่เมื่อพิจารณาแต่ละตลาดจะพบความแตกต่าง เช่น ในประเทศสโลเวเนีย สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (adjusted R²) ของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นสูงกว่ากำไรต่อหุ้น ซึ่งมีลักษณะเช่นเดียวกับประเทศโครเอเชีย ส่วนในตลาด Sarajevo มีเพียงมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเท่านั้นที่มีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ เช่นเดียวกันกับตลาด Banja Luka

Elshandidy (2014) ศึกษาความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชี หลักฐานจากตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน ระหว่างปี ค.ศ. 1999-2012 โดยเปรียบเทียบหุ้น 3 กลุ่มได้แก่ A-share คือ

หุ้นของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจภายในประเทศ (มีการซื้อขายหุ้นเฉพาะนักลงทุนภายในประเทศ) บริษัทที่ออกหุ้นกลุ่มนี้จะใช้มาตรฐานการบัญชีของจีน (Chinese Accounting Standard) B-share คือ หุ้นของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจทั้งในประเทศและระหว่างประเทศ (มีการซื้อขายหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติด้วย) บริษัทที่ออกหุ้นจะใช้มาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (International Accounting Standards: IAS) หรือมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (International Financial Reporting Standards: IFRS) และ H-share คือ หุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง บริษัทที่ออกหุ้นในกลุ่มนี้จะใช้มาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศหรือมาตรฐานการบัญชีของฮ่องกง (Hong Kong GAAP) นอกจากนี้ในปี ค.ศ. 2007 สาธารณรัฐประชาชนจีนได้เปลี่ยนมาใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ ผลการศึกษาพบว่า ในภาพรวมข้อมูลทางบัญชีคือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของหุ้นทั้ง 3 กลุ่ม แต่หากพิจารณาผลของการนำ IFRS มาใช้กลับพบว่า A-share และ B-share เท่านั้นที่ทำให้ข้อมูลทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่ามากขึ้น

Shamki (2013) ศึกษาผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจกับความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีในประเทศจอร์แดน ศึกษาจากบริษัทในกลุ่มบริการและอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Amman (Amman Stock Exchange: ASE) จำนวน 91 บริษัท ระหว่างปี ค.ศ.2004-2009 การศึกษาในครั้งนี้ Shamki ให้ราคาหุ้น 3 ลักษณะคือ ราคาเฉลี่ย ราคาปิด และราคา 3 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี ส่วนข้อมูลทางบัญชีที่เป็นตัวแปรอิสระคือ กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น ตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจคือ มีนักนักลงทุนต่างชาติเป็นเจ้าของ และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มากกว่าค่ากลาง (มัธยฐาน) ซึ่งทั้งสองตัวแปรนี้กำหนดเป็นตัวแปรหุ่น สำหรับตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการ (วัดด้วยสินทรัพย์รวม) และความเสี่ยงทางการเงิน (วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์) ผลการศึกษาพบว่า กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์สูงกว่าสำหรับกิจการที่มีนักนักลงทุนต่างชาติเป็นเจ้าของและมีปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มากกว่า โดยที่ราคาปิดของหุ้นได้รับผลกระทบจากตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจมากกว่าราคาหุ้นอีก 2 ลักษณะ

กิตติมา อัครนพวงศ์ (2565) ศึกษาการเปลี่ยนแปลงของความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีหลังจากนำมาตราฐานการรายงานทางการเงินไทย (ปรับปรุง 2562) มาใช้: หลักฐานเชิงประจักษ์จากสถาบันการเงินในประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชี (กำไร มูลค่าตามบัญชีของส่วนของ

ผู้ถือหุ้น และกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จอื่น) และศึกษาว่ามีการเปลี่ยนแปลงของความสัมพันธ์ในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางการบัญชีหลังจากนำมาตรฐานการรายงานทางการเงินไทย (ปรับปรุง 2562) มาใช้หรือไม่ และมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 2 ฉบับที่สำคัญ ซึ่งส่งผลต่อวิธีปฏิบัติทางการบัญชีที่ใช้กับการเงินสำหรับรอบระยะเวลาบัญชีที่เริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2563 เป็นต้นไป คือ มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 9 เรื่อง เครื่องมือทางการเงิน และมาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 16 เรื่อง สัญญาเช่า การศึกษานี้ใช้บริษัทจดทะเบียน ในหมวดธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นกลุ่มตัวอย่าง ตัวแบบที่ใช้คือ ตัวแบบของ Ohlson โดยมีการเพิ่มตัวแปรกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จอื่นเป็นตัวแปรอธิบายในสมการ ระยะเวลาที่ศึกษาคือ พ.ศ. 2562-2563 ผลการศึกษาพบว่า กำไรและมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ในขณะที่กำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จอื่นไม่มีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีเพิ่มสูงขึ้นหลังจากนำมาตรฐานการรายงานทางการเงินไทย (ปรับปรุง 2562) มาใช้ ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของกำไรเพิ่มขึ้น ในขณะที่ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชีและกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จอื่นไม่มีการเปลี่ยนแปลงหลังจากนำมาตรฐานการรายงานทางการเงินไทย (ปรับปรุง 2562) มาใช้

อนุวัฒน์ ภักดี และศิลปพร ศรีจันทเพชร (2563) ศึกษาความสัมพันธ์ของข้อมูลบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน: มุมมอง 15 ปี เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าตามบัญชีและกำไรต่อหุ้นต่อราคาหลักทรัพย์และวิเคราะห์เปรียบเทียบความสัมพันธ์ส่วนเพิ่มของมูลค่าตามบัญชีและกำไรต่อหุ้นของบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ครอบคลุมระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2547-2561 รวมจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ 762 ข้อมูล ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าตามบัญชีและกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับราคาหลักทรัพย์ สำหรับผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ส่วนเพิ่ม พบว่า มูลค่าตามบัญชีและกำไรต่อหุ้นของอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ตลอดช่วงเวลา 15 ปี ซึ่งแสดงให้เห็นประโยชน์ของข้อมูลบัญชีต่อการตัดสินใจ นอกจากนี้ ผลการศึกษายังพบว่า กำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องส่วนเพิ่มมากกว่ามูลค่าตามบัญชีอย่างต่อเนื่องในช่วงปี พ.ศ. 2552-2561

กิตติมา อัครนุพงศ์ (2560) ศึกษาการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของกำไร มูลค่าตามบัญชี และกระแสเงินสด: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ในประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์ในการตรวจสอบและเปรียบเทียบความสัมพันธ์ในการ

กำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของกำไร มูลค่าตามบัญชี และกระแสเงินสด กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ในประเทศไทย ช่วงเวลาที่ศึกษาคือ ปี พ.ศ. 2554 – 2558 ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษานี้ปรับจากตัวแบบของ Ohlson (1995) และตัวแบบของ Feltham และ Ohlson (1995) ผลการศึกษาพบว่า กำไรทางบัญชี มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ กำไร มูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสดเป็นข้อมูลที่มีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของกำไรและมูลค่าตามบัญชีมากกว่าความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดและมูลค่าตามบัญชี นอกจากนี้ ผลการศึกษายังพบว่ากำไรทางบัญชีถือเป็นข้อมูลที่มีความเกี่ยวข้องในการตัดสินใจมากที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับมูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสด ซึ่งแสดงว่านักลงทุนไทยให้ความสำคัญในการใช้ข้อมูลกำไรในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ มากกว่ามูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสด อีกทั้งการศึกษานี้ยังมีการเพิ่มตัวแปรควบคุม 3 ตัวแปรในตัวแบบซึ่งประกอบด้วย ขนาด ความเสี่ยง และการเติบโตของกิจการ ผลที่ได้พบว่าขนาดและการเติบโตของกิจการมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ความเสี่ยงในการก่อหนี้มีความสัมพันธ์เป็นลบกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากแนวคิดทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องซึ่งยังแสดงผลในลักษณะผสม โดยที่ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์แตกต่างกันไปในแต่ละสถานการณ์และช่วงเวลาที่ทำการวิจัย ดังนั้น ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานของการวิจัย (H_a) คือ ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม (กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น) มีความเกี่ยวข้องเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

2.4.2 ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: สินทรัพย์ไม่มีตัวตน

Pechlivanidis, Ginoglou & Barmpoutis (2022) ศึกษาวิกฤตการณ์หนี้ อายุและความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของค่าความนิยม หลักฐานจากประเทศกรีซ โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนใน Athens Stock Exchange จำนวน 69 บริษัท ระยะเวลา 12 ปีคือ ปี ค.ศ. 2007-2018 รวมจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ 508 ข้อมูล ใช้ทั้งตัวแบบราคา (Ohlson, 1995) และตัวแบบผลตอบแทน (Easton & Harris, 1991) ผู้ศึกษาทดสอบความเกี่ยวข้องของค่าความนิยมจากยอดคงเหลือของปีก่อนและค่าความนิยมที่รับรู้ระหว่างปี ผลการศึกษาพบว่า นักลงทุนให้ความสำคัญกับค่าความนิยมที่มีการรับรู้ระหว่างปีมากกว่าค่าความนิยมที่คงเหลือมาจากปีก่อนๆ กล่าวคือ ค่าความนิยมที่เกิดขึ้นระหว่างปีมีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ในเชิงบวกทั้งสองตัวแบบ นอกจากนี้ค่าความนิยม

ยังมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่เกิดวิกฤตการณ์นี้ คือ ระหว่างปี ค.ศ. 2010-2018

Al-ani & Tawfix (2021) ศึกษาผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชี หลักฐานเชิงประจักษ์จากตลาดเกิดใหม่ในกลุ่ม Gulf Cooperation Council (GCC) 6 ประเทศคือ ซาอุดีอาระเบีย โอมาน การ์ตา คูเวต บาร์เรน และสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ ศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของทั้ง 6 ประเทศ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2008 – 2016 จำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์คือ 1,026 ข้อมูล ประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) โดยจำแนกเป็น 3 ตัวแบบคือ ตัวแบบที่มีเพียงข้อมูลทางบัญชีคือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้น ตัวแบบที่มีเพียงสินทรัพย์ไม่มีตัวตน และตัวแบบที่มีทั้งข้อมูลทางบัญชีและสินทรัพย์ไม่มีตัวตน Al-ani และ Tawfix พบผลการศึกษาในลักษณะผสมผสาน (Mixed Result) กล่าวคือ สินทรัพย์ไม่มีตัวตนช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีในทิศทางบวกในประเทศสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ และพบความสัมพันธ์เชิงลบในประเทศคูเวต ส่วนประเทศอื่นๆ ไม่พบความสัมพันธ์ของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับราคาหลักทรัพย์ และเมื่อพิจารณาค่า adjusted R^2 ของตัวแบบที่ 3 (กำไรต่อหุ้นมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้น และสินทรัพย์ไม่มีตัวตน) สูงกว่า adjusted R^2 ของตัวแบบที่ 1 และ 2 ใน 4 ประเทศยกเว้น ประเทศโอมานและการ์ตา

Egiyi (2021) ศึกษาความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไนจีเรีย ศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนจำนวน 16 บริษัท ระหว่างปี ค.ศ. 2010-2020 สำหรับตัวแปรอิสระที่เป็นข้อมูลทางบัญชีประกอบด้วย กำไรต่อหุ้น เงินปันผลต่อหุ้น รวมทั้งสินทรัพย์ไม่มีตัวตนประเภทยี่ห้อหรือตรา (Brand) ผลการศึกษาพบว่า ข้อมูลทางบัญชีทั้ง 3 ตัว มีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยที่กำไรต่อหุ้นและยี่ห้อหรือตรา มีความสัมพันธ์เชิงบวก แต่เงินปันผลต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบ

Paolone, Tiscini & Martiniello (2020) ศึกษาการบัญชีและความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ซึ่งเป็นการศึกษาในระยะยาวของตลาดหลักทรัพย์อิตาลีระหว่างปี ค.ศ. 2010-2018 ศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนจำนวน 224 บริษัท ครอบคลุมระยะเวลา 9 ปี รวมข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์คือ 2,016 ข้อมูล เพื่อศึกษาว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่รับรู้ในงบการเงินภายใต้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อิตาลีหรือไม่ ประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) โดยเพิ่มตัวแปรสินทรัพย์ไม่มีตัวตนทั้งที่เป็นจำนวนเงินรวมและสินทรัพย์ไม่มีตัวตนแต่ละรายการ ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวมมี

ความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และเมื่อทดสอบความสัมพันธ์โดยแยกสินทรัพย์ไม่มีตัวตนแต่ละรายการแล้วพบว่า ทั้งค่าความนิยม การวิจัยและพัฒนา และสินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่นต่างก็มีความสัมพันธ์กับมูลค่าหลักทรัพย์ในทิศทางบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ

Cordazzo & Rossi (2020) ศึกษาผลกระทบของการบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศกับความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในประเทศอิตาลี โดยศึกษาข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาด Borsa Italiana ระหว่างปี ค.ศ. 2000-2015 รวมข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์คือ 1,836 ข้อมูล โดยพิจารณาช่วงเวลาก่อน (ค.ศ. 2000-2004) และหลัง (ค.ศ. 2005-2015) การบังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ นอกจากนี้ยังแยกตัวอย่างเป็น 2 กลุ่มคือ กิจกรรมที่มีและไม่มีความสัมพันธ์ของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน Cordazzo & Rossi จัดกลุ่มกิจกรรมที่มีความสัมพันธ์ของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนคือ กิจกรรมเกี่ยวกับการดูแลคุณภาพ กิจกรรมบริการลูกค้า และกิจกรรมด้านเทคโนโลยีและการสื่อสาร สำหรับตัวแปรอิสระที่เกี่ยวกับสินทรัพย์ไม่มีตัวตน แยกเป็นค่าความนิยม ต่อหุ้น ทรัพย์สินทางปัญญาต่อหุ้น การวิจัยและพัฒนาต่อหุ้น ต้นทุน Start-up ต่อหุ้น และสินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่นต่อหุ้น ผลการศึกษาพบว่า ค่าความนิยม ทรัพย์สินทางปัญญา ต้นทุน Start-up และสินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่นมีความสัมพันธ์ทางบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญในช่วงเวลาก่อนการใช้ IFRS ส่วนการวิจัยและพัฒนาไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ สำหรับช่วงเวลหลังการใช้ IFRS พบว่ามีเพียงค่าความนิยมและการวิจัยและพัฒนาที่มีผลกระทบทางบวกต่อราคาหลักทรัพย์ แต่ต้นทุน Start-up มีผลกระทบทางลบต่อราคาหลักทรัพย์ สำหรับกิจกรรมที่มีความสัมพันธ์ของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนพบว่า ภายหลังการใช้ IFRS ความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ของทรัพย์สินทางปัญญาและการวิจัยและพัฒนาดลดลง ในขณะที่ค่าความนิยมและสินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่นมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น

Kumari & Mishra (2019) ศึกษาความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ของการรายงานการวิจัยและพัฒนาในประเทศอินเดีย: ความมีนัยสำคัญของความสัมพันธ์ของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาด Bombay (Bombay Stock Exchange: BSE) ระหว่างปี ค.ศ. 2005-2016 รวมข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์คือ 3,035 ข้อมูล เพื่อเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ของการตั้งขึ้นเป็นทุนของการวิจัยและพัฒนา (Capitalized R&D) กับค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา (R&D Expenditure) ระหว่างกิจการในกลุ่มที่มีความสัมพันธ์และไม่มีสัมพันธ์ของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (Intangible and non-Intangible Intensive Firms) สำหรับวิธีการแยกกลุ่มกิจการนั้นอาศัย NIC code Division 20, Division 22, Division 26, Section J และ Section M เป็น

กิจการในกลุ่มที่มีความเข้มข้นของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน เช่น ธุรกิจผลิตยา ธุรกิจการสื่อสารและข้อมูลสารสนเทศ ธุรกิจด้านวิชาชีพ ธุรกิจที่ดำเนินกิจกรรมด้านวิทยาศาสตร์และด้านเทคนิค เป็นต้น ผลการศึกษาพบว่า ในกิจการกลุ่มที่มีความเข้มข้นของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนนั้น Capitalized R&D มีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์มากกว่า R&D Expenditure แต่ในกิจการกลุ่มที่ไม่มีความเข้มข้นของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน R&D Expenditure มีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์สูงกว่า Capitalized R&D

Ji (2018) ศึกษาความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์และความน่าเชื่อถือของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน หลักฐานเชิงประจักษ์ในประเทศเกาหลีใต้ ทำการศึกษาจากบริษัทจดทะเบียน ระหว่างปี ค.ศ. 2011-2016 รวมจำนวนข้อมูลที่ใช้วิเคราะห์คือ 8,184 ข้อมูล โดยประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) สำหรับตัวแปรที่ใช้วัดความน่าเชื่อถือของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (ตัวแปรหุ่น) จะวัดจากผลต่างระหว่างสินทรัพย์รวม (ยกเว้นสินทรัพย์ไม่มีตัวตน) กับหนี้สินรวม หากสินทรัพย์รวม (ยกเว้นสินทรัพย์ไม่มีตัวตน) มากกว่าหนี้สินรวม แสดงว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความน่าเชื่อถือสูง ในทางตรงกันข้ามหากสินทรัพย์รวม (ยกเว้นสินทรัพย์ไม่มีตัวตน) น้อยกว่าหนี้สินรวม แสดงว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความน่าเชื่อถือน้อย เมื่อวิเคราะห์สมการถดถอยจากตัวอย่างทั้งหมดจะพบว่า ทั้งมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น (ไม่รวมสินทรัพย์ไม่มีตัวตน) สินทรัพย์ไม่มีตัวตน กำไรต่อหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับราคาหุ้น รวมทั้งความน่าเชื่อถือของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนซึ่งพิจารณาจากสัมประสิทธิ์การถดถอยของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนคุณด้วยความน่าเชื่อถือของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนก็พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นกัน นอกจากนี้ Ji ยังทำการทดสอบโดยแยกตัวอย่างออกเป็น 2 ตลาดคือ KOSPI และ KOSDAQ ผลการศึกษาพบว่า ความน่าเชื่อถือของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนของตลาด KOSPI มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ตลาด KOSDAQ ไม่พบความสัมพันธ์ กล่าวคือ คุณภาพและความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาด KOSPI สูงกว่าในตลาด KOSDAQ

Kimouche & Rouabhi (2016) ศึกษาผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชี หลักฐานจากบริษัทในประเทศฝรั่งเศส ศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ใช่ธุรกิจการเงิน ระหว่างปี ค.ศ. 2005-2013 จำนวน 186 บริษัท รวมจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาคือ 1,359 ข้อมูล แยกตัวแบบเป็น 4 ตัวแบบคือ 1) ตัวแบบที่กำหนดตัวแปรอิสระเป็นตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม (Traditional Accounting Measure) คือ มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น (ไม่รวมสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและค่าความนิยม) กำไรต่อหุ้น (กำไรสุทธิบวกการตัดจำหน่ายและการด้อยค่า) และใช้กระแสเงินสดสุทธิเป็นตัวแปรควบคุม 2) ตัวแบบที่กำหนดตัวแปรอิสระเป็นรายการ

เกี่ยวกับสินทรัพย์ไม่มีตัวตนคือ สินทรัพย์ไม่มีตัวตนสุทธิต่อหุ้น ค่าความนิยมต่อหุ้น และการตัดจำหน่าย และการด้อยค่าต่อหุ้น 3) ตัวแบบที่รวมตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม ข้อมูลสินทรัพย์ไม่มีตัวตน และ ค่าความนิยม และ 4) ตัวแบบที่ใช้คำนวณความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่ม ซึ่งคำนวณจาก adjusted R^2 จากตัวแบบที่ 3 เปรียบเทียบกับ adjusted R^2 จากตัวแบบที่ 1 ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ไม่มีตัวตน และตัววัดทางการบัญชีแบบดั้งเดิมมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ ส่วนการตัดจำหน่ายและการด้อยค่า รวมทั้งกระแสเงินสดสุทธิไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าตลาด รวมทั้งพบว่า ค่าความนิยมและมูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นมีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าตลาดมากกว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและกำไรต่อหุ้น นอกจากนี้พบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีอีกด้วย

Oliveira, Rodrigues & Craig (2010) ศึกษาสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์ประเทศโปรตุเกส โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ใช้ธุรกิจการเงิน ระหว่างปี ค.ศ. 1998-2008 รวมจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ 354 ข้อมูล นอกจากนี้ประเทศโปรตุเกสมีการนำมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศหรือมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IAS/IFRS) มาใช้ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2005 ผลการศึกษาพบว่า กำไรต่อหุ้น ค่าความนิยม และสินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่น มีความเกี่ยวข้องอย่างมากกับราคาหุ้น และเมื่อพิจารณาช่วงเวลาก่อนและหลังการนำ IAS/IFRS มาใช้พบว่า เดิมที่บริษัทใช้มาตรฐานการบัญชีของประเทศโปรตุเกส (Portugueses GAAP) กำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกกับราคาหุ้น และหลังจากที่บริษัทใช้ IAS/IFRS กลับพบว่า กำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ลดลง นอกจากนี้ยังพบว่าค่าความนิยม การวิจัยและพัฒนา และสินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่นมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นหลังจากใช้ IAS/IFRS

Abdul-Shukor, Ibrahim, Kaur & Md-Nor (2008) ศึกษาความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ของสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนที่ไม่มีตัวตนในเงื่อนไขทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน เพื่อตรวจสอบความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ของสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนที่ไม่มีตัวตนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Bursa ที่เป็น Main Board ของประเทศมาเลเซีย สำหรับระยะเวลา 12 ปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1990-2001 ในช่วงเวลาดังกล่าวประเทศมาเลเซียได้ประสบกับความแตกต่างของภาวะเศรษฐกิจและสภาพแวดล้อมทางการบัญชีถึง 3 เหตุการณ์ โดยในช่วงต้นของทศวรรษ 1990 เป็นช่วงที่ประเทศมาเลเซียมีภาวะเศรษฐกิจที่ดีและข้อบังคับทางการบัญชีที่มีความเข้มงวดน้อย ในช่วงระหว่างปี ค.ศ. 1997-1998 เกิดวิกฤติการณ์ทางการเงิน โดยในปี ค.ศ. 1997 รัฐบาลได้จัดตั้งคณะกรรมการ

กำหนดมาตรฐานการบัญชีของประเทศมาเลเซีย (The Malaysia Accounting Standards Board: MASB) ขึ้น ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1999-2001 เศรษฐกิจของประเทศมาเลเซียกลับมาฟื้นตัวรวมทั้งการมีกรอบข้อบังคับทางการบัญชีที่เข้มงวด การทดสอบแบ่งเป็น 3 ช่วงคือ ช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน (ค.ศ. 1990-1996) ช่วงเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน (ค.ศ. 1997-1998) และช่วงหลังเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน (ค.ศ. 1999-2001) ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนที่ไม่มีตัวตนยกเว้นปี ค.ศ. 1996 มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์เชิงลบ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนในช่วงระหว่างเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนที่ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์เชิงบวกในปี ค.ศ. 1997 แต่ปรากฏความสัมพันธ์เชิงลบในปี ค.ศ. 1998 อย่างไรก็ตาม ในช่วงเวลานี้ความสัมพันธ์ดังกล่าวก็ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ในช่วงหลังเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน ความสัมพันธ์ของสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนที่ไม่มีตัวตนกับราคาหลักทรัพย์ของทั้ง 3 ปีมีความสัมพันธ์เชิงลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากแนวคิดทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องซึ่งยังแสดงผลในลักษณะผสม โดยที่สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์แตกต่างกันไปในแต่ละสถานการณ์และช่วงเวลาที่ทำการวิจัย รวมทั้งผู้วิจัยมีความสนใจว่าในบริบทตลาดทุนของประเทศไทย สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีอิทธิพลต่อมูลค่าหลักทรัพย์หรือไม่ อย่างไร ดังนั้น ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานของการวิจัย (H_2) คือ สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

2.4.3 ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน

(1) การกำกับดูแลกิจการ

Almujamed & Alfraih (2020) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชี หลักฐานจากประเทศคูเวต เพื่อทดสอบว่าคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัท (ขนาดของคณะกรรมการ จำนวนคณะกรรมการที่มีผู้บริหาร และการปฏิบัติหน้าที่ควบของ CEO และประธานคณะกรรมการบริษัท) ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งประกอบด้วย กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น สำหรับผู้เกี่ยวข้องกับตลาดหรือไม่ โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียน (KSE) จำนวน 178 บริษัทในปี ค.ศ. 2013 โดยแยกทดสอบสมการถดถอยเป็น 3 ตัวแบบคือ ตัวแบบที่มีเพียงข้อมูลทางบัญชีเท่านั้น ตัวแบบที่มีข้อมูลทางบัญชีและคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัท และตัวแบบที่มีข้อมูลทางบัญชี คุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัท และ Interaction ระหว่างข้อมูลทางบัญชีและคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัท ผลการศึกษาพบว่า ในตัวแบบแรกข้อมูลทางบัญชีทั้งสองมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าหลักทรัพย์และมีนัยสำคัญ

ทางสถิติเช่นเดียวกับตัวแบบ ที่ 2 แต่ตัวแบบที่ 2 พบเพียงขนาดของคณะกรรมการเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าหลักทรัพย์และมียุทธศาสตร์ทางสถิติ ส่วนในตัวแบบที่ 3 พบว่ามูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์และมียุทธศาสตร์ทางสถิติ ส่วน Interaction ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับข้อมูลทางบัญชีนั้นพบว่า กำไรต่อหุ้น $\times$ ขนาดของคณะกรรมการ และกำไรต่อหุ้น $\times$ การปฏิบัติหน้าที่ควบของ CEO และประธานคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และค่า adjusted R^2 ของทั้ง 3 ตัวแบบเพิ่มขึ้น (68.2%, 68.7% และ 71.7% ตามลำดับ)

Habib & Azim. (2018). ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชี หลักฐานจากประเทศออสเตรเลีย ศึกษาข้อมูลจากบริษัทที่มีอันดับสูงสุด 500 บริษัทของประเทศออสเตรเลีย (Australia's Top 500 Company) โดยไม่รวมธุรกิจการเงิน ระหว่างปี ค.ศ. 2001-2003 จำนวนตัวอย่างรวมคือ 1,289 ตัวอย่าง ประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) ที่ใช้ข้อมูลทางบัญชี 2 ตัวคือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น สำหรับตัวแปรเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่มีจำนวน 9 Proxy ผู้ศึกษาใช้เทคนิค Principal Component Analysis (PCA) สำหรับจัดกลุ่มตัวแปรเป็น 3 กลุ่มคือ โครงสร้างคณะกรรมการ ความเป็นอิสระ และคุณภาพการสอบบัญชี โดยใช้สมการถดถอยพื้นฐานที่มีเพียงข้อมูลทางบัญชี สมการถดถอยที่มีตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ และสมการถดถอยที่นำตัวแปรการกำกับดูแลกิจการไป Interaction กับข้อมูลทางบัญชี ผลการศึกษาพบว่าในสมการถดถอยแรกข้อมูลทางบัญชีทั้งสองตัวมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ส่วนในสมการถดถอยที่สองที่เพิ่มตัวแปรการกำกับดูแลกิจการพบว่า ข้อมูลทางบัญชีทั้งสองตัวยังคงมีความเกี่ยวข้อง ส่วนตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ 2 ตัวคือ โครงสร้างคณะกรรมการและคุณภาพการสอบบัญชีมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ และสำหรับสมการถดถอยที่สามนั้น ผลของการ Interaction ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการกับกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น มีความเกี่ยวข้องกับการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ส่วนข้อมูลทางบัญชีทั้งสองตัวยังคงเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์เช่นเดียวกับสมการถดถอยที่หนึ่งและสอง

Fiador (2013) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลที่เป็นตัวเงิน หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์กานา ใช้ข้อมูลช่วงปี ค.ศ. 1997-2006 จากบริษัทจดทะเบียนที่ไม่ใช่ธุรกิจการเงิน วิเคราะห์สมการถดถอยแบบ Panel ด้วย Random Effects ประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) สำหรับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการใช้ Proxy 3 ตัวคือ องค์ประกอบของคณะกรรมการ (ร้อยละของคณะกรรมการภายนอก) ขนาดของคณะกรรมการ (จำนวนของ

คณะกรรมการ) และการทำหน้าที่ควบของ CEO (ตัวแปรหุ่น) ผลการศึกษาพบว่า กำไรต่อหุ้นไม่มีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ แต่มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับองค์ประกอบของคณะกรรมการมีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ เช่นเดียวกับการทำหน้าที่ควบของ CEO ในขณะที่ขนาดของคณะกรรมการมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกสำหรับอิทธิพลร่วมของการกำกับดูแลกิจการกับข้อมูลที่เป็นตัวเงิน (กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น) พบว่าอิทธิพลร่วมของขนาดของคณะกรรมการกับกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นแสดงอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่อิทธิพลร่วมของการทำหน้าที่ควบของ CEO กับกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นแสดงอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์

นันทิยา พรหมทอง และวรวิทย์ กุลตั้งวัฒนา (2564) ศึกษาความเกี่ยวข้องในมูลค่าของข้อมูลลำดับชั้นมูลค่ายุติธรรมและผลกระทบของคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อราคาหุ้น โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน จำนวน 175 ตัวอย่าง ระยะเวลา 5 ปี ในช่วงปี พ.ศ. 2558-2562 เพื่อศึกษาว่าลำดับชั้นมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ 3 ลำดับชั้น ซึ่งประกอบด้วย ลำดับชั้นที่ 1 ใช้ข้อมูลราคาเสนอซื้อ-เสนอขายในตลาดซื้อขายคล่องของสินทรัพย์และหนี้สินทางการเงินซึ่งมีลักษณะเหมือนกัน ลำดับชั้นที่ 2 ใช้ข้อมูลที่สังเกตได้จากตลาดนอกเหนือจากราคาเสนอซื้อ-เสนอขายลำดับชั้นที่ 1 และลำดับที่ 3 คือ ใช้ข้อมูลที่ไม่สามารถสังเกตได้ ว่ามีผลกระทบต่อราคาหุ้นหรือไม่ รวมทั้งคะแนนการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องกับราคาหุ้นด้วยหรือไม่ ผลการศึกษาในตัวอย่างที่ 1 ซึ่งพิจารณาอิทธิพลของมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ทั้ง 3 ลำดับชั้น และกำไรต่อหุ้นพบว่า กำไรต่อหุ้นและมูลค่ายุติธรรมลำดับชั้นที่ 1 และ 2 มีความเกี่ยวข้องกับราคาหุ้น โดยที่กำไรต่อหุ้นและมูลค่ายุติธรรมลำดับชั้นที่ 1 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้น ส่วนมูลค่ายุติธรรมลำดับชั้นที่ 2 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหุ้น ทั้งหมดล้วนมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 สำหรับมูลค่ายุติธรรมลำดับชั้นที่ 3 ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้น ผลการศึกษาในตัวอย่างที่ 2 ซึ่งนำคะแนนการกำกับดูแลกิจการมาหาอิทธิพลร่วมกับมูลค่ายุติธรรมลำดับชั้นที่ 1 และ 2 พบว่าผลของ Interaction ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ หรือกล่าวได้ว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่ได้ส่งผลกระทบต่อความเกี่ยวข้องในราคาหุ้น กล่าวคือ นักลงทุนตัดสินใจซื้อหุ้นโดยไม่ได้พิจารณาระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการร่วมด้วย

จากแนวคิดทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องผู้วิจัยมีความสนใจว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งหน่วยงานกำกับดูแลออกแบบมาใช้บังคับสำหรับบริษัทจดทะเบียนเพื่อสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียอื่น จะช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องหรืออิทธิพลในอธิบายการเปลี่ยนแปลงมูลค่า

หลักทรัพย์ได้หรือไม่ อย่างไร ดังนั้น ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานของการวิจัย (H_{1b}) คือ ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

(2) รายงานเพื่อความยั่งยืน รายงานเชิงบูรณาการ และการเปิดเผยข้อมูลในลักษณะอื่น

Endiana & Suryandari (2022) ศึกษาความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของรายงานเพื่อความยั่งยืนหลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศอินโดนีเซีย ศึกษาข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 306 บริษัทระหว่างปี ค.ศ. 2017 – 2022 ($n = 1,224$) โดยประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) จำแนกเป็น 2 ตัวแบบ โดยตัวแบบแรกตัวแปรอิสระคือ มูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นและกำไร ส่วนตัวแบบที่ 2 เพิ่มตัวแปรอิสระอีก 1 ตัว คือ คะแนนระดับการเปิดเผยในรายงานเพื่อความยั่งยืนซึ่งดำเนินการโดยการวิเคราะห์เนื้อหา (Content Analysis) ตามตัวชี้วัดของ Global Reporting Initiative (GRI) ส่วนตัวแปรตามคือ มูลค่าตลาดในเดือนที่ 4 หลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี (มูลค่าตลาดคำนวณโดย จำนวนหุ้นที่ถือโดยบุคคลภายนอก คูณด้วยราคาตลาดของหุ้น) ผลการศึกษาพบว่าทั้ง 2 ตัวแบบนั้น มูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นและกำไรมีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญ 1% รวมทั้งในตัวแบบที่ 2 คะแนนระดับการเปิดเผยในรายงานเพื่อความยั่งยืนก็มีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์เช่นกันที่ระดับนัยสำคัญ 10% โดยที่สัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (adjusted R^2) จากตัวแบบที่ 2 เพิ่มขึ้นจากตัวแบบที่ 1 อีก 1.8% (จาก 78.9% เป็น 80.7%) แสดงว่ารายงานเพื่อความยั่งยืนเป็นข้อมูลที่นักลงทุนสามารถใช้ประกอบการตัดสินใจควบคู่ไปกับมูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นและกำไรของบริษัท

Permatasari & Narsa (2022) ศึกษาว่าระหว่างรายงานเพื่อความยั่งยืนหรือรายงานเชิงบูรณาการ รายงานฉบับใดมีคุณค่าหรือมีประโยชน์ต่อนักลงทุน ศึกษาข้อมูลจากกลุ่มบริษัทที่จัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืน เช่น บริษัทในประเทศเยอรมัน สวีเดน ฝรั่งเศส เป็นต้น จำนวน 931 ตัวอย่าง และกลุ่มบริษัทที่จัดทำรายงานเชิงบูรณาการ เช่น แอฟริกาใต้ อังกฤษ อิตาลี เป็นต้น รวมจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์คือ 922 ข้อมูล โดยประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) และกำหนดตัวแปรอิสระเพิ่มคือ ตัวแปรการเปิดเผยรายงานเพื่อความยั่งยืนหรือรายงานเชิงบูรณาการเป็นตัวแปรหุ่น (0 หรือ 1) รวมทั้งพิจารณาผลกระทบร่วม (Interaction) ของตัวแปรหุ่นดังกล่าวกับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้น ผลการศึกษาพบว่ารายงานเพื่อความยั่งยืนมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์มากกว่ารายงานเชิงบูรณาการ แต่เมื่อพิจารณาผลกระทบร่วมของตัวแปรหุ่นกลับพบว่า

รายงานเชิงบูรณาการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีคือ กำไรต่อหุ้น

Nechita (2021) ศึกษาความเกี่ยวข้องของการรายงานข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินเพื่อใช้พิจารณามูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น โดยทำการศึกษาจากข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียน Bucharest ประเทศโรมาเนีย จำนวน 34 บริษัท ระหว่างปี ค.ศ. 2015-2019 ($n = 166$) โดยประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) ตัวแปรที่เป็นตัวเงินคือ มูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นและกำไรสุทธิ ส่วนข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินในงานศึกษานี้วัดด้วยตัวแปรหุ่นใน 3 ลักษณะคือ รายงานความยั่งยืนตามกรอบของ GRI รายงานข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินที่บริษัทไม่ได้ดำเนินการตามกรอบ GRI และรายงานเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนของ UN โดยที่ Nechita แยกตัวแบบเป็น 3 ตัวแบบคือ ตัวแบบที่มีข้อมูลทางบัญชีและไม่มีตัวแปรควบคุม ตัวแบบที่มีข้อมูลทางบัญชีและมีตัวแปรควบคุม และตัวแบบที่มีทั้งข้อมูลทางบัญชี ข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน และตัวแปรควบคุม ผลการศึกษาพบว่า ค่า adjusted R^2 ของตัวแบบที่ 3 มีค่าสูงสุด (79.2%) โดยที่ข้อมูลทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาด ส่วนข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินมีเพียงรายงานความยั่งยืนตามกรอบ GRI เท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาด

Cooray, et al. (2020). ศึกษาว่ารายงานเชิงบูรณาการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของมูลค่าหลักทรัพย์หรือไม่ หลักฐานจากประเทศศรีลังกา โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Colombo (Colombo Stock Exchange: CSE) จำนวน 39 บริษัท ระหว่างปี ค.ศ. 2015/2016 และ 2017/2018 บริบทของการรายงานแบบบูรณาการของประเทศศรีลังกาเป็นแบบสมัครใจ ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มี 2 ตัวแบบคือ ตัวแบบราคา และตัวแบบผลตอบแทน สำหรับราคาหุ้นที่ใช้ในการศึกษาจะเป็นราคาหุ้น 6 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี เนื่องจากกฎหมายของประเทศศรีลังกากำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องเสนอรายงานภายใน 5 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี ตัวแปรอิสระที่เป็นข้อมูลทางบัญชีคือ กำไรต่อหุ้น และมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น รวมทั้งคะแนนรายงานแบบบูรณาการที่เก็บรวบรวมโดยการวิเคราะห์เนื้อหา (Content Analysis) การศึกษาครั้งนี้แสดงให้เห็นว่ามีการเพิ่มขึ้นของการนำกรอบการรายงานเชิงบูรณาการระหว่างประเทศ (International Integrated Reporting Framework: IIRF) มาใช้ เป็นที่น่าสังเกตว่าหากพิจารณาเฉพาะคะแนนการรายงานเชิงบูรณาการจะไม่เกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ แต่หากนำไป Interaction กับกำไรต่อหุ้นแล้วจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าหลักทรัพย์และมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่เมื่อนำไป Interaction กับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นจะพบความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

Landau, Rochell, Kelein & Zwergel (2020) ศึกษาว่าตลาดทุนให้มูลค่าหรือกำหนดมูลค่า (ให้ความสำคัญ) ของรายงานเชิงบูรณาการหรือไม่ โดยศึกษาข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนของ STOXX Europe 50 ซึ่งประกอบด้วย 50 บริษัทที่เป็น Blue Chip ครอบคลุม 9 ประเทศที่จัดทำรายงานเชิงบูรณาการเป็นแบบภาคสมัครใจ ระหว่างปี ค.ศ. 2010-2016 ประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) และใช้ราคาหลักทรัพย์ 6 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี ผลการศึกษาพบว่า ข้อมูลที่เป็นตัวเงินคือ กำไรสุทธิและมูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ รายงาน ESG (environmental, social, and governance report) ซึ่งกำหนดเป็นตัวแปรหุ่นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ในขณะที่รายงานเชิงบูรณาการซึ่งกำหนดเป็นตัวแปรหุ่นเช่นกันแสดงอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 นอกจากนี้ยังพบว่า กิจกรรมที่จัดทำรายงานเชิงบูรณาการและผ่านการตรวจสอบโดย Big 4 รวมทั้งกิจกรรมที่จัดทำรายงานเชิงบูรณาการโดยใช้ GRI Framework G3.1 หรือ G4 และผ่านการตรวจสอบโดย Big 4 ซึ่งทั้งสองกรณีกำหนดเป็นตัวแปรหุ่นนั้น แสดงอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

Tlili, Othman & Hussainey (2019) ศึกษาว่ารายงานเชิงบูรณาการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของทุนองค์กร (Organizational Capital: OC) ในบริบทของประเทศแอฟริกาใต้ซึ่งเป็นประเทศที่ตลาดหลักทรัพย์ Johannesburg แห่งแรกที่กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องจัดทำรายงานเชิงบูรณาการโดยเริ่มบังคับตั้งแต่วันที่ 1 มีนาคม ค.ศ. 2011 ข้อมูลที่ใช้ศึกษาครอบคลุมระยะเวลา 10 ปี คือ ปี ค.ศ. 2006 – 2015 โดยแบ่งเป็น 2 ช่วงคือ ช่วงก่อนการบังคับให้จัดทำรายงานเชิงบูรณาการ ระหว่างปี ค.ศ. 2006 – 2010 และช่วงหลังการบังคับให้จัดทำรายงานเชิงบูรณาการระหว่างปี ค.ศ. 2011 – 2015 โดยมีจำนวนบริษัททั้งสิ้น 99 บริษัท ($n = 885$) โดยประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) ซึ่งนอกจากตัวแปรอิสระที่เป็นข้อมูลทางบัญชี คือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้นแล้ว ยังเพิ่มตัวแปรทุนองค์กร (OC) ในตัวแบบด้วย ผู้วิจัยทำการทดสอบทั้งตัวแบบราคา (Price Model) และตัวแบบผลตอบแทน (Return Model) พบว่า การบังคับให้บริษัทจดทะเบียนจัดทำรายงานเชิงบูรณาการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของทุนองค์กรในทิศทางบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ

Loprevite, Rupo & Ricca (2019) ศึกษาการนำการรายงานเชิงบูรณาการมาใช้ส่งผลกระทบต่อความเกี่ยวข้องของราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางการเงินบัญชีหรือไม่ หลักฐานเชิงประจักษ์จากยุโรป ศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในสหภาพยุโรป ระหว่างปี ค.ศ. 2014-2017 โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น 2 กลุ่มคือ บริษัทที่มีการจัดทำรายงานแบบบูรณาการ (IR-firms) และบริษัทที่ไม่มีการจัดทำรายงานแบบบูรณาการ (NIR-firms) กลุ่ม IR-firms ผู้ศึกษาสืบค้นจากเว็บไซต์ของ IIRC ได้จำนวน 80 บริษัท

ส่วนกลุ่ม NIR-firms เลือกจากบริษัทที่ดำเนินงานในอุตสาหกรรมเดียวกันกับ IR-firms ของแต่ละประเทศ ตัวแปรตามในงานศึกษานี้คือ มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น 6 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี ส่วนตัวแปรอิสระที่เป็นข้อมูลทางการบัญชีประกอบด้วย มูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น และกำไรสุทธิก่อนจ่ายปันผลให้ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิหักด้วยเงินสดจ่ายปันผล (ข้อมูลทางการบัญชีใช้จำนวนเงินรวม ไม่ใช่จำนวนต่อหุ้น) มีตัวแปรควบคุมคือ ความเสี่ยงทางการเงิน (วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์) สินทรัพย์ไม่มีตัวตน จำนวนหุ้นสามัญที่ถือโดยนักลงทุน ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และตัวแปรหุ่นซึ่งแสดงบริษัทที่ประสบผลขาดทุน ผลการศึกษาพบว่า การนำรายงานเชิงบูรณาการมาใช้มีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ โดยที่ในกลุ่ม IR-firms กำไรมีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ต่ำกว่า และมูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่าเล็กน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่ม NIR-firms นอกจากนี้ยังพบว่า สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาด ในเชิงบวกทั้งสองกลุ่ม แต่ความสัมพันธ์ของกลุ่ม IR-firms มีนัยสำคัญสูงกว่ากลุ่ม NIR-firm

Cortesi & Vena (2019) ศึกษาคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลภายใต้การรายงานเชิงบูรณาการ: แนวทางการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ โดยศึกษาจากบริษัทในประเทศต่างๆ จำนวน 636 บริษัท ครอบคลุม 57 ประเทศ ระหว่างปี ค.ศ. 2003-2017 โดยใช้ตัวแบบราคาที่มีตัวแปรอิสระคือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น รวมทั้งตัวแปรหุ่นที่ใช้แสดงว่าบริษัทนั้นๆ มีการจัดทำรายงานเชิงบูรณาการหรือไม่ ส่วนตัวแปรตามคือ ราคาหุ้น 3 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี และใช้ตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการและความเสี่ยงทางการเงิน ผลการศึกษาพบว่า 1) รายงานเชิงบูรณาการช่วยเพิ่มการเปิดเผยข้อมูลของกิจการและลดความอสมมาตรของข้อมูล 2) รายงานเชิงบูรณาการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ 3) รายงานเชิงบูรณาการไม่ได้เพิ่มความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชีในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ 4) ความแตกต่างของภูมิประเทศและโครงสร้างของระบบเศรษฐกิจไม่ได้ส่งผลต่อความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

Utami & Wahyuni (2018) ศึกษาข้อมูลที่มีมองไปข้างหน้าบนมุมมองของรายงานเชิงบูรณาการ: ความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ในประเทศอินโดนีเซีย ทำการศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนจำนวน 70 บริษัท ระยะเวลา 2 ปีคือ ปี ค.ศ. 2015-2016 ($n = 140$) ตัวแปรตามคือ มูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ส่วนตัวแปรอิสระวัดจากคะแนนรายงานเชิงบูรณาการ 27 รายการ รายละเอียด 1 คะแนน รวมทั้งมีตัวแปรควบคุมคือ กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance: GCG) โดยใช้ proxy จำนวน 4 ตัวคือ สัดส่วนความเป็นเจ้าของของนักลงทุนสถาบัน ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท ขนาด (จำนวนคน) ในคณะกรรมการตรวจสอบ และ

พื้นฐานความรู้ของคณะกรรมการ ผลการศึกษาพบว่า คะแนนรายงานเชิงบูรณาการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการที่วัดด้วย Tobin's Q

Fernando & Hermawan (2018) ศึกษาความเกี่ยวข้องและความเกี่ยวข้องส่วนเพิ่มกับราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีภายใต้แนวทางของการรายงานเชิงบูรณาการ หลักฐานจากประเทศแอฟริกาใต้ โดยศึกษาข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Johannesburg (JSE) 338 บริษัท สำหรับระยะเวลา 12 ปี ($n = 3,138$) ข้อมูลทางบัญชีที่ใช้ในการศึกษานี้คือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้น รวมทั้งตัวแปรหุ่นซึ่งแสดงว่ากิจการได้จัดทำรายงานเชิงบูรณาการ โดยพิจารณา Interaction ระหว่างตัวแปรหุ่นกับข้อมูลทางบัญชี และใช้ตัวแปรควบคุมจำนวน 4 ตัวคือ กิจการที่ประสบผลขาดทุน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร (วัดจากกำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษีหารด้วยส่วนของผู้อถือหุ้น) และขนาดของกิจการ (วัดด้วยสินทรัพย์รวม) ผลการศึกษาพบว่า ข้อมูลทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ และเมื่อพิจารณา Interaction ระหว่างรายงานเชิงบูรณาการกับกำไรต่อหุ้นปรากฏว่ามีผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่สำหรับ Interaction ระหว่างรายงานเชิงบูรณาการกับมูลค่าตามบัญชีนั้นแสดงความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

Fernando, et al. (2017) ศึกษาว่าการรายงานเชิงบูรณาการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางการบัญชีหรือไม่ หลักฐานจากกิจการในอาเซียน โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนที่เป็นสมาชิกของ IIRC จำนวน 195 ตัวอย่าง ครอบคลุมระยะเวลา 3 ปี ตัวแปรตามซึ่งเป็นมูลค่าตลาดต่อหุ้น 5 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี ส่วนตัวแปรอิสระคือ กำไรต่อหุ้น และมูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้อถือหุ้นต่อหุ้น รวมทั้งคะแนนรายงานเชิงบูรณาการซึ่งวัดจาก Coverage Ratio ซึ่งค้นหาจากคำสำคัญ (Key Words) ตามกรอบของ IR ในรายงานประจำปีของแต่ละบริษัท ส่วนตัวแปรควบคุมประกอบด้วย ตัวแปรหุ่นกิจการที่ประสบผลขาดทุน ความสามารถในการทำกำไร (วัดจากกำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษีหารด้วยส่วนของผู้อถือหุ้น) อัตราส่วนหนี้สินและสินทรัพย์ และขนาดของกิจการ (วัดจากสินทรัพย์รวม) ผลการศึกษาพบว่า การประยุกต์ใช้รายงานเชิงบูรณาการไม่ส่งผลต่อความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชี รวมทั้งรายงานเชิงบูรณาการยังทำให้ความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ของกำไรต่อหุ้นต่ำลงด้วย

Middleton (2015) ศึกษาความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ของผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมในภาพรวม (Integral Environmental Performance: IEP) หลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศรัสเซีย โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนจำนวน 74 บริษัท ระหว่างปี ค.ศ. 2005-2007 รวม

จำนวนตัวอย่าง 152 ตัวอย่าง สำหรับรายงานผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมที่ใช้ในประเทศรัสเซีย มีลักษณะบังคับ และพัฒนาขึ้นโดย Russian Independent Ecological Rating Agency (NERA) ครอบคลุมประเด็นต่างๆ เช่น ปริมาณการใช้ทรัพยากรธรรมชาติ มลภาวะที่เกิดกับน้ำและอากาศ วิธีการจัดการกับของเสีย เป็นต้น โดยกำหนดเป็นค่าคะแนนระหว่าง 1-100 ตัวแบบที่ใช้ทดสอบแบ่งเป็น 2 ตัวแบบคือ ตัวแบบที่ใช้ตัวแปรตามเป็นมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชี (M/B Ratio) กับตัวแบบที่ใช้ตัวแปรตามเป็นราคาหุ้น (Price) สำหรับตัวแปรควบคุมประกอบด้วย บริษัทใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศหรือใช้มาตรฐานการบัญชีของสหรัฐอเมริกา ขนาด (วัดจากยอดขาย) บริษัทมีผู้ถือหุ้นเป็นชาวต่างชาติเกินกว่าร้อยละ 9 ร้อยละของการถือหุ้นโดยรัฐบาล และการสอบบัญชีโดยสำนักงานบัญชีขนาดใหญ่ (Big 4) ผลการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมมีความสัมพันธ์เชิงบวกมูลค่าตลาดและราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

Shamki & Rahman (2013) ศึกษาว่าการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินมีอิทธิพลต่อความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีหรือไม่ โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจอร์แดน (Amman Stock Exchange: ASE) จำนวน 91 บริษัท ระหว่างปี ค.ศ. 2004-2009 ประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) โดยตัวแปรตามที่เป็นราคาหลักทรัพย์นั้นผู้ศึกษาใช้ 3 ราคา คือ ราคาเฉลี่ยของปี (Average Annual Share Price) ราคาปิดของปี (Annual Closing Share Price) และราคา 3 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี (Share Price after Three Months: ATM) สำหรับตัวแปรที่เป็นข้อมูลทางบัญชีประกอบด้วย กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น และใช้ตัวแปรควบคุมคือขนาด (สินทรัพย์รวม) และความเสี่ยงทางการเงิน (อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์) สำหรับตัวแปรเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินแบ่งเป็น ระดับของการเปิดเผย (Level) และระยะเวลาของการเปิดเผย (Time) ตามข้อกำหนดของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ของประเทศจอร์แดน (Jordan Securities Commission: JSC) ซึ่งกำหนดเป็นตัวแปรหุ่น ผลการศึกษาพบว่า ระดับและระยะเวลาของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ทั้งนี้ ระดับการเปิดเผยและระยะเวลาการเปิดเผยข้อมูลมีความเกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาปิด ส่วนระยะเวลาการเปิดเผยข้อมูลมีความเกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาเฉลี่ยของปี

ณัฐภัทร เทพรักษ์, เอื้อบุญ เอกะสิงห์, วรพรรณ ตระการศิริรินทร์ และวีระพงษ์ กิตติวงศ์ (2565) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการเปิดเผยข้อมูลตามเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนที่สอดคล้องกับกลุ่มอุตสาหกรรมกับมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทยกลุ่ม SET100 โดยรวบรวมข้อมูลจากรายงานความยั่งยืนที่มีการเปิดเผยในรายงานประจำปี และฐานข้อมูลรายงานความยั่งยืนของบริษัทในกลุ่ม SET100 ปี พ.ศ. 2559-2562 วิเคราะห์ข้อมูลด้วยการวิเคราะห์สมการถดถอย ตัวแปรอิสระคือ ระดับความเกี่ยวข้องของการเปิดเผยข้อมูลตามเป้าหมาย การพัฒนาอย่างยั่งยืนกับธุรกิจในแต่ละอุตสาหกรรม ตัวแปรตามคือ มูลค่ากิจการซึ่งวัดด้วย Tobin's Q การศึกษานี้เป็นการศึกษาแรกที่ประยุกต์ใช้กรอบ SDG Guide for Business Leaders ของ McKinsey & Co. Inc ในการประเมินคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าว ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยในอดีตที่ส่วนใหญ่ศึกษาเชิงปริมาณมากกว่าที่จะวัดในเชิงคุณภาพ ผลการศึกษาพบว่า แม้ว่าบริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่ม SET100 มีการเปิดเผยข้อมูล SDGs ในรายงานความยั่งยืน แต่ยังไม่ได้เปิดเผยข้อมูลตาม SDGs ในข้อที่เกี่ยวข้องสัมพันธ์กับประเภทของธุรกิจเท่าที่ควร นอกจากนี้ การศึกษานี้ยังให้หลักฐานเชิงประจักษ์ว่า เมื่อบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลตาม SDGs ที่มีความเกี่ยวข้องกับประเภทธุรกิจของกิจการมากขึ้น ยิ่งทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย หรืออาจกล่าวได้ว่า การเปิดเผยข้อมูลตาม SDGs ที่เกี่ยวข้องกับประเภทธุรกิจเป็นทางเลือกที่มีประสิทธิภาพในการส่งสัญญาณเชิงบวกให้กับนักลงทุน ผลการศึกษาในครั้งนี้เป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและหน่วยงานกำกับดูแลในการสร้างความตระหนักถึงความสำคัญของการเปิดเผยข้อมูลตาม SDGs และการยกระดับคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลตาม SDGs

ขวัญฤทัย เต็มสวัสดิ์ และคณะ (2564) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของรายงานเชิงบูรณาการกับผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการ โดยทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปีและรายงานความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีสภาพการซื้อขายคล่องสูงสม่ำเสมอ 100 อันดับแรก (SET100) ระหว่างปี พ.ศ. 2560-2562 สำหรับการประเมินคุณภาพของรายงานเชิงบูรณาการนั้นได้ใช้เกณฑ์ของ EY Integrated Reporting Award ผลการดำเนินงานของกิจการวัดจากความสามารถในการทำกำไรและผลตอบแทนผู้ถือหุ้น และมูลค่าของกิจการวัดจากอัตราส่วน Tobin's Q การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของรายงานเชิงบูรณาการกับผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการใช้การวิเคราะห์สมการถดถอย ผลการศึกษาพบว่าคุณภาพของรายงานเชิงบูรณาการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น และมูลค่าของกิจการ แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่ให้ความสำคัญกับคุณภาพของรายงานเชิงบูรณาการจะมีผลการดำเนินงานที่ดีและส่งผลให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้นไปด้วย

นิตินันท์ พราหมณ์หัตต์ และคณะ (2562) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการรายงานแบบบูรณาการต่อมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (กลุ่ม SET100) เพื่อ

ศึกษาลักษณะและปริมาณการรายงานแบบบูรณาการในรายงานประจำปี และทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการรายงานแบบบูรณาการและมูลค่าของบริษัท ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ตลอดระยะเวลา 3 ปี ระหว่างปี พ.ศ. 2557-2559 จำนวน 64 บริษัท โดยใช้วิธีวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาและการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ ผลการศึกษาพบว่า ค่าเฉลี่ยของระดับการรายงานแบบบูรณาการโดยรวมทุกองค์ประกอบอยู่ที่ 25.27 โดยพบแนวโน้มการเพิ่มขึ้นของรายงานแบบบูรณาการรวมทุกองค์ประกอบเฉลี่ยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 ถึงปี พ.ศ. 2559 นอกจากนี้ผลการศึกษาพบว่า มีอิทธิพลเชิงลบขององค์ประกอบการรายงานแบบบูรณาการด้านรูปแบบของธุรกิจและด้านกลยุทธ์และการจัดสรรทรัพยากรต่อมูลค่าของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ และไม่พบอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญขององค์ประกอบการรายงานแบบบูรณาการด้านภาพรวมองค์กรด้านธรรมาภิบาล ด้านโอกาสและความเสี่ยงด้านผลการดำเนินงาน และด้านแนวโน้มในอนาคตต่อมูลค่าของบริษัท นอกจากนี้ผลการศึกษาพบว่า อายุของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วน Tobin's Q

วัฒน์ รัมมะพ้อ และนิมมวล วิเศษสรรพ (2563) ศึกษาผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนของคุณค่ารายงานความยั่งยืน การกำกับดูแลกิจการ และผลการปฏิบัติงานทางการเงิน: หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อตรวจสอบและเปรียบเทียบผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนจากการเปิดเผยข้อมูลคุณภาพของบริษัทจดทะเบียนไทย ได้แก่ ผลการจัดอันดับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนและการกำกับดูแลกิจการ กับข้อมูลผลการปฏิบัติงานทางการเงิน (อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราหนี้สินต่อส่วนของเจ้าของ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของเจ้าของ และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์) โดยใช้มูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวชี้วัดความเชื่อมั่นของนักลงทุน และใช้ขนาดของกิจการที่วัดโดยสินทรัพย์รวมเป็นตัวแปรควบคุม เก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด 261 บริษัทที่มีคุณลักษณะและข้อมูลที่ต้องการครบถ้วนตลอดระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 – 2561 รวมทั้งสิ้น 1,044 รายปีรายบริษัท และใช้วิธีวิเคราะห์ความแตกต่างค่าเฉลี่ยความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร การวิเคราะห์ความแปรปรวน รวมทั้งการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่าการจัดอันดับการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนและการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์และผลกระทบทางบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน รวมทั้งการใช้ข้อมูลผลการปฏิบัติงานทางการเงินในการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ จึงสรุปได้ว่าการเปิดเผยข้อมูลคุณภาพเป็นการให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน

จากแนวคิดทฤษฎี และผลการวิจัยที่เกี่ยวข้องผู้วิจัยมีความสนใจว่าการที่บริษัทจดทะเบียนดำเนินงานบนพื้นฐานความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายจนได้รับรางวัลด้านความยั่งยืน ตลอดจนมีการจัดทำรายงานเชิงบูรณาการซึ่งในบริบทของประเทศไทยนั้น รายงานดังกล่าวยังคงเป็นแบบภาคสมัครใจ โดยที่รางวัลด้านความยั่งยืนและรายงานเชิงบูรณาการควรจะช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องหรือเพิ่มอิทธิพลในอธิบายการเปลี่ยนแปลงมูลค่าหลักทรัพย์ได้หรือไม่ อย่างไร ดังนั้นผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานของการวิจัยคือ รางวัลด้านความยั่งยืน (H_{2b}) และรายงานเชิงบูรณาการ (H_{3b}) ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

(3) การสอบบัญชี

Abdollahi, Pitenoei & Gerayli (2020) ศึกษารายงานของผู้สอบบัญชี ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี และความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชี โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของเทศอิหร่าน (Tehran Stock Exchange: TSE) ระหว่างปี ค.ศ. 2008-2017 จำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์คือ 1,530 ข้อมูล ประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) โดยแยกตัวแบบเป็น 2 ตัวแบบคือ ตัวแบบซึ่งมีตัวแปรอิสระที่เป็นข้อมูลทางบัญชี 2 ตัวคือ กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น และรายงานของผู้สอบบัญชี รวมทั้งการพิจารณา Interaction ระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับรายงานของผู้สอบบัญชี และตัวแบบที่ 2 กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น และขนาดของสำนักงานสอบบัญชี รวมทั้งการพิจารณา Interaction ระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับขนาดของสำนักงานบัญชี และใช้ตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการที่วัดโดยยอดขาย กิจการที่ประสบปัญหาขาดทุน ประเภทอุตสาหกรรม และปี ผลการศึกษาพบว่าทั้งรายงานของผู้สอบบัญชีและขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าหลักทรัพย์ ร่วมกับกำไรต่อหุ้นและราคาตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น

Mishari (2016) ศึกษาบทบาทของคุณภาพการสอบบัญชีในการประเมินมูลค่ากิจการหลักฐานจากตลาดทุนเกิดใหม่ด้วยข้อกำหนดการตรวจสอบงบการเงินร่วม ที่ศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในประเทศคูเวต ระหว่างปี ค.ศ. 2002 – 2013 รวม 12 ปี รวมจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ 1,836 ข้อมูล โดยข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์คูเวต (Kuwait Stock Exchange: KSE) ที่งบการเงินของบริษัทจดทะเบียนจะต้องตรวจสอบด้วย 2 สำนักงานสอบบัญชี ซึ่งอาจเป็นการร่วมกันของ non-Big 4 จำนวน 2 สำนักงาน หรือ 1 Big 4 กับ 1 non-Big 4 หรือ Big 4 ทั้ง 2 สำนักงาน โดยการร่วมกันตรวจสอบของสำนักงานสอบบัญชีจะใช้สะท้อนคุณภาพของการตรวจสอบ งานวิจัยนี้ทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วย 4 แนวทาง คือ 1) การพิจารณาสัมประสิทธิ์การตัดสินใจของตัวแบบ Ohlson (1995) โดย

แยกตามกลุ่มการร่วมการตรวจสอบของสำนักงานบัญชี 2) ใช้สมการถดถอยที่ใช้ตัวแปรตาม คือ ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ได้จากแนวทางที่ 1 ส่วนตัวแปรอิสระคือ คุณภาพการตรวจสอบบัญชีที่กำหนดเป็นตัวแปรหุ่น คือ $1 = \text{ใช้ } 2 \text{ non-Big } 4, 2 = 1 \text{ Big } 4 + 1 \text{ non-Big } 4, 3 = 2 \text{ Big } 4$ 3) วิเคราะห์ด้วย ANOVA ของสัมประสิทธิ์การตัดสินใจของ 3 กลุ่มตามการร่วมการตรวจสอบบัญชี และ 4) วิเคราะห์สมการถดถอยด้วยตัวแบบ Ohlson (1995) ด้วยชุดข้อมูลรวม และกำหนดตัวแปรหุ่นที่แสดงคุณภาพการสอบบัญชีเข้าไปในสมการคือ $2 = 2 \text{ Big-}4, 1 = 1 \text{ Big } 4 + 1 \text{ non-Big } 4, 3 = \text{ไม่ใช่ทั้งสองหรือ } 2 \text{ non-Big } 4$ ผลการวิจัยพบว่า คุณภาพการสอบบัญชีมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อข้อมูลทางบัญชี และปรากฏอิทธิพลร่วมเชิงบวกกับกำไรต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนอิทธิพลร่วมกับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นก็เป็นบวกเช่นกัน แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

Robu & Robu (2015) ศึกษาอิทธิพลของรายงานผู้สอบบัญชีที่มีต่อความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีที่รายงานโดยบริษัทจดทะเบียนของประเทศโรมาเนีย ใช้ข้อมูลจาก 59 บริษัทจดทะเบียนใน Bucharest Stock Exchange (BSE) ของปี ค.ศ. 2012 ผลการศึกษาพบว่า หากพิจารณาเฉพาะคุณสมบัติของผู้สอบบัญชีที่มาจาก Big 4 โดยไม่นำไปหาอิทธิพลร่วม ส่งผลเชิงลบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Stock Return) แต่หากนำไปหาอิทธิพลร่วมกับการดำเนินงานในรูปผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) พบอิทธิพลร่วมเชิงบวกหรือช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้อง รวมทั้งหากนำความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบไม่มีเงื่อนไข (Unqualified Opinion) ไปหาอิทธิพลร่วมกับกำไรสุทธิและผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ก็เกิดอิทธิพลเชิงบวกเช่นกัน ในทางตรงกันข้ามอิทธิพลร่วมของความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบมีเงื่อนไข (Qualified Opinion) กับกำไรสุทธิก็แสดงอิทธิพลเชิงลบ

Lee & Lee (2013) ศึกษาว่ากิจการสอบบัญชีขนาดใหญ่ (Big 4) สามารถเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของกำไรและส่วนของผู้ถือหุ้นหรือไม่ โดยศึกษาข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในประเทศไต้หวัน (Taiwan Securities and Exchange Market) ครอบคลุม 17 อุตสาหกรรม รวมจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์เท่ากับ 5,589 ข้อมูล ระหว่างปี ค.ศ. 1996-2009 สำหรับตัวแบบที่ใช้ทดสอบคือ ตัวแบบผลตอบแทน (Return Model) และทำการทดสอบเพิ่มด้วยตัวแบบราคา (Price Model) ผลการศึกษาพบว่า ข้อมูลทางบัญชี (กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น เงินปันผลต่อหุ้น) ที่ตรวจสอบโดย Big 4 ใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์รวมทั้งราคาของหลักทรัพย์ได้ดีกว่าข้อมูลทางบัญชีที่ตรวจสอบโดย Non-Big 4

Banimahd, Poorzamani & Ahmadi (2013) ศึกษาความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของรายงานผู้สอบบัญชี ประเภทของผู้สอบบัญชี และระยะเวลาที่ผู้สอบบัญชีคนเดิมทำหน้าที่ในการตรวจสอบงบการเงินของบริษัท หลักฐานจากประเทศอิหร่าน ศึกษาระหว่างปี ค.ศ. 2001 – 2010 จำนวน 10 ปี จาก 156 บริษัท ประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) และใช้ราคาหลักทรัพย์เดือนที่ 4 หลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี โดยที่รายงานผู้สอบบัญชีกำหนดเป็นตัวแปรหุ่น คือ 1 = ผู้สอบบัญชีแสดงความเห็นแบบไม่มีเงื่อนไข, 0 = ผู้สอบบัญชีแสดงความเห็นแบบอื่น ส่วนประเภทของผู้สอบบัญชีก็กำหนดเป็นตัวแปรหุ่นเช่นกัน คือ 1 = สอบบัญชีโดยหน่วยงานภาครัฐซึ่งเชื่อว่าคุณภาพการสอบบัญชีสูงกว่า, 0 = สอบบัญชีโดยหน่วยงานอื่น ผลการวิจัยพบว่า รายงานผู้สอบบัญชีไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนประเภทของผู้สอบบัญชีมีอิทธิพลเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ และระยะเวลาที่ผู้สอบบัญชีคนเดิมทำหน้าที่ในการตรวจสอบงบการเงินส่งผลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ กล่าวคือ ผู้สอบบัญชีคนเดิมยิ่งปฏิบัติหน้าที่ในการตรวจสอบนาน จะทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง สำหรับงานวิจัยนี้ไม่ได้นำตัวแปรหุ่นทั้ง 2 ตัวแปรไปหาอิทธิพลร่วมกับข้อมูลทางบัญชี (กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น)

จากแนวคิดทฤษฎี และผลการวิจัยที่เกี่ยวข้องผู้วิจัยมีความสนใจชุดข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยต่อสาธารณชนควบคู่กับงบการเงิน คือ รายงานผู้สอบบัญชีซึ่งแสดงความเห็นต่อความถูกต้องของข้อมูลทางบัญชีที่ผู้บริหารของบริษัทเป็นผู้รับผิดชอบในการจัดทำนั้น ตลอดจนประเภทหรือขนาดของสำนักงานสอบบัญชีที่ทำหน้าที่ในการตรวจสอบงบการเงินประจำปีซึ่งถือว่าเป็นหน่วยงานที่ต้องปฏิบัติงานตามมาตรฐานทางวิชาชีพที่กำหนด โดยชุดข้อมูลนี้ควรจะช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องหรือเพิ่มอิทธิพลในอธิบายการเปลี่ยนแปลงมูลค่าหลักทรัพย์ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานของการวิจัยคือ ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (H_{4b}) และความเห็นของผู้สอบบัญชี (H_{5b}) ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

(4) ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค

Nambuge (2022) ศึกษาว่าตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นหรือไม่ กรณีศึกษาของประเทศสาธารณรัฐสโลวัก ศึกษาจากข้อมูลรายเดือน ระหว่างปี ค.ศ. 2012-2019 โดยตัวแปรตามคือ ดัชนีราคาหุ้น ส่วนตัวแปรอิสระประกอบด้วย ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ตราสารที่ออกโดยรัฐบาล และดัชนีราคาผู้บริโภค ผลการศึกษาพบว่า ตราสารที่ออกโดยรัฐบาลมีผลกระทบเชิงลบต่อดัชนีราคาหุ้น Slovak Stock Market (SAX) อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ดัชนีราคา

ผู้บริโภคมีผลกระทบเชิงบวกต่อดัชนีราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศมีผลกระทบเชิงบวกต่อดัชนีราคาหุ้นเช่นกันแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

Putra, Wiyuda & Halim (2021) ศึกษาผลกระทบของตัวชี้วัดทางเศรษฐกิจมหภาคกับราคาหุ้นของอุตสาหกรรมก่อสร้างในประเทศอินโดนีเซีย ข้อมูลระหว่างปี ค.ศ. 2013-2018 โดยใช้ตัวชี้วัดทางเศรษฐกิจมหภาคดังต่อไปนี้เป็นตัวแปรอิสระ อัตราแลกเปลี่ยน อัตราเงินเฟ้อ ราคาน้ำมันโลก ผลการศึกษาพบว่า อัตราเงินเฟ้อและราคาน้ำมันโลกมีผลกระทบเชิงบวกต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

Shah, Saleem & Malik (2020) ศึกษาความสัมพันธ์ทั้งระยะสั้นและระยะยาวของตัวชี้วัดทางเศรษฐกิจมหภาคกับตลาดหุ้น หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์ประเทศปากีสถาน โดยศึกษาข้อมูลระหว่างปี ค.ศ. 2004-2018 ตัวชี้วัดทางเศรษฐกิจมหภาค (ตัวแปรอิสระ) ในงานศึกษานี้คือ ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตราดอกเบี้ยของตัวเงินคลังอายุ 6 เดือน และอัตราแลกเปลี่ยน ส่วนตัวแปรตามคือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า อัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยของตัวเงินคลังอายุ 6 เดือนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับดัชนีราคาหลักทรัพย์ ส่วนดัชนีราคาผู้บริโภคมีความสัมพันธ์เชิงลบกับดัชนีราคาหลักทรัพย์

Nidar & Diwangsa (2017) ศึกษาอิทธิพลของดัชนีราคาหลักทรัพย์ของโลกและตัวแปรทางเศรษฐกิจในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย โดยทำการศึกษาข้อมูลรายเดือนระหว่างเดือนมีนาคม ค.ศ. 2009-มิถุนายน ค.ศ. 2014 ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ดาวโจนส์ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มีอิทธิพลเชิงบวกกับการเคลื่อนไหวของการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ส่วนราคาน้ำมันโลกและอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินสกุลรูเปียห์กับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกามีอิทธิพลเชิงลบกับการเคลื่อนไหวของการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย

ชาติชาย ศรีภิรมย์ และจิรพงษ์ จันทรงาม (2564) ศึกษาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจไทยกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 ในช่วงระยะเวลา พ.ศ. 2561-2563 ศึกษาแยกเป็น 2 ตัวคือ ราคาหลักทรัพย์และมูลค่าการซื้อขาย สำหรับตัวแปรอิสระคือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ อัตราเงินเฟ้อ ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจไทย ได้แก่ ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศและอัตราเงินเฟ้อมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ โดยที่ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ

มีความเชิงบวก ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ธัญญรัตน์ แสงสุริยาโรจน์, ประมิตร โฆษิตกุลพร และสมบัติ คชายุทธ (2563) ศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนรายย่อยในประเทศผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2555 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2560 รวมระยะเวลา 72 เดือน ตัวแปรตามในงานศึกษานี้คือ มูลค่าการซื้อขายสุทธิของนักลงทุนรายย่อย ส่วนตัวแปรอิสระที่เป็นปัจจัยทางเศรษฐกิจ ได้แก่ ดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ อัตราเงินเฟ้อ ราคาน้ำมัน ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยนสกุลบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ อัตราเงินปันผลตลาดหลักทรัพย์ และดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนรายย่อยภายในประเทศผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทิศทางเดียวกัน ได้แก่ ราคาน้ำมัน ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ ส่วนดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนรายย่อย

นงนภัส ชื่นพัฒน์พงศ์, ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย, ชานนท์ ชิงชยานุรักษ์ และพิชัย เลิศสุพงศ์กิจ (2561) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีความเชื่อมั่นกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย โดยวิธีวิเคราะห์การถดถอยแบบควอนไทล์ โดยทำการเปรียบเทียบดัชนีความเชื่อมั่นทั้ง 3 ได้แก่ ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุน ดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภค และดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจว่าส่งผลต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยหรือไม่ ใช้ข้อมูลรายเดือนในระหว่างปี พ.ศ. 2550-2559 ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงเวลาเดียวกัน อัตราการเปลี่ยนแปลงดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนมีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากดัชนีราคา SET50 ในทิศทางเดียวกันตามระดับควอนไทล์ที่ศึกษา ขณะที่ดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภคมีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางเดียวกันในทุกระดับควอนไทล์ที่ศึกษา และยังส่งผลถึงในช่วงอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ 2 และ 6 เดือนถัดไป ดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภคมีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากดัชนีราคาราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีราคา SET50 ในทิศทางเดียวกันตามระดับควอนไทล์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจในช่วงอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ 1 เดือนถัดไปพบว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจมีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีราคา SET50 ในทิศทางเดียวกันตามระดับควอนไทล์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่าดัชนีความเชื่อมั่นส่งผลกระทบต่อดัชนีราคา

ตลาดหลักทรัพย์ไทยแตกต่างกันและสามารถนำมาเป็นปัจจัยหนึ่งในการเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้

ธนวรรณ ตรีระสกุญ และสุเมธ ชูดาราทระกุล (2561) ศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2555-เดือนธันวาคม พ.ศ. 2559 จำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ทั้งสิ้น 420 ข้อมูล ซึ่งปัจจัยทางเศรษฐกิจประกอบด้วย อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ดาวโจนส์ ราคาน้ำมันดิบตลาดโลก Nymex อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน มูลค่าการซื้อขายและมูลค่าการขายของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ดาวโจนส์ ราคาน้ำมันดิบโลก Nymex และมูลค่าการขายของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอิทธิพลต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ทิพวัลย์ ภาคทรัพย์ศรี และประสิทธิ์ มะหะหมัด (2561) ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์และทิศทางของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อปริมาณการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2551 – เดือนธันวาคม พ.ศ. 2560 จำนวน 120 เดือน ผลการศึกษาพบว่า อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา และดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 5% ไปในทิศทางเดียวกันกับปริมาณการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับปริมาณการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรประเภท 14 วัน และอัตราเงินเฟ้อทั่วไป ไม่มีความสัมพันธ์กับปริมาณการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สุพิชชา ติรพัทธ์ และเจียมจิตร ขวากร (2555) ศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2550-เดือนธันวาคม 2554 และศึกษาจาก 5 กลุ่มอุตสาหกรรมคือ กลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค กลุ่มธนาคาร กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร กลุ่มพาณิชย์ และกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม ผลการศึกษาพบว่าปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับดัชนีราคาหุ้นกลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค กลุ่มธนาคาร และกลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร ราคาทองคำแท่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีราคาหุ้นกลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค กลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม ราคาน้ำมันดิบมีความสัมพันธ์ใน

ทิศทางเดียวกันกับดัชนีราคาหุ้นกลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค อัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนีราคาหุ้นกลุ่มธนาคาร กลุ่มพาณิชย์ ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีราคาหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร กลุ่มพาณิชย์ อัตราเงินเฟ้อมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับดัชนีราคาหุ้นกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม

จากแนวคิดทฤษฎี และผลการวิจัยที่เกี่ยวข้องผู้วิจัยมีความสนใจว่าตัวแปรทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่ใช้อธิบายภาวะเศรษฐกิจของประเทศในช่วงเวลาต่างๆ ซึ่งล้วนส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานในทุกกิจการ และนักลงทุนที่วิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานจะนำตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนได้มากน้อยเพียงใด ดังนั้น ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานของการวิจัยคือ ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค (H_d) มีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

2.5 การสังเคราะห์งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องสามารถสังเคราะห์งานวิจัยได้ดังตาราง 2.4



ตาราง 2.4 สรุปการสังเคราะห์งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ข้อมูลที่เป็นตัวเงิน และไม่ใช้ตัวเงิน	อิทธิพล	งานวิจัยที่สนับสนุน
กำไรต่อหุ้น	+	El-Diftar & Elkalla (2019), Mirza, Malek & Abdul-Hamid (2019), Chukwa, Damieibi & Okoye (2019), Eugenio, Parel, Reyes, Yu & Cudia (2019) ¹⁾ , Kwon (2018), Badu & Appiah (2018), Umar, Dikki & Yahaya (2018), Vijitha & Nimalathan (2014), Elshandidy (2014), Shamki (2013), กิตติมา อัครนพวงศ์ (2560), กิตติมา อัครนพวงศ์ (2565), อนุวัฒน์ ภัคดี และศิลปพร ศรีจันเพชร (2563)
	-	Eugenio, Parel, Reyes, Yu & Cudia (2019) ²⁾
	0	Fiador (2013)
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น	+	El-Diftar & Elkalla (2019), Mirza, Malek & Abdul-Hamid (2019), Chukwa, Damieibi & Okoye (2019), Eugenio, Parel, Reyes, Yu & Cudia (2019), Kwon (2018), Badu & Appiah (2018), Umar, Dikki & Yahaya (2018), Vijitha & Nimalathan (2014), Elshandidy (2014), Shamki (2013), กิตติมา อัครนพวงศ์ (2560), กิตติมา อัครนพวงศ์ (2565), อนุวัฒน์ ภัคดี และศิลปพร ศรีจันเพชร (2563)
	-	อนุวัฒน์ ภัคดี และศิลปพร ศรีจันเพชร (2563) ³⁾

หมายเหตุ:-

0 คือ ไม่มีอิทธิพลหรือไม่มีความสัมพันธ์

¹⁾ก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน ค.ศ. 2000–2007 และหลังเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน ค.ศ. 2010–2016

²⁾ระหว่างเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน ค.ศ. 2008–2009

³⁾พบอิทธิพลเชิงลบในบางปีคือ ปี พ.ศ. 2552 และ พ.ศ. 2556

ตาราง 2.4 สรุปการสังเคราะห์งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (ต่อ)

ข้อมูลที่เป็นตัวเงิน และไม่ใช้ตัวเงิน	อิทธิพล	งานวิจัยที่สนับสนุน
กระแสเงินสดสุทธิจาก กิจกรรมดำเนินงาน ต่อหุ้น	+	El-Diftar & Elkalla (2019), Mirza, Malek & Abdul-Hamid (2019), Kwon (2018), กิตติมา อัครนุพงศ์ (2565)
	-	Eugenio, Parel, Reyes, Yu & Cudia (2019) ¹⁾
การกำกับดูแลกิจการ	+	Almujamed & Alfraih (2020) ²⁾ , Habib & Azim (2018) ³⁾ , Fiador (2013) ⁴⁾ , วัฒนีย์ รัมมะพ้อ และนิมนวล วิเศษสรรพ (2563)
	-	Fiador (2013) ⁴⁾
	0	นันทิยา พรหมทอง และวรวิทย์ กุลตั้งวัฒนา (2564) ⁵⁾

หมายเหตุ.-

0 คือ ไม่มีอิทธิพลหรือไม่มีความสัมพันธ์

¹⁾ทั้งก่อน (ค.ศ. 2000-2007) ระหว่าง (ค.ศ. 2008-2009) และหลังเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน (ค.ศ. 2010-2016)

²⁾ใช้ขนาดของคณะกรรมการ จำนวนคณะกรรมการที่มีผู้บริหาร และการปฏิบัติหน้าที่ควบของ CEO และประธานคณะกรรมการบริษัทเป็น Proxy ของการกำกับดูแลกิจการ โดยที่อิทธิพลร่วมของขนาดของคณะกรรมการและการปฏิบัติหน้าที่ควบฯ กับกำไรต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกกับมูลค่าหลักทรัพย์

³⁾ใช้โครงสร้างคณะกรรมการ ความเป็นอิสระ และคุณภาพการสอบบัญชีเป็น Proxy ของการกำกับดูแลกิจการ โดยที่อิทธิพลร่วมของโครงสร้างคณะกรรมการและความเป็นอิสระกับกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ส่วนผลคูณของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นกับคุณภาพการสอบบัญชีไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

⁴⁾ขนาดของคณะกรรมการมีอิทธิพลเชิงบวก ส่วนองค์ประกอบของคณะกรรมการและการปฏิบัติหน้าที่ควบของ CEO มีอิทธิพลเชิงลบ

⁵⁾อิทธิพลร่วมของคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ลำดับชั้นที่ 1 และ 2

ตาราง 2.4 สรุปการสังเคราะห์งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (ต่อ)

ข้อมูลที่เป็นตัวเงิน และไม่ใช้ตัวเงิน	อิทธิพล	งานวิจัยที่สนับสนุน
รายงานเพื่อความ ยั่งยืน หรือรายงานอื่นใน ลักษณะใกล้เคียงกัน เช่น CSR Report, ESG Report	+	Endiana & Suryandari (2022) ¹⁾ , Permatasart & Narsa (2021) ²⁾ , Nechita (2021), Landau, Rochell, Kelein & Zwergel (2020) ³⁾ , Middleton (2015) ⁴⁾ , ณัฐภัทร เทพรักษ์ และคณะ (2565) ⁵⁾ , วัฒนีย์ รัมมะพ้อ และนิมนวล วิเศษสรรพ (2563) ⁶⁾
รายงานเชิงบูรณาการ	+	Permatasart & Narsa (2021) ⁷⁾ , Cooray, et al. (2020) ⁸⁾ , Tlili, Ohtman & Hussainey (2019), Loprevite, Rupo & Ricca (2019), Cortesi & Vena (2019) ⁹⁾ , Utami & Wahyuni (2018), Fernando & Hermawan (2018) ¹⁰⁾ , ขวัญฤทัย เต็มสวัสดิ์ และคณะ (2564)

หมายเหตุ:-

- ¹⁾ใช้คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้วยการวิเคราะห์เนื้อหา โดยไม่มี Interaction
- ²⁾รายงานเพื่อความยั่งยืนมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์สูงกว่ารายงานเชิงบูรณาการ
- ³⁾รายงานสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล (ESG report)
- ⁴⁾รายงานผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม
- ⁵⁾วัดมูลค่ากิจการด้วย Tobin's Q
- ⁶⁾ผลการจัดอันดับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน
- ⁷⁾อิทธิพลร่วมของรายงานเชิงบูรณาการกับกำไรต่อหุ้นเป็นบวก
- ⁸⁾หากพิจารณาเฉพาะคะแนนรายงานเชิงบูรณาการที่ได้จากการวิเคราะห์เนื้อหาจะไม่เกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ แต่เมื่อ Interaction กับกำไรต่อหุ้นมีผลเชิงบวก ส่วน Interaction กับมูลค่าตามบัญชีมีผลเชิงลบ
- ⁹⁾เพิ่มความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้น แต่ไม่เพิ่มความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์
- ¹⁰⁾Interaction กับกำไรต่อหุ้นแสดงผลเชิงบวก แต่กับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นแสดงผลเชิงลบ

ตาราง 2.4 สรุปการสังเคราะห์งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (ต่อ)

ข้อมูลที่เป็นตัวเงิน และไม่ใช้ตัวเงิน	อิทธิพล	งานวิจัยที่สนับสนุน
รายงานเชิงบูรณาการ (ต่อ)	-	Cooray, et al. (2020) ¹⁾ , Landau, Rochell, Kelein & Zwergel (2020), Fernando & Hermawan (2018) ²⁾ , นิตินันท์ พรหมพันธ์ และคณะ (2562)
	0	Cortesi & Vena (2019) ³⁾ , Fernando, et al. (2017)
การสอบบัญชี 1. ขนาดหรือ ประเภทของสำนัก งานสอบบัญชี	+	Abdollahi, Pitenoei & Gerayli (2020), Mishari (2016) ⁴⁾ , Bahman (2013)
	-	Habib & Azim (2008) ⁵⁾ , Landau, Rochell, Kelein & Zwergel (2020)
	0	Mishari (2016) ⁴⁾ , Habib & Azim (2008) ⁵⁾
2. ความเห็นของ ผู้สอบบัญชี	+	Abdollahi, Pitenoei & Gerayli (2020), Robu & Robu (2015), Lee & Lee (2013)
	0	Banimahd, Poorzamani & Ahmadi (2013), Moradi, Salehi, Rigi & Moeinizade (2011), Al-Thuneibat, Khamees & Al-Fayoumi (2008)

หมายเหตุ.-

0 คือ ไม่มีอิทธิพลหรือไม่มีความสัมพันธ์

¹⁾หากพิจารณาเฉพาะคะแนนรายงานเชิงบูรณาการที่ได้จากการวิเคราะห์เนื้อหาจะไม่เกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ แต่เมื่อ Interaction กับกำไรต่อหุ้นมีผลเชิงบวก ส่วน Interaction กับมูลค่าตามบัญชีมีผลเชิงลบ

²⁾Interaction กับกำไรต่อหุ้นแสดงผลเชิงบวก แต่กับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นแสดงผลเชิงลบ

³⁾เพิ่มความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้น แต่ไม่เพิ่มความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

⁴⁾อิทธิพลร่วมเชิงบวกกับกำไรต่อหุ้น แต่อิทธิพลร่วมกับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

⁵⁾ถ้าพิจารณาเฉพาะคุณภาพการสอบบัญชี โดยไม่พิจารณาอิทธิพลร่วมแสดงอิทธิพลเชิงลบ แต่เมื่อนำไป Interaction กับข้อมูลทางบัญชีไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

ตาราง 2.4 สรุปการสังเคราะห์งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (ต่อ)

ข้อมูลที่เป็นตัวเงินและ ไม่ใช่ตัวเงิน	อิทธิพล	งานวิจัยที่สนับสนุน
สินทรัพย์ไม่มีตัวตนและ ค่าความนิยม	+	Pechlivanidis, Ginoglou & Barmpoutis (2022) ¹⁾ , Al-ani & Tawfix (2021) ²⁾ , Egiyi (2021) ³⁾ , Paolone, Tiscini & Martiniello (2020) ⁴⁾ , Loprevite, Ruppo & Ricca (2019), Abdul-Shukor, Ibrahim, Kaur & Md-Nor (2008) ⁵⁾
	-	Al-ani & Tawfix (2021) ⁶⁾ , Abdul-Shukor, Ibrahim, Kaur & Md-Nor (2008) ⁷⁾
	0	Al-ani & Tawfix (2021) ⁸⁾ , Abdul-Shukor, Ibrahim, Kaur & Md-Nor (2008) ⁹⁾
ตัวแปรทางเศรษฐกิจ มหภาค 1. ผลิตภัณฑ์มวลรวม ภายในประเทศ	+	Nambuge (2022), ขาติชาย ศรีภิรมย์ และจิรพงษ์ จันทรงาม (2564)

หมายเหตุ.-

0 คือ ไม่มีอิทธิพลหรือไม่มีความสัมพันธ์

¹⁾ศึกษาเฉพาะค่าความนิยม

²⁾ข้อมูลของประเทศสหรัฐอเมริกาหรับเอมิเรตส์

³⁾ศึกษาสินทรัพย์ไม่มีตัวตนเฉพาะยี่ห้อหรือตรา

⁴⁾ศึกษาด้วยยอดรวมของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน และแยกแต่ละรายการ (ค่าความนิยม การวิจัยและพัฒนา และสินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่น) ทั้งยอดรวมและแยกแต่ละรายการมีความสัมพันธ์เชิงบวกทั้งสิ้น

⁵⁾ก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน (ค.ศ.1990-1996)

⁶⁾ข้อมูลของประเทศคูเวต

⁷⁾หลังเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน (ค.ศ. 1999-2001)

⁸⁾ข้อมูลของประเทศประเทศซาอุดีอาระเบีย โอมาน การ์ตา คูเวต และบาร์เรน

⁹⁾ระหว่างเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน (ค.ศ. 1997-1998)

ตาราง 2.4 สรุปการสังเคราะห์งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (ต่อ)

ข้อมูลที่เป็นตัวเงิน และไม่ใช้ตัวเงิน	อิทธิพล	งานวิจัยที่สนับสนุน
2. ดัชนีราคาผู้บริโภค	+	Nambuge (2022), Putra, Wiyuda & Halim (2021)
	-	Shan, Saleem & Malik (2020), ชาติชาย ศรีภิรมย์ และ จิรพงษ์ จันทรงาม (2564)
	+/-	สุพิชชา ตีรพัฒน์ และเจียมจิตร ขวากร (2555)
	0	ทิพวัลย์ ภาคทรัพย์ศรี และประสิทธิ์ มะหะหมัด (2561), ธัญญรัตน์ แสงสุริยาโรจน์, ประมินทร์ โฆษิตกุลพร และสมบัติ คชายุทธ์ (2563)
3. ดัชนีความเชื่อมั่น ทางธุรกิจ	+/-	นงนภัส ชื่นพัฒน์พงศ์, ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย, ชานนท์ ชิงชยานุรักษ์ และพิชัย เลิศสุพงศ์กิจ (2561), สุพิชชา ตีรพัฒน์ และ เจียมจิตร ขวากร (2555)
4. อัตราดอกเบี้ย	+	Shan, Saleem & Malik (2020),
	0	ทิพวัลย์ ภาคทรัพย์ศรี และประสิทธิ์ มะหะหมัด (2561), ธนวรรณ ตรีระสกุลย์ และสุเมธ ธูวดาราทระกุล (2561)

หมายเหตุ.-

0 คือ ไม่มีอิทธิพลหรือไม่มีความสัมพันธ์

บทที่ 3

วิธีดำเนินการ

การวิจัยเรื่อง ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: ข้อมูลที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์ที่สำคัญคือ เพื่อศึกษาอิทธิพลของข้อมูลทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงินที่ส่งผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์หรือราคาหลักทรัพย์ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ ข้อมูลดังกล่าวเกี่ยวข้องกับการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์หรือไม่ อย่างไร รวมทั้งการพิจารณาอิทธิพลร่วมของบางตัวแปรว่าจะสามารถเพิ่มความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมได้มากน้อยเพียงใด

การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงออกแบบกระบวนการวิจัยโดยมีรายละเอียดดังนี้

3.1 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) อันประกอบด้วย ราคาหลักทรัพย์ งบการเงิน รายงานที่บริษัทจัดทำและเผยแพร่ ผลรางวัลที่บริษัทได้รับจากการจัดทำและเผยแพร่รายงาน คะแนนการประเมินคุณภาพการกำกับดูแล การสอบบัญชี และตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์มหภาค โดยสามารถสืบค้นจากแหล่งต่างๆ ดังนี้

3.1.1 ระบบ SET SMART สำหรับสืบค้นข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียน ราคาหลักทรัพย์ และรายงานทางการเงินที่เกี่ยวข้อง

3.1.2 เว็บไซต์ของบริษัทจดทะเบียนและเว็บไซต์ www.setsustainability.com สำหรับสืบค้นรายงานอื่นและรางวัลที่บริษัทได้รับ

3.1.3 เว็บไซต์สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย สำหรับสืบค้นรายงานผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

3.1.4 เว็บไซต์ธนาคารแห่งประเทศไทย สำหรับสืบค้นตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค

3.2 ประชากร

ประชากรที่ใช้ในงานวิจัยนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งมีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม มีข้อมูลครบถ้วนปรากฏในฐานข้อมูลบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และมีหุ้นสามัญซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ตลอดระยะเวลา 6 ปี เริ่มตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560 - 2565 ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีลักษณะการดำเนินธุรกิจที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ดังนั้น จะได้จำนวนประชากร จำนวนข้อมูลรายปีรายบริษัท ดังตาราง 3.1

ตาราง 3.1 ข้อมูลรายปีรายบริษัทจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	จำนวนข้อมูล รายปีรายบริษัท	ร้อยละ
(1) เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	32	192	11.89
(2) สินค้าอุปโภคบริโภค	11	66	4.10
(3) สินค้าอุตสาหกรรม	39	234	14.50
(4) อสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง	62	372	23.05
(5) ทรัพยากร	36	216	13.38
(6) บริการ	63	378	23.42
(7) เทคโนโลยี	26	156	9.66
รวม	269	1,614	100

3.3 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลในงานวิจัยนี้จะใช้สถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมาน ดังนี้

3.3.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อใช้อธิบายลักษณะข้อมูลของประชากรที่รวบรวมมา โดยใช้สถิติดังต่อไปนี้ ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) รวมทั้งค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum)

3.3.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เพื่อใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่กำหนดไว้ ซึ่งจะทดสอบด้วยสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression) ในการอธิบายอิทธิพลของตัวแปรอิสระ

มากกว่า 1 ตัวแปรที่มีต่อตัวแปรตาม (มูลค่าหลักทรัพย์) เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นแบบ Panel จึงใช้ Hausman Test เพื่อทดสอบว่าสมการถดถอยแบบ Random Effects เหมาะสมกับชุดข้อมูลที่นำมาวิจัยหรือไม่ ซึ่งจากการทดสอบพบว่าไม่เหมาะสม ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงใช้สมการถดถอยแบบ Fixed Effects

สำหรับค่าสถิติที่ใช้ในการอธิบายอิทธิพลของข้อมูลที่เป็นตัวเงินและข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินที่มีต่อมูลค่าหลักทรัพย์ในสมการถดถอยพหุคูณนั้น จะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Coefficient) เพื่อใช้อธิบายผลว่าตัวแปรอิสระนั้นๆ มีอิทธิพลต่อตัวแปรตามในทิศทางบวกหรือลบ และมีขนาดเท่าใด รวมทั้งพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Coefficient of Determination) หรือ adjusted R^2 ที่ใช้อธิบายว่า ตัวแปรอิสระที่อยู่ในสมการถดถอยพหุคูณสามารถอธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ได้ร้อยละเท่าใด นอกจากนั้นมูลค่าหลักทรัพย์จะถูกอธิบายด้วยตัวแปรอื่นๆ ที่ไม่อยู่ในสมการถดถอยพหุคูณ

3.4 ตัวแบบที่ใช้

ผู้วิจัยประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) ซึ่งมีความนิยมแพร่หลายในการนำมาใช้ในงานวิจัยความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ตัวแบบ Ohlson (1995) แสดงความสัมพันธ์เชิงเส้นของมูลค่าหลักทรัพย์กับข้อมูลทางบัญชีคือ กำไรต่อหุ้น (Earnings per Share: EPS) และมูลค่าตามบัญชี ส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้น (ต่อไปจะเรียกโดยย่อว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น) (Book Value per Share: BVS) ดังนี้

$$P_{it3m} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BVS_{it} + \varepsilon_{it}$$

เพื่อลดผลกระทบจากความแตกต่างของขนาดบริษัทจดทะเบียนที่แตกต่างกัน ผู้วิจัยจึงนำราคาปิดของหลักทรัพย์ 3 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีของปีก่อนหน้า (P_{it3m_lag}) มาหารตามแนวทางของ Lee & Lee (2013); Banimahd, Poorzamani & Ahmadi (2013) ยกเว้นสมการถดถอยที่ใช้ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคเพียงอย่างเดียวเป็นตัวแปรอิสระ สำหรับสมการถดถอยแบบ Fixed Effects ที่ผู้วิจัยใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ประกอบด้วย

3.4.1 ความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ แสดงได้ดังสมการที่ (1)

$$P_{it3m}/P_{it3m_lag} = \beta_0 + \beta_1(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_2(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_3(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + a_i + \varepsilon_{it} \quad \text{.....(1)}$$

โดยที่ P_{it3m} = ราคาปิดของหลักทรัพย์ 3 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีของบริษัท i ในปี t

P_{it3m_lag} = ราคาปิดของหลักทรัพย์ 3 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีของบริษัท i ในปี t ปีก่อน

EPS_{it} = กำไรต่อหุ้นของบริษัท i ในปี t

BVS_{it} = มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัท i ในปี t

$CFOS_{it}$ = กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นของบริษัท i ในปี t

a_i = ตัวแปรทั้งหมดที่อยู่นอกสมการที่ส่งผลต่อตัวแปรในสมการ

ราคาหลักทรัพย์ที่ใช้ในงานวิจัยที่ผ่านมาทั้งใช้ราคา ณ วันสิ้นปี (เช่น Kwon, 2018; El-Diftar & Elkalla, 2019) ราคา 3 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี (เช่น Outa, Ozili & Eisenberge, 2017; Badu & Appiah, 2018; Almujaed & Alfraih; 2020) ราคา 4 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี (เช่น Tlili, Othman & Hussainey, 2019; Permatasari & Marsa, 2021) ในงานวิจัยนี้ผู้วิจัยใช้ราคาปิด 3 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี เนื่องจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนจะต้องส่งงบการเงินประจำรอบปีบัญชีที่ผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีภายใน 3 เดือนนับแต่วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี

นอกจากนี้ผู้วิจัยได้เพิ่มตัววัดทางบัญชีอีก 1 ตัว คือ $CFOS_{it}$ เพื่อให้เป็นตัวแทนข้อมูลทางบัญชีจากงบกระแสเงินสดตามแนวทางของผู้วิจัยหลายท่าน เช่น Mirza, Malek & Abdul-Hamid (2019); Juniarti, Helena, Novitasari & Tjamdinata (2018); กิตติมา (2660) เป็นต้น นอกจากนี้ผู้วิจัยได้เพิ่มตัวแปรควบคุม (Control Variables) คือ ความเสี่ยงทางการเงินและขนาดของกิจการ (เช่น Samki, 2013; Habib & Azim, 2008 เป็นต้น) ในสมการถดถอยพหุคูณดังสมการที่ (2)

$$P_{it3m}/P_{it3m_lag} = \beta_0 + \beta_1(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_2(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_3(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_4Lev_{it} + \beta_5Size_{it} + a_i + \varepsilon_{it} \dots (2)$$

โดยที่ Lev_{it} = ความเสี่ยงทางการเงินที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio, D/E Ratio)

$Size_{it}$ = ขนาดของกิจการที่วัดด้วยลอการิทึมของสินทรัพย์รวม

ดังนั้น หากเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย H_{1a} - H_{3a} ค่า β_1 , β_2 และ β_3 ในสมการที่ (1) และ (2) ต้องมากกว่าศูนย์ ($\beta_1 > 0$; $\beta_2 > 0$; $\beta_3 > 0$)

3.4.2 ความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน เพื่อวิเคราะห์ว่าข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์หรือไม่ โดยผู้วิจัยกำหนดให้ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ไป Interaction กับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมดังนี้

$$P_{it3m}/P_{it3m_lag} = \beta_0 + \beta_1NF_{it} + \beta_2(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_3(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_4(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_5NF_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_6NF_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_7NF_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + a_i + \varepsilon_{it}$$

โดยที่ NF_{it} = ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินของบริษัท i ในปี t

(1) ระดับคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการ แสดงได้ดังสมการที่ (3)

$$P_{it3m}/P_{it3m_lag} = \beta_0 + \beta_1CG_{it} + \beta_2(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_3(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_4(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_5CG_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_6CG_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_7CG_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + a_i + \varepsilon_{it} \dots (3)$$

โดยที่ CG_{it} = ระดับคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการ (1 = ระดับดีขึ้นไป,
0 = ต่ำกว่าระดับดี)

เช่นเดียวกับสมการที่ (2) ผู้วิจัยได้เพิ่มตัวแปรควบคุม ดังแสดงในสมการที่ (4)

$$P_{it3m}/P_{it3m_lag} = \beta_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_3 (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_4 (CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_5 CG_{it} * (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_6 CG_{it} * (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_7 CG_{it} * (CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_8 Lev_{it} + \beta_9 Size_{it} + a_i + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (4)$$

ดังนั้น หากเป็นไปตามสมมติฐานวิจัย H_{1b} ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยจากการ Interaction คือ β_5 , β_6 และ β_7 ในสมการที่ (3) และ (4) ต้องมากกว่าศูนย์ ($\beta_5 > 0$; $\beta_6 > 0$; $\beta_7 > 0$)

(2) รางวัลด้านความยั่งยืน แสดงได้ดังสมการที่ (5)

$$P_{it3m}/P_{it3m_lag} = \beta_0 + \beta_1 SR_{it} + \beta_2 (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_3 (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_4 (CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_5 SR_{it} * (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_6 SR_{it} * (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_7 SR_{it} * (CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + a_i + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (5)$$

โดยที่ SR_{it} = รางวัลด้านความยั่งยืน (1 = ได้รับรางวัล, 0 = ไม่ได้รับรางวัล)
เช่นเดียวกับสมการที่ (2) ผู้วิจัยได้เพิ่มตัวแปรควบคุม ดังแสดงในสมการที่ (6)

$$P_{it3m}/P_{it3m_lag} = \beta_0 + \beta_1 SR_{it} + \beta_2 (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_3 (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_4 (CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_5 SR_{it} * (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_6 SR_{it} * (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_7 SR_{it} * (CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_8 Lev_{it} + \beta_9 Size_{it} + a_i + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (6)$$

ดังนั้น หากเป็นไปตามสมมติฐานวิจัย H_{2b} ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยจากการ Interaction คือ β_5 , β_6 และ β_7 ในสมการที่ (5) และ (6) ต้องมากกว่าศูนย์ ($\beta_5 > 0$; $\beta_6 > 0$; $\beta_7 > 0$)

(3) รายงานเชิงบูรณาการ แสดงได้ดังสมการที่ (7)

$$\begin{aligned}
 P_{it3m}/P_{it3m_lag} = & \beta_0 + \beta_1 IR_{it} + \beta_2 (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_3 (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_4 (CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_5 IR_{it} * (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_6 IR_{it} * (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_7 IR_{it} * (CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & a_i + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (7)
 \end{aligned}$$

โดยที่ IR_{it} = รายงานเชิงบูรณาการ (1 = มีการจัดทำและเผยแพร่,
0 = ไม่ได้จัดทำ)

เช่นเดียวกับสมการที่ (2) ผู้วิจัยได้เพิ่มตัวแปรควบคุม ดังแสดงในสมการที่ (8)

$$\begin{aligned}
 P_{it3m}/P_{it3m_lag} = & \beta_0 + \beta_1 IR_{it} + \beta_2 (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_3 (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_4 (CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_5 IR_{it} * (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_6 IR_{it} * (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_7 IR_{it} * (CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_8 Lev_{it} + \beta_9 Size_{it} + a_i + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (8)
 \end{aligned}$$

ดังนั้น หากเป็นไปตามสมมติฐานวิจัย H_{3b} ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยจากการ Interaction คือ β_5 , β_6 และ β_7 ในสมการที่ (7) และ (8) ต้องมากกว่าศูนย์ ($\beta_5 > 0$; $\beta_6 > 0$; $\beta_7 > 0$)

(4) การสอบบัญชี

(4.1) ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี แสดงได้ดังสมการที่ (9)

$$\begin{aligned}
 P_{it3m}/P_{it3m_lag} = & \beta_0 + \beta_1 Aud_Firm_{it} + \beta_2 (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_3 (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_4 (CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_5 Aud_Firm_{it} * (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_6 Aud_Firm_{it} * (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_7 Aud_Firm_{it} * (CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + a_i + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (9)
 \end{aligned}$$

โดยที่ Aud_Firm_{it} = ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (1 = Big 4, 0 = ไม่ใช่ Big 4)
เช่นเดียวกับสมการที่ (2) ผู้วิจัยได้เพิ่มตัวแปรควบคุม ดังแสดงในสมการที่ (10)

$$\begin{aligned}
 P_{it3m}/P_{it3m_lag} = & \beta_0 + \beta_1 Aud_Firm_{it} + \beta_2 (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_3 (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_4 (CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_5 Aud_Firm_{it} * (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_6 Aud_Firm_{it} * (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_7 Aud_Firm_{it} * (CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_8 Lev_{it} + \beta_9 Size_{it} + \\
 & a_i + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots\dots (10)
 \end{aligned}$$

ดังนั้น หากเป็นไปตามสมมติฐานวิจัย H_{5b} ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยจากการ Interaction คือ β_5 , β_6 และ β_7 ในสมการที่ (9) และ (10) ต้องมากกว่าศูนย์ ($\beta_5 > 0$; $\beta_6 > 0$; $\beta_7 > 0$)

(4.2) รายงานของผู้สอบบัญชี แสดงได้ดังสมการที่ (11)

$$\begin{aligned}
 P_{it3m}/P_{it3m_lag} = & \beta_0 + \beta_1 Aud_Opin_{it} + \beta_2 (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_3 (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_4 (CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_5 Aud_Opin_{it} * (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_6 Aud_Opin_{it} * (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_7 Aud_Opin_{it} * (CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + a_i + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots\dots (11)
 \end{aligned}$$

โดยที่ Aud_Opin_{it} = รายงานของผู้สอบบัญชี (1 = แสดงความเห็นแบบไม่มีเงื่อนไข, 0 = แสดงความเห็นแบบมีเงื่อนไข หรืองบการเงินไม่ถูกต้องหรือไม่แสดงความเห็นต่องบการเงิน)

เช่นเดียวกับสมการที่ (2) ผู้วิจัยได้เพิ่มตัวแปรควบคุม ดังแสดงในสมการที่ (12)

$$\begin{aligned}
 P_{it3m}/P_{it3m_lag} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Aud_Opin}_{it} + \beta_2 (\text{EPS}_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_3 (\text{BVS}_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_4 (\text{CFOS}_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_5 \text{Aud_Opin}_{it} * (\text{EPS}_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_6 \text{Aud_Opin}_{it} * (\text{BVS}_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_7 \text{Aud_Opin}_{it} * (\text{CFOS}_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_8 \text{Lev}_{it} + \beta_9 \text{Size}_{it} + \\
 & a_i + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots\dots (12)
 \end{aligned}$$

ดังนั้น หากเป็นไปตามสมมติฐานวิจัย H_{4b} ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยจากการ Interaction คือ β_5 , β_6 และ β_7 ในสมการที่ (9) และ (10) ต้องมากกว่าศูนย์ ($\beta_5 > 0$; $\beta_6 > 0$; $\beta_7 > 0$)

3.4.3 ความเกี่ยวข้องของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ สำหรับการวิเคราะห์ความเกี่ยวข้องของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์แสดงได้ดังสมการที่ (13)

$$\begin{aligned}
 P_{it3m}/P_{it3m_lag} = & \beta_0 + \beta_1 (\text{EPS}_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_2 (\text{BVS}_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_3 (\text{CFOS}_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_4 (\text{IAS}_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & a_i + \varepsilon_i \quad \dots\dots\dots (13)
 \end{aligned}$$

โดยที่ IAS_{it} = สินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นของบริษัท i ในปี t
เช่นเดียวกับสมการที่ (2) ผู้วิจัยได้เพิ่มตัวแปรควบคุม ดังแสดงในสมการที่ (14)

$$\begin{aligned}
 P_{it3m}/P_{it3m_lag} = & \beta_0 + \beta_1 (\text{EPS}_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_2 (\text{BVS}_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_3 (\text{CFOS}_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_4 (\text{IAS}_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 & \beta_5 \text{Lev}_{it} + \beta_6 \text{Size}_{it} + a_i + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots\dots(14)
 \end{aligned}$$

ดังนั้น หากเป็นไปตามสมมติฐานวิจัย H_c ค่า β_4 ในสมการที่ (13) และ (14) ต้องมากกว่าศูนย์ ($\beta_4 > 0$)

3.4.4 ความเกี่ยวข้องของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ตามแนวทางการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้วยปัจจัยพื้นฐาน นักลงทุนจะพิจารณาตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญๆ ประกอบการตัดสินใจลงทุน แสดงได้ดังสมการที่ (15)

$$\begin{aligned}
 P_{it3m} &= \beta_0 + \beta_1 GDP_t + \beta_2 CPI_t + \beta_3 BSI_t + \beta_4 INT_t + a_i + \varepsilon_{it} \dots (15) \\
 \text{โดยที่} \quad GDP_t &= \text{ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศในปีที่ } t \\
 CPI_t &= \text{อัตราเงินเฟ้อที่วัดด้วยดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไปในปีที่ } t \\
 BSI_t &= \text{ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจในปีที่ } t \\
 INT_t &= \text{อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำต่อปีในปีที่ } t
 \end{aligned}$$

นอกจากนี้ จึงทำการทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของทั้งข้อมูลที่เป็นตัวเงิน ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน ตลอดจนตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค แสดงได้ดังสมการที่ (16)

$$\begin{aligned}
 P_{it3m}/P_{it3m_lag} &= \beta_0 + \beta_1(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_2(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 &\quad \beta_3(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_4 CG_{it} + \\
 &\quad \beta_5 CG_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_6 CG_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 &\quad \beta_7 CG_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_8 SR_{it} + \\
 &\quad \beta_9 SR_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_{10} SR_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 &\quad \beta_{11} SR_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_{12} IR_{it} + \\
 &\quad \beta_{13} IR_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_{14} IR_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 &\quad \beta_{15} IR_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_{16} Aud_Firm_{it} + \\
 &\quad \beta_{17} Aud_Firm_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 &\quad \beta_{18} Aud_Firm_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 &\quad \beta_{19} Aud_Firm_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_{20} Aud_Opin_{it} + \\
 &\quad \beta_{21} Aud_Opin_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 &\quad \beta_{22} Aud_Opin_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 &\quad \beta_{23} Aud_Opin_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_{24}(IAS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
 &\quad \beta_{25} GDP_t + \beta_{26} CPI_t + \beta_{27} BSI_t + \beta_{28} INT_t + \\
 &\quad a_i + \varepsilon_{it} \dots (16)
 \end{aligned}$$

เช่นเดียวกับสมการที่ (2) ผู้วิจัยได้เพิ่มตัวแปรควบคุม ดังแสดงในสมการที่ (17)

$$\begin{aligned}
P_{it3m}/P_{it3m_lag} = & \beta_0 + \beta_1(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_2(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
& \beta_3(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_4CG_{it} + \\
& \beta_5CG_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_6CG_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
& \beta_7CG_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_8SR_{it} + \\
& \beta_9SR_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_{10}SR_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
& \beta_{11}SR_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_{12}IR_{it} + \\
& \beta_{13}IR_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_{14}IR_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
& \beta_{15}IR_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_{16}Aud_Firm_{it} + \\
& \beta_{17}Aud_Firm_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
& \beta_{18}Aud_Firm_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
& \beta_{19}Aud_Firm_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_{20}Aud_Opin_{it} + \\
& \beta_{21}Aud_Opin_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
& \beta_{22}Aud_Opin_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
& \beta_{23}Aud_Opin_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_{24}(IAS_{it}/P_{it3m_lag}) + \\
& \beta_{25}GDP_t + \beta_{26}CPI_t + \beta_{27}BSI_t + \beta_{28}INT_t + \\
& \beta_{29}Lev_{it} + \beta_{30}Size_{it} + a_i + \varepsilon_{it} \quad \text{..... (17)}
\end{aligned}$$

ผู้วิจัยจะทำการวิเคราะห์ด้วยข้อมูลรวมคือ ระหว่างปี พ.ศ. 2560-2565 และแยกวิเคราะห์ข้อมูล 2 ช่วงเวลาคือ ช่วงก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19 คือ ระหว่างปี พ.ศ. 2560-2562 และช่วงการแพร่ระบาด คือ ระหว่างปี พ.ศ. 2563-2565 สำหรับการกำหนดช่วงเวลาก่อนและระหว่างการแพร่ระบาด ผู้วิจัยได้อธิบายไว้แล้วในบทที่ 1 ขอบเขตของการวิจัย

สมการทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ข้างต้น ใช้ราคาหลักทรัพย์ 3 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์การจัดส่งงบการเงินของสำนักงาน ก.ล.ต. ดังนั้นเพื่อให้นักลงทุนได้มีเวลาในการศึกษาข้อมูลทั้งหมดที่เปิดเผยต่อสาธารณะชน ผู้วิจัยจึงทำการทดสอบเพิ่มเติมด้วยราคาหลักทรัพย์ 4 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี (P_{it4m}) เพื่อเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องของตัวแปรต่างๆ ในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: ข้อมูลที่เป็นตัวเงินและไม่ใช้ตัวเงิน หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์ที่สำคัญคือ ศึกษาอิทธิพลของข้อมูลทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่ใช้ตัวเงินต่อการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้มาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลครบถ้วน จำนวน 269 บริษัท สำหรับระยะเวลา 6 ปี คือ ปี พ.ศ. 2560 – 2565 รวมจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบเท่ากับ 1,614 รายปี รายบริษัท โดยช่วงเวลาดังกล่าวครอบคลุมทั้งก่อนและระหว่างการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-19)

การอธิบายผลการวิเคราะห์ข้อมูลในบทนี้จะแยกอธิบายเป็น 3 ส่วน ประกอบด้วย

ส่วนที่ 1 ลักษณะทั่วไปของตัวแปร

ส่วนที่ 2 การทดสอบสมมติฐานการวิจัยโดยใช้สมการถดถอยพหุคูณเพื่อทดสอบอิทธิพลหรือความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ จำนวน 46 สมการ โดยใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์ในเดือนมีนาคม

ส่วนที่ 3 การทดสอบเพิ่มเติมโดยใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์ในเดือนเมษายน จำนวน 18 สมการ เพื่อเปรียบเทียบผลการทดสอบ ในกรณีที่นักลงทุนมีเวลาเพิ่มมากขึ้นสำหรับการศึกษาข้อมูลทั้งหมดที่เปิดเผย

4.1 ลักษณะทั่วไปของตัวแปร

ลักษณะทั่วไปของตัวแปรอธิบายได้ด้วยสถิติเชิงพรรณนา คือ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เฉพาะตัวแปรต่อเนื่อง ได้ดังตาราง 4.1

ตาราง 4.1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่อเนื่อง

(n = 1,614)

ตัวแปร	ตัวย่อ	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	S.D.
ราคาปิดเดือนมีนาคม (บาท)	P_{it3m}	0.0300	1,142.00	19.1252	51.0993
ราคาปิดเดือนมีนาคมปีก่อน (บาท)	P_{it3m_lag}	0.0300	540.00	18.5503	43.6327
ราคาปิดเดือนเมษายน (บาท)	P_{it4m}	0.0300	524.00	18.7917	43.9405
ราคาปิดเดือนเมษายนปีก่อน (บาท)	P_{it4m_lag}	0.0300	495.00	18.8681	43.4409
กำไรต่อหุ้น (บาท)	EPS_{it}	-5.5000	45.8700	1.0494	3.2364
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (บาท)	BVS_{it}	0.0044	377.0204	11.6821	29.61096
กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น (บาท)	$CFOS_{it}$	-20.5563	58.6793	1.6603	4.8142
สินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้น (บาท)	IAS_{it}	0.0001	47.9620	0.8346	3.7058
ความเสี่ยงทางการเงิน (เท่า)	Lev_{it}	0.0300	71.1000	1.2640	2.2165
ขนาดของกิจการ	$Size_{it}$	2.2480	6.5335	4.0005	0.6894
ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (พันล้านบาท)	GDP_t	10,246.50	10,923.30	10,535.47	248.8709
ดัชนีราคาผู้บริโภค (ร้อยละ)	CPI_t	98.25	106.47	100.5900	2.7145
ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ	BSI_t	45.10	50.20	48.1667	1.7294
อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (ร้อยละ)	INT_t	0.50	1.55	1.0283	0.4904

หมายเหตุ.- ตัวแปรหุ่นประกอบด้วย ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (CG_{it}) รางวัลด้านความยั่งยืน (SR_{it}) รายงานเชิงบูรณาการ (IR_{it}) ขนาดหรือประเภทของสำนักงานสอบบัญชี (Aud_Firm_{it}) และรายงานผู้สอบบัญชีหรือความเห็นของผู้สอบบัญชี (Aud_Opin_{it})

จากตาราง 4.1 พบว่า ราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคมมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 19.1252 บาท โดยราคาปิดต่ำสุดคือ 0.0300 บาทซึ่งเป็นราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในขณะที่ราคาปิดสูงสุดคือ 1,142 บาทซึ่งเป็นราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มเทคโนโลยี สำหรับราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคมของปีก่อนนั้นมีค่าต่ำสุดเท่ากับราคาปิดของเดือนมีนาคม คือ

0.0300 บาท โดยราคาสูงสุดเท่ากับ 540.00 บาท และมูลค่าเฉลี่ยเท่ากับ 43.6327 บาท สำหรับราคาปิดเดือนเมษายนที่จะใช้ในการทดสอบเพิ่มเติมนี้มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 18.7917 บาท ส่วนค่าต่ำสุดและสูงสุดคือ 0.0300 บาท (บริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง) และ 524 บาท (บริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม) ตามลำดับ ส่วนราคาปิดเดือนเมษายนของปีก่อนมีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0300 บาท 495.00 บาท และ 18.8681 บาทตามลำดับ

สำหรับค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ยของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม เป็นดังนี้ กำไรต่อหุ้นมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.0494 บาท ส่วนค่าต่ำสุดซึ่งแสดงเป็นขาดทุนต่อหุ้นเท่ากับ 5.5000 บาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 45.8700 บาท สำหรับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นนั้นมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 11.6821 บาท ค่าต่ำสุดและสูงสุดเท่ากับ 0.0044 บาทและ 377.0204 บาทตามลำดับ (มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นสูงสุดเป็นของบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง) ส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.6603 บาท ในขณะที่ค่าต่ำสุดแสดงเป็นกระแสเงินสดใช้ไปสุทธิในกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นเท่ากับ 20.5563 บาท และค่าสูงสุดแสดงเป็นกระแสเงินสดได้มาสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานเท่ากับ 58.6793 บาท นอกจากตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวแล้ว ตัวแปรสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นที่นำมาใช้เพื่อทดสอบอิทธิพลมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.8346 บาท ค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดเท่ากับ 0.0001 บาทและ 47.9620 บาทตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตนของบริษัทที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ค่อนข้างต่ำ

สำหรับตัวแปรควบคุมที่ใช้ในงานวิจัยนี้ คือ 1) ความเสี่ยงทางการเงินที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt-to-Equity Ratio) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.2640 เท่า โดยมีค่าต่ำสุดและสูงสุดเท่ากับ 0.0300 เท่าและ 71.1000 เท่าตามลำดับ (ความเสี่ยงทางการเงินสูงสุดเป็นของบริษัทในกลุ่มเทคโนโลยี โดยมีผลขาดทุนสะสมจำนวนมาก แต่ผลรวมส่วนของผู้ถือหุ้นยังเป็นบวก) และ 2) ขนาดของกิจการที่วัดด้วยลอการิทึมของสินทรัพย์รวม (Log Total Assets) ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.0005 สำหรับค่าต่ำสุดและสูงสุดเท่ากับ 2.2480 และ 6.5335 ตามลำดับ

สำหรับตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค ประกอบด้วย ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศซึ่งสะท้อนมูลค่าเศรษฐกิจทั้งหมดที่เกิดขึ้นภายในประเทศ มีค่าอยู่ระหว่าง 10,246.50 พันล้านบาทและ 10,923.30 พันล้านบาท ค่าต่ำสุดเป็นของปี พ.ศ. 2563 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 10,535.47 พันล้านบาท ส่วนดัชนีราคาผู้บริโภคเป็นดัชนีที่ใช้วัดการเปลี่ยนแปลงราคาสินค้าและบริการโดยเฉลี่ยที่ผู้บริโภคจ่ายไป มีค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 106.47 โดยเป็นดัชนีของปี พ.ศ. 2565 ค่าต่ำสุดคือร้อยละ 98.25 ในขณะที่ค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 100.5900 ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจใช้สะท้อนภาวะธุรกิจและเศรษฐกิจใน

แต่ละช่วงเวลา มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 48.1667 ซึ่งแสดงถึงความเชื่อมั่นลดลง ในขณะที่ค่าสูงสุด คือ 50.20 ซึ่งเป็นดัชนีความเชื่อมั่นของปี พ.ศ. 2560 สำหรับช่วงเวลาอื่นดัชนีความเชื่อมั่นต่ำกว่า 50 โดยค่าต่ำสุด คือ 45.10 เป็นของปี พ.ศ. 2562 สำหรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำต่อปีมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 1.0283 ส่วนค่าต่ำสุดและสูงสุดเท่ากับร้อยละ 0.50 และร้อยละ 1.55 ตามลำดับ

4.2 การทดสอบสมมติฐานของการวิจัย

การทดสอบอิทธิพลของข้อมูลที่เป็นตัวเงินและไม่ใช้ตัวเงินในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ตามสมมติฐานการวิจัยที่ได้กำหนดในบทที่ 1 จะประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) สำหรับตัวแปรตามที่ใช้ในข้อ 4.2 นี้ คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ในเดือนมีนาคม (P_{it3m}) การทดสอบอิทธิพลจะแยกอธิบายเป็นสมการถดถอยที่ไม่มีตัวแปรควบคุมและมีตัวแปรควบคุม โดยตัวแปรควบคุมที่ใช้ในงานวิจัยนี้ประกอบด้วย ความเสี่ยงทางการเงินของกิจการที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Lev_{it}) และขนาดของกิจการที่วัดด้วยลอการิทึมของสินทรัพย์รวม ($Size_{it}$) นอกจากนี้ การทดสอบอิทธิพลยังแยกอธิบายด้วยช่วงเวลารวม (Pooled Period) ระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2565 (6 ปี) และแบ่งช่วงเวลา (Sub-period) เป็น 2 ช่วงคือ ก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19 ช่วงปี พ.ศ. 2560 – 2562 (3 ปี) และระหว่างกาแพร่ระบาดของ COVID-19 ช่วงปี พ.ศ. 2563-2565 (3 ปี) ยกเว้นสมการถดถอยที่ใช้ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคจะทดสอบอิทธิพลด้วยช่วงเวลารวมเท่านั้น โดยที่สมการที่ใช้ทดสอบทั้งหมดเป็นแบบ Fixed Effect Panel Regression สำหรับการสรุปผลการทดสอบเพื่ออ้างอิงไปยังสมมติฐานการวิจัยนั้นจะอาศัยผลการทดสอบด้วยช่วงเวลารวมเป็นหลัก

4.2.1 ความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ สำหรับตัววัดทางบัญชีที่นำมาใช้ทดสอบอิทธิพล (ความเกี่ยวข้อง) ในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ประกอบด้วย กำไรต่อหุ้น (EPS_{it}) มูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้น (BVS_{it}) ต่อไปจะเรียกโดยย่อว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น ($CFOS_{it}$) โดยที่สมมติฐานของการวิจัยที่กำหนดไว้คือ

H_a : ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ มีสมมติฐานย่อยประกอบด้วย

H_{1a} : กำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{2a} : มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

H_{3a} : กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

ผลการทดสอบแสดงได้ดังตาราง 4.2

ตาราง 4.2 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

ระยะเวลา	พ.ศ. 2560 – 2565		พ.ศ. 2560 – 2562 (ก่อนการแพร่ระบาดฯ)		พ.ศ. 2563 – 2565 (ระหว่างการแพร่ระบาดฯ)	
ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	1	2	3	4	5	6
Constant	0.6273*** (25.1123)	1.7009* (1.8471)	0.4534*** (12.1490)	1.5038 (0.6681)	0.5755*** (8.7321)	10.1191*** (5.8577)
EPS_{it}/P_{it3m_lag}	0.8710*** (6.3120)	0.8798*** (6.3452)	0.5737** (1.9757)	0.6722** (2.1686)	0.9609*** (5.1437)	0.9497*** (5.2136)
BVS_{it}/P_{it3m_lag}	0.4791*** (61.8309)	0.4794*** 61.6774	0.4708*** (32.1634)	0.4756*** (30.5043)	0.6823*** (13.1828)	0.7087*** (13.9885)
$CFOS_{it}/P_{it3m_lag}$	0.2266** (2.1137)	0.2226** (2.0749)	0.5111* (1.9558)	0.4952* (1.8612)	0.0119 (0.0882)	0.0285 (0.2170)
Lev_{it}		0.0039 (0.3240)		0.0774 (0.8504)		-0.0085 (-0.6651)
$Size_{it}$		-0.2696 (-1.1726)		-0.2884 (-0.5040)		-2.3701*** (-5.5218)
R^2	87.96	87.98	94.40	94.41	65.15	67.06
Adjusted R^2	85.48	85.47	91.54	91.52	47.30	50.00
Durbin-Watson Stat.	2.15	2.15	2.41	2.41	2.50	2.58
F-statistic	35.4045***	35.1418***	32.9387***	32.6309***	3.6494***	3.9314***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

การทดสอบด้วยช่วงเวลารวมระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2565 ตามสมการที่ 1 กรณีไม่มีตัวแปรควบคุมพบว่า ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวมีอิทธิพลเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยที่กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ทั้งนี้ กำไรต่อหุ้นมีอิทธิพลในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติเดียวกันซึ่งสังเกตได้จากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 2 ตัว ส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 สำหรับการทดสอบในสมการที่ 2 กรณีมีตัวแปรควบคุมให้ผลเช่นเดียวกับสมการที่ 1 กล่าวคือ ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวมีอิทธิพลเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์โดยมีระดับนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกับสมการที่ 1

สำหรับช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ ระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2562 ตามสมการที่ 3 และ 4 พบว่า ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวยังคงมีอิทธิพลเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ แต่ในช่วงเวลานี้กลับพบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 ตามมาด้วยกำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นซึ่งมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

สำหรับช่วงเวลาระหว่างการแพร่ระบาดฯ ระหว่างปี พ.ศ. 2563 – 2565 ตามสมการที่ 5 และ 6 ทั้งกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นต่างก็มีอิทธิพลเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยที่กำไรต่อหุ้นยังคงมีอิทธิพลสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ซึ่งสังเกตได้จากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 2 ตัว ส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นในช่วงระหว่างการแพร่ระบาดฯ ไม่พบว่ามีนัยสำคัญที่จะใช้อธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ได้ โดยที่ขนาดของกิจการในช่วงเวลาระหว่างการแพร่ระบาดฯ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์

จากตาราง 4.2 พบว่าการเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปในสมการถดถอยส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพียงเล็กน้อยในช่วงเวลารวมและก่อนการแพร่ระบาดฯ แต่ในระหว่างการแพร่ระบาดฯ การเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปทำให้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับกรณีไม่มีตัวแปรควบคุม ทั้งนี้ F-statistic แสดงให้เห็นว่าชุดของตัวแปรอิสระสามารถร่วมกันอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากผลการทดสอบสรุปได้ว่า ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมยังคงเป็นข้อมูลที่ใช้อธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ได้เป็นอย่างดีโดยเฉพาะกำไรต่อหุ้น แม้ว่าในช่วงก่อนการแพร่ระบาดฯ ระดับนัยสำคัญของ

กำไรต่อหุ้นจะต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น แสดงให้เห็นว่าบทบาทของกำไรต่อหุ้นที่ใช้อธิบายมูลค่าหลักทรัพย์อาจลดลงบ้างในบางช่วงเวลา

ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานของการวิจัยที่กำหนดไว้คือ ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ทั้ง 3 สมมติฐานย่อยคือ H_{1a} , H_{2a} , และ H_{3a}

4.2.2 ความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน สำหรับข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินที่นำมาทดสอบอิทธิพลร่วมนั้น ประกอบด้วย ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ รางวัลด้านความยั่งยืน รายงานเชิงบูรณาการ และการสอบบัญชี ซึ่งตัวแปรเหล่านี้กำหนดเป็นตัวแปรหุ่น การอธิบายผลการทดสอบในหัวข้อ 4.2.2 นี้จะให้ความสำคัญไปที่ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของผลคูณระหว่างข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม โดยผู้วิจัยคาดหวังว่าค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยจะให้ผลเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เพื่อยืนยันว่าข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินนั้นๆ ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ได้หรือไม่ เพียงใด รายละเอียดดังนี้

(1) ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (CG_{it}) สมมติฐานของการวิจัยที่กำหนดไว้คือ

H_{1b} : ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ โดยมีสมมติฐานย่อยประกอบด้วย

$H_{1b(1)}$: ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกำไรต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

$H_{1b(2)}$: ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

$H_{1b(3)}$: ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

ผลการทดสอบแสดงได้ดังตาราง 4.3

ตาราง 4.3 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์:
อิทธิพลร่วมของระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ

ระยะเวลา	พ.ศ. 2560 – 2565		พ.ศ. 2560 – 2562 (ก่อนการแพร่ระบาดฯ)		พ.ศ. 2563 – 2565 (ระหว่างการแพร่ระบาดฯ)	
ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	7	8	9	10	11	12
Constant	0.5322*** (4.3510)	1.7996** (1.9646)	0.2993* (1.8781)	0.8593 (0.3989)	0.4797 (1.3531)	10.4299*** (6.0274)
EPS_{it}/P_{it3m_lag}	0.1802 (0.8894)	0.1761 (0.8629)	-0.4348 (-0.9428)	-0.3938 (-0.8260)	0.2146 (0.7729)	0.1172 (0.4325)
BVS_{it}/P_{it3m_lag}	0.4442*** (44.7345)	0.4440*** (44.6221)	0.4189*** (21.8150)	0.4205*** (21.2323)	0.4416*** (4.9566)	0.4550*** (5.2442)
$CFOS_{it}/P_{it3m_lag}$	0.1268 (0.4311)	0.1229 (0.4162)	0.5686 (0.9199)	0.5379 (0.8611)	0.9146* (1.8506)	1.1889** (2.4511)
CG_{it}	-0.0859 (-0.6449)	-0.0787 (-0.5908)	-0.4223** (-2.2848)	-0.4180** (-2.2534)	0.0296 (0.0796)	0.0360 (0.0999)
$CG_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag})$	1.2225*** (4.5207)	1.2493*** (4.5952)	0.7359 (1.2075)	0.7513 (1.2274)	1.2586*** (3.5047)	1.4058*** (4.0086)
$CG_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag})$	0.2291*** (4.8955)	0.2271*** (4.8523)	0.8793*** (7.1569)	0.8729*** (7.0174)	0.3171*** (3.2062)	0.3307*** (3.4389)
$CG_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag})$	-0.0597 (-0.1882)	-0.0585 (-0.1835)	-0.2618 (-0.3889)	-0.2338 (-0.3432)	-1.0569** (-2.0473)	-1.3363*** (-2.6372)
Lev_{it}		0.0036 (0.3051)		0.0278 (0.3142)		-0.0169 (-1.3193)
$Size_{it}$		-0.1393 (-1.4020)		-0.1497 (-0.2736)		-2.4697*** (-5.8504)
R^2	88.34	88.36	94.97	94.97	66.46	68.59
Adjusted R^2	85.89	85.89	92.34	92.31	48.90	51.96

ตาราง 4.3 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์:
อิทธิพลร่วมของระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (ต่อ)

ระยะเวลา	พ.ศ. 2560 – 2565		พ.ศ. 2560 – 2562 (ก่อนการแพร่ระบาดฯ)		พ.ศ. 2563 – 2565 (ระหว่างการแพร่ระบาดฯ)	
ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	7	8	9	10	11	12
Durbin-Watson Stat.	2.10	2.10	2.29	2.29	2.50	2.61
F-statistic	36.0700***	35.8232***	36.0745***	35.6907***	3.7849***	4.1248***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

การทดสอบด้วยช่วงเวลารวมระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2565 ตามสมการที่ 7 พบว่า หากพิจารณาเฉพาะตัวแปรระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (CG_{it}) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่เมื่อนำตัวแปรดังกล่าวไปหาอิทธิพลร่วม (Interaction) กับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมแล้วปรากฏว่า ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 แต่ไม่ได้ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ในสมการที่ 7 นี้พบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ดังนั้นมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นจึงมีอิทธิพลหรือความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์สูงขึ้นซึ่งสังเกตจากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยจากเดิม 0.4442 เป็น 0.6733 ($0.4442 + 0.2291$) การทดสอบในสมการที่ 8 ให้ผลเช่นเดียวกับสมการที่ 7 โดยที่ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของทั้งกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น โดยที่มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเพิ่มขึ้นจากเดิม 0.4440 เป็น 0.6711 ($0.4440 + 0.2271$) แม้ว่าการทดสอบด้วยช่วงเวลารวม กำไรต่อหุ้นจะไม่มีนัยสำคัญ แต่อิทธิพลร่วมของระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการกับกำไรต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวก 1.2225 และ 1.2493 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 สำหรับสมการที่ 7 และ 8 ตามลำดับ ซึ่งสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและอิทธิพลร่วมของระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติเดียวกัน

การทดสอบในช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ ระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2562 พบว่าระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 แต่เมื่อนำตัวแปรดังกล่าวไปหาอิทธิพลร่วมกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมแล้วพบว่า ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 การทดสอบในสมการที่ 10 ที่เพิ่มตัวแปรควบคุมให้ผลเช่นเดียวกับสมการที่ 9 โดยที่ตัวแปรควบคุมไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การทดสอบในช่วงเวลาการแพร่ระบาดฯ ระหว่างปี พ.ศ. 2563 – 2565 ตามสมการที่ 11 พบว่า เฉพาะตัวแปรระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่เมื่อนำไปหาอิทธิพลร่วมกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวแล้วพบมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ อิทธิพลร่วมกับกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นแสดงอิทธิพลเชิงบวก ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ในขณะที่อิทธิพลร่วมกับกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานแสดงอิทธิพลเชิงลบ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ในสมการที่ 11 นี้พบว่า ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมคือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ 0.10 ตามลำดับ ดังนั้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นจึงมีอิทธิพลในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นซึ่งสังเกตได้จากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยจากเดิม 0.4416 เป็น 0.7587 ($0.4416 + 0.3171$) การทดสอบในสมการที่ 12 ที่เพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปให้ผลเช่นเดียวกับสมการที่ 11 คือ ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ในขณะที่อิทธิพลร่วมกับกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นเป็นลบ ดังนั้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นจึงมีความเกี่ยวข้องเพิ่มขึ้นจากเดิม 0.4550 เป็น 0.7857 ($0.4550 + 0.3307$) สำหรับขนาดของกิจการที่ใช้เป็นตัวแปรควบคุมนั้นมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ในระหว่างการแพร่ระบาดฯ แม้ว่าการทดสอบในช่วงเวลานี้กำไรต่อหุ้นจะไม่พบมีนัยสำคัญที่จะใช้อธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ แต่อิทธิพลร่วมของระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการกับกำไรต่อหุ้นแสดงอิทธิพลเชิงบวก 1.2586 และ 1.4058 สำหรับสมการที่ 11 และ 12 ตามลำดับ ซึ่งสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและอิทธิพลร่วมของระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติเดียวกัน

จากตาราง 4.3 พบว่า การเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปในสมการถดถอยส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพียงเล็กน้อยในช่วงเวลารวมและก่อนการแพร่ระบาดฯ แต่ในระหว่างการแพร่ระบาดฯ การเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปทำให้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพิ่มขึ้นเมื่อ

เปรียบเทียบกับกรณีไม่มีตัวแปรควบคุม ทั้งนี้ F-statistic แสดงให้เห็นว่าชุดของตัวแปรอิสระสามารถร่วมกันอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากผลการทดสอบสรุปได้ว่า ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการซึ่งหน่วยงานกำกับดูแลออกแบบมาเพื่อช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนนั้นสามารถช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ได้ โดยเฉพาะกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น

ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัย $H_{1b(1)}$ และ $H_{1b(2)}$ ที่กำหนดไว้คือ ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มอรรถิพลหรือความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ และปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย $H_{1b(3)}$ ที่พบว่าระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการลดความเกี่ยวข้องของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

(2) รางวัลด้านความยั่งยืน (SR_{it}) สมมติฐานของการวิจัยที่กำหนดไว้คือ

H_{2b} : รางวัลด้านความยั่งยืนช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ โดยมีสมมติฐานย่อยประกอบด้วย

$H_{2b(1)}$: รางวัลด้านความยั่งยืนช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกำไรต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

$H_{2b(2)}$: รางวัลด้านความยั่งยืนช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

$H_{2b(3)}$: รางวัลด้านความยั่งยืนช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

ผลการทดสอบแสดงได้ดังตาราง 4.4

ตาราง 4.4 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์:
อิทธิพลร่วมของรางวัลด้านความยั่งยืน

ระยะเวลา	พ.ศ. 2560 – 2565		พ.ศ. 2560 – 2562 (ก่อนการแพร่ระบาดฯ)		พ.ศ. 2563 – 2565 (ระหว่างการแพร่ระบาดฯ)	
ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	13	14	15	16	17	18
Constant	0.6375*** (24.3754)	1.6691* (1.8111)	0.5196*** (12.7752)	1.1026 (0.4981)	0.5749*** (8.6890)	10.1245*** (5.8277)
EPS_{it}/P_{it3m_lag}	0.8604*** (6.1988)	0.8686*** (6.2274)	0.4119 (1.4407)	0.4696 (1.5356)	0.9776*** (5.1635)	0.9566*** (5.1812)
BVS_{it}/P_{it3m_lag}	0.4787*** (61.3825)	0.4790*** (61.2188)	0.4620*** (31.9551)	0.4648*** (30.1151)	0.6781*** (12.9764)	0.7038*** (13.7611)
$CFOS_{it}/P_{it3m_lag}$	0.2359** (2.1796)	0.2318** (2.1399)	0.4917* (1.8861)	0.4831* (1.8178)	0.0162 (0.1187)	0.0276 (0.2078)
SR_{it}	-0.2370 (-1.1352)	-0.2376 (-1.1374)	-1.5098*** (-4.1995)	-1.4989*** (-4.1535)	0.2087 (0.6304)	0.1972 (0.6114)
$SR_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag})$	1.9263 (1.2348)	1.8931 (1.2129)	7.8836*** (2.6004)	7.8365** (2.5723)	-1.2320 (-0.4663)	-0.8030 (-0.3119)
$SR_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag})$	0.0907 (0.3382)	0.0977 (0.3641)	0.3995 (0.8317)	0.3947 (0.8140)	-0.0762 (-0.1761)	-0.0485 (-0.1151)
$SR_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag})$	-1.0459 (-1.1955)	-1.0332 (-1.1805)	-1.1304 (-0.8638)	-1.1195 (-0.8540)	0.2058 (0.1109)	0.1739 (0.0962)
Lev_{it}		0.0038 (0.3121)		0.0448 (0.5027)		-0.0085 (-0.6597)
$Size_{it}$		-0.2592 (-1.1258)		-0.1607 (-0.2856)		-2.3717*** (-5.4940)
R^2	88.00	88.02	94.72	94.71	65.20	67.11
Adjusted R^2	85.48	85.48	91.95	91.92	46.98	49.70
Durbin-Watson Stat.	2.15	2.15	2.42	2.43	2.50	2.59

ตาราง 4.4 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์:
อิทธิพลร่วมของรางวัลด้านความยั่งยืน (ต่อ)

ระยะเวลา	พ.ศ. 2560 – 2565		พ.ศ. 2560 – 2562 (ก่อนการแพร่ระบาดฯ)		พ.ศ. 2563 – 2565 (ระหว่างการแพร่ระบาดฯ)	
ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	13	14	15	16	17	18
F-statistic	34.9217***	34.6627***	34.2267***	33.8725***	3.5788***	3.8546***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

การทดสอบด้วยช่วงเวลารวมระหว่าง พ.ศ. 2560 – 2565 ตามสมการที่ 13 พบว่า ทั้งตัวแปรรางวัลด้านความยั่งยืนตลอดจนอิทธิพลร่วมของรางวัลด้านความยั่งยืนกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวไม่พบนัยสำคัญทางสถิติที่ใช้ในการอธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ แต่หากพิจารณาเฉพาะตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมพบว่า กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยที่กำไรต่อหุ้นยังคงมีอิทธิพลสูงกว่า ณ ระดับนัยสำคัญเดียวกัน ส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นก็มีอิทธิพลเชิงบวกเช่นกัน ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 สำหรับการทดสอบในสมการที่ 14 ที่เพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปแสดงผลเช่นเดียวกับกรณีที่ไม่มีตัวแปรควบคุม โดยที่ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวมีอิทธิพลในทิศทางและระดับนัยสำคัญเดียวกับสมการที่ 13

การทดสอบในช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ ระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2562 ในสมการที่ 15 แสดงผลการทดสอบแตกต่างจากช่วงเวลารวม กล่าวคือ เฉพาะตัวแปรรางวัลด้านความยั่งยืนมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 แต่เมื่อพิจารณาอิทธิพลร่วมพบว่ารางวัลด้านความยั่งยืนช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยสูงถึง 7.8836 ซึ่งสูงกว่าค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (0.4620) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติเดียวกัน นอกจากนี้กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นก็พบว่ามีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 การทดสอบในสมการที่ 16 กรณีที่เพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปแสดงผลเช่นเดียวกับกรณีไม่มีตัวแปรควบคุม

การทดสอบในช่วงเวลาการแพร่ระบาดฯ ระหว่างปี พ.ศ. 2563 – 2565 แสดงผลแตกต่างจากช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ กล่าวคือ รางวัลด้านความยั่งยืนตลอดจนอิทธิพลร่วมของรางวัลด้านความยั่งยืนกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัว ไม่พบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติที่ใช้อธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาเฉพาะตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมพบว่า กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 การทดสอบในสมการที่ 18 ที่เพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปแสดงผลเช่นเดียวกับกรณีที่ไม่มีตัวแปรควบคุม อย่างไรก็ตามในสมการที่ 18 ตัวแปรควบคุมที่มีนัยสำคัญคือ ขนาดของกิจการที่แสดงอิทธิพลเชิงลบ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากตาราง 4.4 จะพบว่าการเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปในสมการถดถอยส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพียงเล็กน้อยในช่วงเวลารวมและก่อนการแพร่ระบาดฯ แต่ในระหว่างการแพร่ระบาดฯ การเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปทำให้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับกรณีไม่มีตัวแปรควบคุม ทั้งนี้ F-statistic แสดงให้เห็นว่าว่าชุดของตัวแปรอิสระสามารถร่วมกันอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากผลการทดสอบสรุปได้ว่า รางวัลด้านความยั่งยืนไม่ได้ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ตามผลการทดสอบด้วยช่วงเวลารวม แต่รางวัลด้านความยั่งยืนมีบทบาทในช่วงก่อนการแพร่ระบาดฯ ที่แสดงให้เห็นว่าการที่บริษัทจดทะเบียนได้รับรางวัลดังกล่าวช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนที่จะทำให้บริษัทจดทะเบียนมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นในช่วงเวลาดังกล่าว อย่างไรก็ตาม ผลการทดสอบในระหว่างการแพร่ระบาดฯ ไม่พบรางวัลด้านความยั่งยืนช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ และจะเห็นว่าในระหว่างการแพร่ระบาดฯ ข้อมูลที่เป็นตัวเงินผ่านตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมคือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นถือว่ามีความสำคัญในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน

ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานของการวิจัย $H_{2b(1)}$, $H_{2b(2)}$ และ $H_{2b(3)}$ คือ รางวัลด้านความยั่งยืนไม่ได้ช่วยเพิ่มอิทธิพลหรือความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ที่ทดสอบด้วยช่วงเวลารวม อย่างไรก็ตาม รางวัลด้านความยั่งยืนมีบทบาทช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้นเฉพาะในช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ เท่านั้น

(3) รายงานเชิงบูรณาการ (IR_H) สมมติฐานของการวิจัยที่กำหนดไว้คือ

H_{3b} : รายงานเชิงบูรณาการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ โดยมีสมมติฐานย่อยประกอบด้วย

$H_{3b(1)}$: รายงานเชิงบูรณาการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกำไรต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

$H_{3b(2)}$: รายงานเชิงบูรณาการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

$H_{3b(3)}$: รายงานเชิงบูรณาการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

แสดงผลการทดสอบได้ดังตาราง 4.5

ตาราง 4.5 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของรายงานเชิงบูรณาการ

ระยะเวลา	พ.ศ. 2560 – 2565		พ.ศ. 2560 – 2562 (ก่อนการแพร่ระบาดฯ)		พ.ศ. 2563 – 2565 (ระหว่างการแพร่ระบาดฯ)	
ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	19	20	21	22	23	24
Constant	0.6325*** (23.9281)	1.6372* (1.7625)	0.4537*** (11.1999)	1.5449 (0.6730)	0.5823*** (7.9454)	10.1375*** (5.8269)
EPS_{it}/P_{it3m_lag}	0.8782*** (6.3247)	0.8863*** (6.3525)	0.5742* (1.9645)	0.6725** (2.1559)	0.9776*** (5.1593)	0.9548*** (5.1665)
BVS_{it}/P_{it3m_lag}	0.4795*** (61.5815)	0.4798*** (61.4187)	0.4707*** (31.9796)	0.4756*** (30.3252)	0.6836*** (13.1398)	0.7103*** (13.9448)
$CFOS_{it}/P_{it3m_lag}$	0.2258** (2.0946)	0.2219** (2.0570)	0.5062* (1.9216)	0.4897* (1.8241)	0.0095 (0.0698)	0.0211 (0.1585)
IR_{it}	-0.0534 (-0.1046)	0.0014 (0.0028)	-0.0533 (-0.0298)	-0.0304 (-0.0170)	-0.0975 (-0.0932)	-0.0609 (-0.0598)
$IR_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag})$	-0.7791 (-0.6092)	-0.7581 (-0.5925)	0.4146 (0.0862)	0.4225 (0.0877)	-1.1205 (-0.7010)	-0.7484 (-0.4802)
$IR_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag})$	-0.1800 (-0.5236)	-0.1914 (-0.5562)	-0.0958 (-0.0527)	-0.0889 (-0.0488)	-0.2028 (-0.3132)	-0.2623 (-0.4156)

ตาราง 4.5 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์:
อิทธิพลร่วมของรายงานเชิงบูรณาการ (ต่อ)

ระยะเวลา	พ.ศ. 2560 – 2565		พ.ศ. 2560 – 2562 (ก่อนการแพร่ระบาดฯ)		พ.ศ. 2563 – 2565 (ระหว่างการแพร่ระบาดฯ)	
ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	19	20	21	22	23	24
$IR_{it}^*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag})$	0.2356 (0.2166)	0.2472 (0.2272)	0.8796 (0.2239)	0.8734 (0.2210)	0.5451 (0.4380)	0.7180 (0.5921)
Lev_{it}		0.0040 (0.3342)		0.0765 (0.8370)		-0.0086 (-0.6638)
$Size_{it}$		-0.2527 (-1.0883)		-0.2986 (-0.5114)		-2.3728*** (-5.4902)
R^2	87.97	87.99	94.41	94.41	65.18	67.09
Adjusted R^2	85.45	85.44	91.48	91.46	46.95	49.66
Durbin-Watson Stat.	2.15	2.15	2.41	2.41	2.50	2.58
F-statistic	34.8259***	34.5656***	32.2233***	31.9243***	3.5752***	3.8504***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

การทดสอบด้วยช่วงเวลารวมระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2565 ตามสมการที่ 19 พบว่าทั้งรายงานเชิงบูรณาการและอิทธิพลร่วมของรายงานเชิงบูรณาการกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่หากพิจารณาเฉพาะตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมกลับพบว่า ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยที่กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 โดยอิทธิพลของกำไรต่อหุ้นซึ่งสังเกตได้จากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 การทดสอบในสมการที่ 20 กรณีเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปแสดงผลเช่นเดียวกับกรณีที่ไม่มีตัวแปร

ควบคุม กล่าวคือ พบเพียงตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมที่ใช้ในการอธิบายมูลค่าหลักทรัพย์โดยมีทิศทางและระดับนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกับสมการที่ 19

การทดสอบในช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ ระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2562 ในสมการที่ 21 แสดงผลทำนองเดียวกับการทดสอบด้วยช่วงเวลารวมข้างต้น กล่าวคือ รายงานเชิงบูรณาการและอิทธิพลร่วมของรายงานเชิงบูรณาการกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ มีเพียงตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมเท่านั้นที่พบนัยสำคัญทางสถิติที่จะใช้อธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ โดยที่ในช่วงเวลานี้มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวก ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ส่วนกำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นแสดงอิทธิพลเชิงบวกเช่นกันแต่ในระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 สำหรับการทดสอบในกรณีที่เพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปตามสมการที่ 22 แสดงผลในลักษณะใกล้เคียงกับสมการที่ 21 โดยมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ การทดสอบในช่วงเวลาการแพร่ระบาดฯ ระหว่างปี พ.ศ. 2563 – 2565 ตามสมการที่ 23 ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติของรายงานเชิงบูรณาการตลอดจนอิทธิพลร่วมของรายงานเชิงบูรณาการกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมเช่นเดียวกับการทดสอบด้วยช่วงเวลารวมและช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ มีเพียงกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเท่านั้นที่แสดงอิทธิพลเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยที่กำไรต่อหุ้นยังคงมีอิทธิพลสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นซึ่งสังเกตได้จากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย การทดสอบในสมการที่ 24 ที่เพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปนั้นแสดงผลเช่นเดียวกับกรณีที่ไม่มีตัวแปรควบคุม และในสมการที่ 24 นี้พบว่า ขนาดของกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากตาราง 4.5 จะพบว่าการเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปในสมการถดถอยส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพียงเล็กน้อยในช่วงเวลารวมและก่อนการแพร่ระบาดฯ แต่ในระหว่างการแพร่ระบาดฯ การเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปทำให้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับกรณีไม่มีตัวแปรควบคุม ทั้งนี้ F-statistic แสดงให้เห็นว่าค่าชุดของตัวแปรอิสระสามารถร่วมกันอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากผลการทดสอบสรุปได้ว่า ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินในลักษณะของรายงานเชิงบูรณาการไม่ได้ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ โดยที่นักลงทุนอาจมองว่าการให้ข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัทที่ครบถ้วนรอบด้านผ่านรายงานเชิงบูรณาการย่อมมีต้นทุนทั้งในการจัดทำรายงานและต้นทุนการดำเนินงานเพื่อให้เป็นไปตามกรอบของ IIRC (International Integrated

Reporting Council) และข้อมูลไม่ใช่ตัวเงินประเภทนี้ไม่ได้ช่วยเพิ่มความสามารถในการตัดสินใจของนักลงทุน เป็นที่น่าสังเกตว่าทั้งการทดสอบด้วยช่วงเวลารวม ก่อนการแพร่ระบาดฯ และระหว่างการแพร่ระบาดฯ ข้อมูลที่เป็นตัวเงินมีบทบาทในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์มากกว่าข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน

ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานของการวิจัย $H_{3b(1)}$, $H_{3b(2)}$ และ $H_{3b(3)}$ คือ รายงานเชิงบูรณาการไม่ได้ช่วยเพิ่มอิทธิพลหรือความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในทุกช่วงเวลาทำการทดสอบ

(4) การสอบบัญชี สำหรับข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินที่นำมาทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์เกี่ยวกับการสอบบัญชีนั้น จะแยกพิจารณาเป็น 2 ส่วนคือ ประเภทหรือขนาดของสำนักงานสอบบัญชี และความเห็นของผู้สอบบัญชี รายละเอียดอธิบายได้ดังนี้

(4.1) สำนักงานสอบบัญชี ($Audit_Firm_{it}$) สมมติฐานของการวิจัยที่กำหนดไว้คือ

H_{4b} : สำนักงานสอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ โดยมีสมมติฐานย่อยประกอบด้วย

$H_{4b(1)}$: สำนักงานสอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกำไรต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

$H_{4b(2)}$: สำนักงานสอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

$H_{4b(3)}$: สำนักงานสอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

ผลการทดสอบแสดงได้ดังตาราง 4.6

ตาราง 4.6 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของสำนักงานสอบบัญชี

ระยะเวลา	พ.ศ. 2560 – 2565		พ.ศ. 2560 – 2562 (ก่อนการแพร่ระบาดฯ)		พ.ศ. 2563 – 2565 (ระหว่างการแพร่ระบาดฯ)	
ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	25	26	27	28	29	30
Constant	0.9720*** (8.1390)	1.8849** (2.0392)	-0.0652 (-0.2316)	0.4637 (0.2085)	1.0672*** (3.7338)	11.1512*** (6.6194)

ตาราง 4.6 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์:
อิทธิพลร่วมของสำนักงานสอบบัญชี (ต่อ)

ระยะเวลา	พ.ศ. 2560 – 2565		พ.ศ. 2560 – 2562 (ก่อนการแพร่ระบาดฯ)		พ.ศ. 2563 – 2565 (ระหว่างการแพร่ระบาดฯ)	
ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	25	26	27	28	29	30
EPS_{it}/P_{it3m_lag}	1.2968*** (4.9860)	1.3233*** (5.0316)	0.7767 (1.3880)	0.8466 (1.4818)	0.9263*** (2.9268)	0.8123*** (2.6320)
BVS_{it}/P_{it3m_lag}	0.4437*** (8.7544)	0.4418*** (8.6902)	1.2382*** (8.3127)	1.2364*** (8.2820)	0.4739*** (7.6271)	0.4969*** (8.2366)
$CFOS_{it}/P_{it3m_lag}$	0.3010* (1.9535)	0.2994* (1.9407)	0.0914 (0.2432)	0.0882 (0.2334)	0.2163 (1.2712)	0.2062 (1.2502)
$Audit_Firm_{it}$	-0.4827*** (-2.9510)	-0.4663*** (-2.8365)	0.4667 (1.1730)	0.4796 (1.2017)	-0.8878** (-2.1654)	-0.8390** (-2.0983)
$Audit_Firm_{it}^*$ (EPS_{it}/P_{it3m_lag})	-0.5590* (-1.8386)	-0.5830* (-1.9033)	-0.5858 (-0.8980)	-0.5871 (-0.8986)	0.2358 (0.6193)	0.3793 (1.0215)
$Audit_Firm_{it}^*$ (BVS_{it}/P_{it3m_lag})	0.0294 (0.5745)	0.0314 (0.6113)	-0.7877*** (-5.2569)	-0.7824*** (-5.2033)	0.5002*** (5.9479)	0.5203*** (6.3832)
$Audit_Firm_{it}^*$ ($CFOS_{it}/P_{it3m_lag}$)	-0.0939 (-0.4306)	-0.0939 (-0.4297)	0.4263 (0.8262)	0.4223 (0.8163)	-0.3633 (-1.3533)	-0.2930 (-1.1251)
Lev_{it}		0.0043 (0.3584)		0.0560 (0.6276)		-0.0119 (-0.9498)
$Size_{it}$		-0.2322 (-1.0054)		-0.1522 (-0.2717)		-2.5146*** (-6.0436)
R^2	88.08	88.09	94.70	94.71	67.48	69.63
Adjusted R^2	85.58	85.57	91.93	91.91	50.45	53.56
Durbin-Watson Stat.	2.17	2.17	2.30	2.31	2.51	2.61

ตาราง 4.6 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์:
อิทธิพลร่วมของสำนักงานสอบบัญชี (ต่อ)

ระยะเวลา	พ.ศ. 2560 – 2565		พ.ศ. 2560 – 2562 (ก่อนการแพร่ระบาดฯ)		พ.ศ. 2563 – 2565 (ระหว่างการแพร่ระบาดฯ)	
ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	25	26	27	28	29	30
F-statistic	35.1786***	34.9108***	34.1460***	33.8012***	3.9628***	4.3313***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

การทดสอบด้วยช่วงเวลารวมระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2565 ตามสมการที่ 25 พบว่า ตัวแปรสำนักงานสอบบัญชีแสดงอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 รวมทั้งอิทธิพลร่วมของสำนักงานสอบบัญชีกับกำไรต่อหุ้นก็แสดงอิทธิพลเชิงลบเช่นกัน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.10 สำหรับอิทธิพลร่วมกับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ หากพิจารณาเฉพาะอิทธิพลของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมจะพบว่า ทั้ง 3 ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมมีอิทธิพลเชิงบวกในการอธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ กล่าวคือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยอิทธิพลของกำไรต่อหุ้นสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นซึ่งสังเกตได้จากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย ส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.10 การทดสอบกรณีที่เพิ่มตัวแปรควบคุมตามสมการที่ 26 ปรากฏผลการทดสอบเช่นเดียวกับกรณีที่ไม่มีตัวแปรควบคุม

การทดสอบในช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ ระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2562 ตามสมการที่ 27 ปรากฏผลแตกต่างจากการทดสอบด้วยช่วงเวลารวม กล่าวคือ เฉพาะตัวแปรสำนักงานสอบบัญชีแสดงอิทธิพลเชิงบวกแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่เมื่อนำไปหาอิทธิพลร่วมกับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นแล้ว กลับปรากฏอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และหากพิจารณาเฉพาะตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในช่วงเวลานี้พบว่า มีเพียงมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเท่านั้นที่มีอิทธิพลเชิงบวกที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ส่วนการทดสอบกรณีที่เพิ่มตัวแปรควบคุมตามสมการที่ 28 ปรากฏผลเช่นเดียวกับกรณีที่ไม่มีตัวแปรควบคุม

การทดสอบในช่วงเวลาการแพร่ระบาดฯ ระหว่างปี พ.ศ. 2563 – 2565 ตามสมการที่ 29 ตัวแปรสำนักงานสอบบัญชีแสดงอิทธิพลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 แต่เมื่อนำไปหาอิทธิพลร่วมกับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นกลับพบว่าปรากฏอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และหากพิจารณาเฉพาะตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมพบว่า กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยที่อิทธิพลของกำไรต่อหุ้นยังคงสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นซึ่งสังเกตได้จากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย สำหรับการทดสอบตามสมการที่ 30 กรณีเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปแสดงผลเช่นเดียวกับการกรณีที่ไม่มีตัวแปรควบคุม ทั้งนี้ ตัวแปรควบคุมในสมการที่ 30 คือ ขนาดของกิจการแสดงอิทธิพลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากตาราง 4.6 จะพบว่าการเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปในสมการถดถอยส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพียงเล็กน้อยในช่วงเวลารวมและก่อนการแพร่ระบาดฯ แต่ในระหว่างการแพร่ระบาดฯ การเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปทำให้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับกรณีไม่มีตัวแปรควบคุม ทั้งนี้ F-statistic แสดงให้เห็นว่าว่าชุดของตัวแปรอิสระสามารถร่วมกันอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากผลการทดสอบสรุปได้ว่า การที่บริษัทจดทะเบียนให้สำนักงานสอบบัญชีในกลุ่ม Big 4 ตรวจสอบงบการเงินประจำปีซึ่งถูกคาดหวังเรื่องมาตรฐานการปฏิบัติงานที่สูงในการค้นหาข้อผิดพลาดหรือการไม่ปฏิบัติตามมาตรฐานการรายงานทางการเงิน อันจะส่งผลต่อความถูกต้องตามที่ควรของข้อมูลทางบัญชีที่ปรากฏในงบการเงิน และมักกำหนดค่าธรรมเนียมวิชาชีพที่สูงกว่าสำนักงานสอบบัญชีที่ไม่ใช่กลุ่ม Big 4 แต่นักลงทุนกลับมองว่าประเภทหรือขนาดของสำนักงานสอบบัญชีไม่ได้ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานของการวิจัย $H_{4b(1)}$, $H_{4b(2)}$ และ $H_{4b(3)}$ คือ สำนักงานสอบบัญชีไม่ได้ช่วยเพิ่มอิทธิพลหรือความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ที่ทดสอบด้วยช่วงเวลารวมและก่อนการแพร่ระบาดฯ อย่างไรก็ตาม สำนักงานสอบบัญชีมีบทบาทช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเฉพาะในช่วงของการแพร่ระบาดฯ เท่านั้น

(4.2) ความเห็นของผู้สอบบัญชี ($Audit_Opin_{it}$) สมมติฐานของการวิจัยที่กำหนดไว้คือ

H_{5b} : ความเห็นของผู้สอบบัญชีบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ โดยมีสมมติฐานย่อยประกอบด้วย

$H_{5b(1)}$: ความเห็นของผู้สอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกำไรต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

$H_{5b(2)}$: ความเห็นของผู้สอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

$H_{5b(3)}$: ความเห็นของผู้สอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

ผลการทดสอบแสดงดังตาราง 4.7

ตาราง 4.7 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์:
อิทธิพลร่วมของความเห็นของผู้สอบบัญชี

ระยะเวลา	พ.ศ. 2560 – 2565		พ.ศ. 2560 – 2562 (ก่อนการแพร่ระบาดฯ)		พ.ศ. 2563 – 2565 (ระหว่างการแพร่ระบาดฯ)	
ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	31	32	33	34	35	36
Constant	0.6730** (2.2718)	1.7056* (1.7774)	-0.0470 (-0.0824)	0.8145 (0.3464)	1.2128** (2.0537)	11.1620*** (6.0939)
EPS_{it}/P_{it3m_lag}	0.5144 (1.0443)	0.5419 (1.0850)	0.0693 (0.0955)	0.2136 (0.2860)	0.7405 (0.9947)	0.4535 (0.6138)
BVS_{it}/P_{it3m_lag}	0.4726*** (4.1357)	0.4762*** (4.1509)	0.7232** (2.2311)	0.7312** (2.2486)	0.3989*** (2.9192)	0.3783*** (2.8392)
$CFOS_{it}/P_{it3m_lag}$	0.0878 (0.2259)	0.0822 (0.2109)	0.3096 (0.1430)	0.2693 (0.1242)	0.5298 (1.1162)	0.6882 (1.4871)
$Audit_Opin_{it}$	-0.0502 (-0.1662)	-0.0372 (-0.1229)	0.5036 (0.8678)	0.5038 (0.8669)	-0.6906 (-1.1431)	-0.7586 (-1.2906)
$Audit_Opin_{it}^*$ (EPS_{it}/P_{it3m_lag})	0.3867 (0.7566)	0.3640 (0.7040)	0.6106 (0.7636)	0.5449 (0.6769)	0.2569 (0.3404)	0.5560 (0.7421)
$Audit_Opin_{it}^*$ (BVS_{it}/P_{it3m_lag})	0.0080 (0.0699)	0.0045 (0.0394)	-0.2477 (-0.7651)	-0.2518 (-0.7756)	0.3238** (2.2333)	0.3785*** (2.6736)
$Audit_Opin_{it}^*$ ($CFOS_{it}/P_{it3m_lag}$)	0.1448 (0.3584)	0.1466 (0.3612)	0.1616 (0.0742)	0.1947 (0.0892)	-0.5595 (-1.1254)	-0.7186 (-1.4822)

ตาราง 4.7 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์:
อิทธิพลร่วมของความเห็นของผู้สอบบัญชี (ต่อ)

ระยะเวลา	พ.ศ. 2560 – 2565		พ.ศ. 2560 – 2562 (ก่อนการแพร่ระบาดฯ)		พ.ศ. 2563 – 2565 (ระหว่างการแพร่ระบาดฯ)	
ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	31	32	33	34	35	36
Lev _{it}		0.0027 (0.2177)		0.0747 (0.8158)		-0.0131 (-0.9964)
Size _{it}		-0.2621 (-1.1371)		-0.2399 (-0.4155)		-2.4544*** (-5.7242)
R ²	87.97	87.99	94.42	94.43	65.51	67.57
Adjusted R ²	85.45	85.44	91.49	91.47	47.45	50.40
Durbin-Watson Stat.	2.15	2.15	2.41	2.41	2.50	2.59
F-statistic	34.8233***	34.5642***	32.3017***	31.9957***	3.6269***	3.9357***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

การทดสอบด้วยช่วงเวลารวมระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2565 ตามสมการที่ 31 พบว่าทั้งตัวแปรความเห็นของผู้สอบบัญชีและอิทธิพลร่วมของความเห็นของผู้สอบบัญชีกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมไม่พบนัยสำคัญทางสถิติที่จะใช้อธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ มีเพียงมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นที่แสดงอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 การทดสอบในสมการที่ 32 ที่เพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปแสดงผลเช่นเดียวกับกรณีที่ไม่มีตัวแปรควบคุม

การทดสอบในช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ ระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2562 ตามสมการที่ 33 และ 34 กรณีไม่มีและมีตัวแปรควบคุมตามลำดับปรากฏผลการทดสอบเช่นเดียวกับการทดสอบด้วยช่วงเวลารวม กล่าวคือ มีเพียงมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเท่านั้นที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ส่วนตัวแปรความเห็นของผู้สอบบัญชีตลอดจนอิทธิพลร่วมของความเห็นของผู้สอบบัญชีกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ

การทดสอบในช่วงเวลาการแพร่ระบาดฯ ระหว่างปี พ.ศ. 2563 – 2565 ตามสมการที่ 35 พบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 และเมื่อนำความเห็นของผู้สอบบัญชีไปหาอิทธิพลร่วมกับมูลค่าตามบัญชีแล้วก็ปรากฏอิทธิพลเชิงบวกเช่นกัน ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 สำหรับการทดสอบในสมการที่ 36 ที่เพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปแสดงผลการทดสอบในลักษณะเดียวกันคือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยที่เมื่อนำความเห็นของผู้สอบบัญชีมาหาอิทธิพลร่วมกับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นก็พบอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 นอกจากนี้ตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการแสดงอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากตาราง 4.7 จะพบว่าการเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปในสมการถดถอยส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพียงเล็กน้อยในช่วงเวลารวมและก่อนการแพร่ระบาดฯ แต่ในระหว่างการแพร่ระบาดฯ การเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปทำให้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับกรณีไม่มีตัวแปรควบคุม ทั้งนี้ F-statistic แสดงให้เห็นว่าว่าชุดของตัวแปรอิสระสามารถร่วมกันอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากผลการทดสอบสรุปได้ว่า ความเห็นของผู้สอบบัญชีตามที่ปรากฏในรายงานผู้สอบบัญชีไม่ได้ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์เช่นเดียวกับประเภทหรือขนาดของสำนักงานสอบบัญชี

ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานของการวิจัย $H_{5b(1)}$, $H_{5b(2)}$ และ $H_{5b(3)}$ คือ ความเห็นของผู้สอบบัญชีไม่ได้ช่วยเพิ่มอิทธิพลหรือความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ความเห็นของผู้สอบบัญชีมีบทบาทช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในช่วงเวลาระหว่างการแพร่ระบาดฯ เท่านั้น

4.2.3 ความเกี่ยวข้องของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ นอกจากตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมซึ่งประกอบด้วย กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น ซึ่งตัววัดทางบัญชีทั้ง 3 ตัวนั้นเป็นตัวแทนจากงบการเงินที่สำคัญคือ งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบฐานะการเงิน (เดิมชื่อกองทุนหรืองบแสดงฐานะการเงิน) และงบกระแสเงินสดตามลำดับ ในงานวิจัยนี้ยังนำสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นมาทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ด้วย สมมติฐานของการวิจัยที่กำหนดไว้คือ

H_C : สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

ผลการทดสอบแสดงได้ดังตาราง 4.8

ตาราง 4.8 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

ระยะเวลา	พ.ศ. 2560 – 2565		พ.ศ. 2560 – 2562 (ก่อนการแพร่ระบาดฯ)		พ.ศ. 2563 – 2565 (ระหว่างการแพร่ระบาดฯ)	
ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	37	38	39	40	41	42
Constant	0.6279*** (24.6636)	1.7005* (1.8358)	0.4599*** (11.8584)	1.1543 (0.4966)	0.5776*** (8.7405)	10.1036*** (5.8427)
EPS_{it}/P_{it3m_lag}	0.8692*** (6.2673)	0.8797*** (6.3112)	0.5705* (1.9632)	0.6666** (2.1487)	0.9542*** (5.0916)	0.9443*** (5.1660)
BVS_{it}/P_{it3m_lag}	0.4798*** (50.3784)	0.4795*** (50.1308)	0.4824*** (20.1498)	0.4876*** (19.3944)	0.6883*** (12.9574)	0.7133*** (13.7311)
$CFOS_{it}/P_{it3m_lag}$	0.2277** (2.1163)	0.2226** (2.0670)	0.5157** (1.9714)	0.5080* (1.9023)	0.0114 (0.0844)	0.0281 (0.2140)
IAS_{it}/P_{it3m_lag}	-0.0277 (-0.1278)	-0.0009 (-0.0042)	-0.4342 (-0.6145)	-0.4470 (-0.6078)	-0.1416 (-0.5062)	-0.1121 (-0.4108)
Lev_{it}		0.0039 (0.3239)		0.0815 (0.8924)		-0.0088 (-0.6818)
$Size_{it}$		-0.2695 (-1.1645)		-0.1999 (-0.3383)		-2.3657*** (-5.5056)
R^2	87.96	87.98	94.41	94.42	65.16	67.07
Adjusted R^2	85.47	85.46	91.53	91.51	47.22	49.93
Durbin-Watson Stat.	2.15	2.15	2.41	2.41	2.50	2.59
F-statistic	35.2508***	34.9896***	32.7815***	32.4754***	3.6319***	3.9117***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

การทดสอบด้วยช่วงเวลารวมระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2565 ตามสมการที่ 37 และ 38 กรณีไม่มีและมีตัวแปรควบคุมตามลำดับแสดงผลการทดสอบเช่นเดียวกัน คือ ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม

ทั้ง 3 ตัวแสดงอิทธิพลเชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยที่กำไรต่อหุ้น และมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีนัยสำคัญที่ 0.01 ส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีนัยสำคัญที่ 0.05 สำหรับสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นแสดงอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การทดสอบในช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ ระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2562 พบว่าตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวยังคงมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญที่จะใช้อธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ แต่เมื่อเปรียบเทียบกับ การทดสอบด้วยช่วงเวลารวมแล้วอาจพบระดับนัยสำคัญที่แตกต่างกัน โดยที่ในช่วงเวลานี้มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นแสดงอิทธิพลเชิงบวก ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 ทั้งกรณีที่ไม่มีตัวแปรควบคุมตามสมการที่ 39 และมีตัวแปรควบคุมตามสมการที่ 40 แต่อิทธิพลของกำไรต่อหุ้นในสมการที่ 39 อยู่ที่ระดับ 0.10 ส่วนในสมการที่ 40 อยู่ที่ระดับ 0.05 ในทางตรงกันข้ามกับกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นที่พบนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และ 0.10 ในสมการที่ 39 และ 40 กรณีที่ไม่มีและมีตัวแปรควบคุมตามลำดับ สำหรับอิทธิพลของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นในช่วงเวลานี้แสดงอิทธิพลเชิงลบเช่นเดียวกับการทดสอบด้วยช่วงเวลารวม แต่ก็ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การทดสอบในช่วงระหว่างการแพร่ระบาดฯ พ.ศ. 2563 – 2565 พบว่า กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่สำหรับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมอีก 2 ตัวยังคงมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับเดียวกันคือ 0.01 และเช่นเดียวกับการทดสอบด้วยช่วงเวลารวมและช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ สำหรับสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงลบ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนขนาดของกิจการที่ใช้เป็นตัวแปรควบคุมในสมการที่ 42 แสดงอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากตาราง 4.8 จะพบว่าการเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปในสมการถดถอยส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพียงเล็กน้อยในช่วงเวลารวมและก่อนการแพร่ระบาดฯ แต่ในระหว่างการแพร่ระบาดฯ การเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปทำให้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับ การไม่มีตัวแปรควบคุม ทั้งนี้ F-statistic แสดงให้เห็นว่าชุดของตัวแปรอิสระสามารถร่วมกันอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากผลการทดสอบสรุปได้ว่า ข้อมูลทางบัญชีในลักษณะของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นไม่มีบทบาทในการอธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ ในทางตรงกันข้ามกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมที่ยังคงมีบทบาทในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ที่นักลงทุนสามารถนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจได้

ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย H_c คือ สินทรัพย์ไม่มีตัวตนไม่มีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

4.2.4 ความเกี่ยวข้องของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์
ผลการทดสอบแสดงได้ดังตาราง 4.9

ตาราง 4.9 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	43	44
Constant	206.4749*** (4.1456)	208.6087*** (3.8497)
GDP _t	-0.0225*** (-4.2847)	-0.0224*** (-4.2538)
CPI _t	0.6921* (1.6833)	0.6937* (1.6818)
BSI _t	-0.8862* (-1.7617)	-0.8842* (-1.7555)
INT _t	0.6798 (0.2828)	0.6284 (0.2542)
Lev _{it}		0.0310 (0.0820)
Size _{it}		-0.7307 (-0.1001)
R ²	81.59	81.59
Adjusted R ²	77.84	77.81
Durbin-Watson Stat.	1.88	1.88

ตาราง 4.9 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ (ต่อ)

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	43	44
F-statistic	21.7571***	21.5670***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

จากตาราง 4.9 พบว่า ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์คือ ดัชนีราคาผู้บริโภค โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 กล่าวคือ หากระดับราคาสินค้าและบริการโดยทั่วไปสูงขึ้น จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น เนื่องจากเมื่อราคาสินค้าหรือบริการโดยทั่วไปสูงขึ้น ทำให้เกิดแรงจูงใจที่ธุรกิจจะผลิตสินค้ามากขึ้น ส่งผลให้มีรายได้ที่สูงขึ้นตามการปรับตัวของดัชนีราคาผู้บริโภค ส่งผลธุรกิจมีกำไรที่เพิ่มขึ้น สำหรับตัวแปรทางเศรษฐกิจที่อิทธิพลเชิงลบคือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 การที่ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศส่งผลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์อาจเนื่องมาจากในช่วงเวลาที่ทำการวิจัยผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่ลดลงอย่างมากในช่วงการแพร่ระบาดของ COVID-19 ส่วนดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจก็มีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์เช่นกันที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.10 เนื่องจากดัชนีดังกล่าวในช่วงเวลาที่ทำการวิจัย โดยเฉพาะปี พ.ศ. 2561 – 2565 อยู่ในระดับไม่เกิน 50 ซึ่งหมายความว่าความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจลดลง จึงส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง

จากตาราง 4.9 จะพบว่าการเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปในสมการถดถอยส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพียงเล็กน้อย ทั้งนี้ F-statistic แสดงให้เห็นว่าค่าชุดของตัวแปรอิสระสามารถร่วมกันอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

นอกจากนี้ผู้วิจัยได้นำตัวแปรข้อมูลที่เป็นตัวเงินและข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินทั้งหมด มาทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ผลการทดสอบแสดงได้ดังตาราง 4.10

ตาราง 4.10 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลที่เป็นตัวเงินและข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	45	46
Constant	14.3366*** (8.1130)	15.1561*** (7.9956)
EPS_{it}/P_{it3m_lag}	0.1678 (0.3127)	0.1864 (0.3421)
BVS_{it}/P_{it3m_lag}	0.2174* (1.7212)	0.2209* (1.7457)
$CFOS_{it}/P_{it3m_lag}$	0.2937 (0.6256)	0.2836 (0.6013)
CG_{it}	-0.1615 (-1.1682)	-0.1558 (-1.1260)
$CG_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag})$	1.0648*** (3.6156)	1.0990*** (3.7057)
$CG_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag})$	0.3537*** (6.3684)	0.3521*** (6.3365)
$CG_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag})$	-0.1949 (-0.5577)	-0.2088 (-0.5949)
SR_{it}	-0.2529 (-1.1886)	-0.2508 (-1.1782)
$SR_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag})$	1.3540 (0.8506)	1.3298 (0.8350)
$SR_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag})$	0.0391 (0.1455)	0.0421 (0.1563)

ตาราง 4.10 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลที่เป็นตัวเงินและข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน (ต่อ)

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	45	46
$SR_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag})$	-0.7534 (-0.8637)	-0.7455 (-0.8544)
IR_{it}	0.1742 (0.3378)	0.2308 (0.4455)
$IR_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag})$	-1.4312 (-1.0631)	-1.4094 (-1.0466)
$IR_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag})$	-0.4772 (-1.3719)	-0.4882 (-1.4029)
$IR_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag})$	0.5658 (0.5132)	0.5730 (0.5195)
Aud_Firm_{it}	-0.6033*** (-3.6547)	-0.5844*** (-3.5223)
$Aud_Firm_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag})$	-0.3501 (-1.0423)	-0.3529 (-1.0482)
$Aud_Firm_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag})$	0.1753*** (2.8689)	0.1780*** (2.9098)
$Aud_Firm_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag})$	-0.1054 (-0.4529)	-0.1096 (-0.4703)
Aud_Opin_{it}	-0.0579 (-0.1925)	-0.0416 (-0.1382)
$Aud_Opin_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag})$	0.3674 (0.6862)	0.3387 (0.6280)

ตาราง 4.10 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลที่เป็นตัวเงินและข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน (ต่อ)

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	45	46
$Aud_Opin_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag})$	0.0559 (0.4602)	0.0483 (0.3968)
$Aud_Opin_{it}*(CFOS_{it}/P_{it3m_lag})$	0.0698 (0.1541)	0.0927 (0.2043)
IAS_{it}/P_{it3m_lag}	-0.0253 (-0.1060)	0.0084 (0.0349)
GDP_t	-0.0012*** (-6.9100)	-0.0012*** (-6.7981)
CPI_t	-0.0014 (-0.1117)	-0.0004 (-0.0327)
BSI_t	-0.0135 (-0.7935)	-0.0131 (-0.7700)
INT_t	-0.0484 (-0.6232)	-0.0685 (-0.8605)
Lev_{it}		0.0025 (0.2027)
$Size_{it}$		-0.2806 (-1.2029)
R^2	88.47	88.48
Adjusted R^2	85.88	85.87
Durbin-Watson Stat.	2.11	2.11

ตาราง 4.10 ผลการทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลที่เป็นตัวเงินและข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน (ต่อ)

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
สมการถดถอยที่	45	46
F-statistic	34.1408***	33.9037***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

จากตาราง 4.10 เมื่อนำข้อมูลทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่ใช่ว่าตัวเงินมาทดสอบอิทธิพลที่มีต่อมูลค่าหลักทรัพย์พบว่า ผลการทดสอบใกล้เคียงกับการทดสอบแยกตามสมการที่อธิบายไว้ข้างต้น กล่าวคือ ตัววัดทางบัญชีที่ใช้อธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 คือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ซึ่งก็เป็นไปในลักษณะเดียวกับการทดสอบในหลายๆ สมการที่มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีบทบาทสูงขึ้นในการอธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ในช่วงเวลาทำการทดสอบ ส่วนข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินที่มีความเกี่ยวข้อง กับมูลค่าหลักทรัพย์คือ ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ โดยที่หากพิจารณาเฉพาะตัวแปรระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงลบอย่างไม่มีนัยสำคัญ แต่เมื่อนำระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการไปหาอิทธิพลร่วม (Interaction) กับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมแล้วพบว่า ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องหรืออิทธิพลในการอธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ได้โดยเฉพาะกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 สำหรับข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินที่ไม่ว่าจะพิจารณาเฉพาะตัวแปรนั้นๆ ตลอดจนอิทธิพลร่วมกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมแล้วไม่พบนัยสำคัญที่จะนำมาใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ได้คือ รางวัลด้านความยั่งยืน รายงานเชิงบูรณาการ และความเห็นของผู้สอบบัญชี แต่สำหรับประเภทหรือขนาดของสำนักงานสอบบัญชีหากพิจารณาเฉพาะตัวแปรดังกล่าวที่ยังไม่ได้นำไปหาอิทธิพลร่วมกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมแสดงอิทธิพลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 แต่เมื่อนำไปหาอิทธิพลร่วมกับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นกลับแสดงอิทธิพลเชิงบวก ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 สำหรับตัวแปรในกลุ่มเศรษฐกิจมหภาคพบว่า ในสมการที่รวมข้อมูลทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่ใช่ตัวเงินปรากฏเพียงผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเท่านั้นที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ โดยมีอิทธิพลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 การทดสอบทั้งกรณีที่ไม่มีและมีตัวแปรควบคุมตามสมการที่ 45 และ 46 แสดงผลการทดสอบเช่นเดียวกัน โดยที่ตัวแปรควบคุมทั้ง 2 ตัวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากตาราง 4.10 จะพบว่าการเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปในสมการถดถอยส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพียงเล็กน้อย ทั้งนี้ F-statistic แสดงให้เห็นว่าว่าชุดของตัวแปรอิสระสามารถรวมกันอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

4.3 การทดสอบเพิ่มเติม

การทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์เพิ่มเติมในหัวข้อนี้ จะใช้สมการถดถอยพหุคูณทุกสมการที่ได้อธิบายไว้ในหัวข้อ 4.2 แต่ใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์ในเดือนเมษายน (P_{it4m}) เป็นตัวแปรตาม และการทดสอบเพิ่มเติมนี้จะดำเนินการด้วยช่วงเวลารวม (Pooled Period) เท่านั้น

4.3.1 ความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ผลการทดสอบแสดงได้ดังตาราง 4.11

ตาราง 4.11 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
Constant	0.6012*** (34.6342)	1.6598*** (2.6155)
EPS_{it}/P_{it4m_lag}	0.6192*** (6.1475)	0.6247*** (6.1868)
BVS_{it}/P_{it4m_lag}	0.4768*** (84.9685)	0.4770*** (84.8594)
$CFOS_{it}/P_{it4m_lag}$	0.1374* (1.6501)	0.1335 (1.6031)
Lev_{it}		0.0024 (0.2871)
$Size_{it}$		-0.2654* (-1.6745)

ตาราง 4.11 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ (ต่อ)

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
R ²	93.81	93.83
Adjusted R ²	92.54	92.54
Durbin-Watson Stat.	2.31	2.31
F-statistic	73.4707***	73.0019***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

จากตาราง 4.11 กรณีไม่มีตัวแปรควบคุมพบว่า ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวมีความเกี่ยวข้องเชิงบวกกับมูลค่าหลักทรัพย์ โดยที่กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยที่สัมประสิทธิ์การถดถอยของกำไรต่อหุ้นสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 แต่เมื่อใส่ตัวแปรควบคุมเข้าไปในสมการพบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมอีก 2 ตัวมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับเดียวกันคือ 0.01 โดยที่กำไรต่อหุ้นยังคงมีสัมประสิทธิ์การถดถอยสูงกว่าเช่นเดียวกับกรณีที่ไม่มีตัวแปรควบคุม สำหรับขนาดของกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10

4.3.2 ความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน

(1) ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (CGI) ผลการทดสอบแสดงได้ดังตาราง 4.12

ตาราง 4.12 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของการกำกับดูแลกิจการ

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
Constant	0.5727*** (6.8194)	1.8703*** (2.9708)

ตาราง 4.12 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่า
หลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของการกำกับดูแลกิจการ (ต่อ)

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
EPS_{it}/P_{it4m_lag}	0.1837 (1.3889)	0.1767 (1.3314)
BVS_{it}/P_{it4m_lag}	0.4523*** (66.5415)	0.4520*** (66.5001)
$CFOS_{it}/P_{it4m_lag}$	-0.0817 (-0.3748)	-0.0816 (-0.3742)
CG_{it}	-0.1077 (-1.1506)	-0.1006 (-1.0750)
$CG_{it}*(EPS_{it}/P_{it4m_lag})$	1.0464*** (5.2551)	1.0810*** (5.4104)
$CG_{it}*(BVS_{it}/P_{it4m_lag})$	0.1651*** (4.0423)	0.1642*** (4.0230)
$CG_{it}*(CFOS_{it}/P_{it4m_lag})$	0.1487 (0.6288)	0.1438 (0.6069)
Lev_{it}		0.0035 (0.4316)
$Size_{it}$		-0.3270** (-2.0885)
R^2	94.03	94.05
Adjusted R^2	92.77	92.79
Durbin-Watson Stat.	2.26	2.26
F-statistic	74.9576***	74.5866***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

จากตาราง 4.12 กรณีไม่มีตัวแปรควบคุมแสดงผลการทดสอบเช่นเดียวกับการทดสอบความเกี่ยวข้องด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคม กล่าวคือ ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 หากพิจารณาเฉพาะตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมนั้นจะมีเพียงมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ดังนั้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นที่มีอิทธิพลเพิ่มขึ้นโดยสังเกตจากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยจากเดิม 0.4523 เป็น 0.6174 ($0.4523 + 0.1651$) ส่วนการทดสอบกรณีที่เพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปให้ผลในลักษณะเดียวกัน คือ ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ อันส่งผลให้มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นที่มีอิทธิพลเพิ่มขึ้นจากเดิม 0.4520 เป็น 0.6162 ($0.4520 + 0.1642$) สำหรับตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการที่มีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ซึ่งไม่พบอิทธิพลนี้ในการทดสอบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคม การทดสอบความเกี่ยวข้องด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนเมษายนปรากฏผลในทำนองเดียวกับการทดสอบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคมในช่วงเวลารวมและช่วงเวลาระหว่างการแพร่ระบาดฯ คือ เฉพาะกำไรต่อหุ้นไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ แต่อิทธิพลร่วมของระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการกับกำไรต่อหุ้นนั้นสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและอิทธิพลร่วมของระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติเดียวกัน

(2) รางวัลด้านความยั่งยืน (SR_{it}) ผลการทดสอบแสดงได้ดังตาราง 4.13

ตาราง 4.13 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของรางวัลด้านความยั่งยืน

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
Constant	0.5973*** (32.8729)	1.7077*** (2.6902)
EPS_{it}/P_{it4m_lag}	0.5984*** (5.9111)	0.6034*** (5.9466)
BVS_{it}/P_{it4m_lag}	0.4756*** (84.2536)	0.4758*** (84.1426)

ตาราง 4.13 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่า
หลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของรางวัลด้านความยั่งยืน (ต่อ)

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
$CFOS_{it}/P_{it4m_lag}$	0.1305 (1.5499)	0.1259 (1.4957)
SR_{it}	-0.1531 (-1.0321)	-0.1553 (-1.0470)
$SR_{it}*(EPS_{it}/P_{it4m_lag})$	0.8783 (0.8008)	0.8422 (0.7680)
$SR_{it}*(BVS_{it}/P_{it4m_lag})$	0.2852 (1.5136)	0.2947 (1.5640)
$SR_{it}*(CFOS_{it}/P_{it4m_lag})$	-0.3926 (-0.6333)	-0.3777 (-0.6094)
Lev_{it}		0.0020 (0.2443)
$Size_{it}$		-0.2783* (-1.7551)
R^2	93.84	93.86
Adjusted R^2	92.55	92.55
Durbin-Watson Stat.	2.31	2.30
F-statistic	72.5335***	72.0928***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

จากตาราง 4.13 ผลการทดสอบมีลักษณะใกล้เคียงกับการทดสอบความเกี่ยวข้องด้วยราคา
ปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคม กล่าวคือ ทั้งรางวัลด้านความยั่งยืนตลอดจนอิทธิพลร่วมของรางวัลด้าน
ความยั่งยืนกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัว ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ แต่หากพิจารณาเฉพาะตัววัด
ทางบัญชีแบบดั้งเดิมพบว่า กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทาง

สถิติที่ 0.01 สำหรับการทดสอบที่เพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปแสดงผลเช่นเดียวกับกรณีไม่มีตัวแปรควบคุม โดยที่ขนาดของกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10

(3) รายงานเชิงบูรณาการ (IR_{it}) ผลการทดสอบแสดงได้ดังตาราง 4.14

ตาราง 4.14 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่า
หลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของรายงานเชิงบูรณาการ

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
Constant	0.6073*** (33.0999)	1.6095** (2.5154)
EPS_{it}/P_{it4m_lag}	0.6239*** (6.1630)	0.6287*** (6.1945)
BVS_{it}/P_{it4m_lag}	0.4769*** (84.6380)	0.4771*** (84.5109)
$CFOS_{it}/P_{it4m_lag}$	0.1304 (1.5570)	0.1265 (1.5105)
IR_{it}	-0.0881 (-0.2264)	-0.0316 (-0.0808)
$IR_{it}*(EPS_{it}/P_{it4m_lag})$	-0.7998 (-0.8090)	-0.7699 (-0.7788)
$IR_{it}*(BVS_{it}/P_{it4m_lag})$	-0.2592 (-0.8379)	-0.2737 (-0.8845)
$IR_{it}*(CFOS_{it}/P_{it4m_lag})$	0.8866 (1.0680)	0.9000 (1.0842)
Lev_{it}		0.0024 (0.2954)
$Size_{it}$		-0.2516 (-1.5728)

ตาราง 4.14 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่า
หลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของรายงานเชิงบูรณาการ (ต่อ)

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
R ²	93.83	93.84
Adjusted R ²	92.53	92.53
Durbin-Watson Stat.	2.32	2.31
F-statistic	72.3504***	71.8776***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

จากตาราง 4.14 การทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์โดยใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนเมษายนทั้งกรณีที่ไม่มีและมีตัวแปรควบคุมแสดงผลการทดสอบในทำนองเดียวกับการทดสอบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคม กล่าวคือ ทั้งรายงานเชิงบูรณาการและอิทธิพลร่วมของรายงานเชิงบูรณาการกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ มีเพียงตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม 2 ตัวคือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นที่แสดงอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 โดยที่อิทธิพลของกำไรต่อหุ้นยังคงสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นซึ่งสังเกตได้จากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย

(4) การสอบบัญชี แยกทดสอบเป็น 2 ส่วนคือ สำนักงานสอบบัญชี และความเห็นของผู้สอบบัญชี รายละเอียดอธิบายได้ดังนี้

(4.1) สำนักงานสอบบัญชี (Audit_Firm_{it}) แสดงผลการทดสอบได้ดังตาราง 4.15

ตาราง 4.15 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่า
หลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของสำนักงานสอบบัญชี

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
Constant	0.7184*** (8.3043)	1.6842*** (2.6401)
EPS _{it} /P _{it4m_lag}	0.9671*** (4.4602)	0.9913*** (4.5349)

ตาราง 4.15 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่า
หลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของสำนักงานสอบบัญชี (ต่อ)

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
BVS_{it}/P_{it4m_lag}	0.4998*** (10.9071)	0.4972*** (10.8271)
$CFOS_{it}/P_{it4m_lag}$	0.2382** (2.0257)	0.2357** (2.0036)
$Audit_Firm_{it}$	-0.1725 (-1.4926)	-0.1567 (-1.3497)
$Audit_Firm_{it}*(EPS_{it}/P_{it4m_lag})$	-0.4186* (-1.7281)	-0.4413* (-1.8113)
$Audit_Firm_{it}*(BVS_{it}/P_{it4m_lag})$	-0.0285 (-0.6191)	-0.0258 (-0.5597)
$Audit_Firm_{it}*(CFOS_{it}/P_{it4m_lag})$	-0.2275 (-1.3622)	-0.2274 (-1.3591)
Lev_{it}		0.0027 (0.3252)
$Size_{it}$		-0.2447 (-1.5372)
R^2	93.86	93.88
Adjusted R^2	92.58	92.58
Durbin-Watson Stat.	2.32	2.32
F-statistic	72.8296***	72.3479***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

จากตาราง 4.15 การทดสอบความเกี่ยวข้องด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนเมษายน ให้ผลใกล้เคียงกับการทดสอบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคม กล่าวคือ ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวล้วนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์ โดยที่กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 สำหรับอิทธิพลรวมของสำนักงานสอบบัญชีกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมนั้น พบอิทธิพลรวมเชิงลบกับกำไรต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 ผลการทดสอบทั้งในกรณีที่ไม่มีและมีตัวแปรควบคุมแสดงทิศทางตลอดจนระดับนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกัน

(4.2) ความเห็นของผู้สอบบัญชี ($Audit_Opin_{it}$) แสดงผลการทดสอบได้ดังตาราง 4.16

ตาราง 4.16 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลรวมของความเห็นของผู้สอบบัญชี

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
Constant	0.5503** (2.5412)	1.5896** (2.3976)
EPS_{it}/P_{it4m_lag}	0.2703 (0.7759)	0.2815 (0.8025)
BVS_{it}/P_{it4m_lag}	0.6015*** (5.1210)	0.6065*** (5.1471)
$CFOS_{it}/P_{it4m_lag}$	0.2470 (0.7280)	0.2431 (0.7116)
$Audit_Opin_{it}$	0.0459 (0.2080)	0.0623 (0.2823)
$Audit_Opin_{it}*(EPS_{it}/P_{it4m_lag})$	0.4037 (1.1143)	0.3955 (1.0858)
$Audit_Opin_{it}*(BVS_{it}/P_{it4m_lag})$	-0.1227 (-1.0442)	-0.1277 (-1.0831)

ตาราง 4.16 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่า
หลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของความเห็นของผู้สอบบัญชี (ต่อ)

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
$Audit_Opin_{it}*(CFOS_{it}/P_{it4m_lag})$	-0.1300 (-0.3719)	-0.1306 (-0.3707)
Lev_{it}		0.0009 (0.1109)
$Size_{it}$		-0.2641* (-1.6644)
R^2	93.83	93.85
Adjusted R^2	92.54	92.54
Durbin-Watson Stat.	2.31	2.31
F-statistic	72.4592***	71.9978***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

จากตาราง 4.16 การทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์โดยใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนเมษายนปรากฏผลการทดสอบในลักษณะเดียวกันกับการทดสอบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคม กล่าวคือ ตัวแปรความเห็นของผู้สอบบัญชีตลอดจนอิทธิพลร่วมของความเห็นของผู้สอบบัญชีกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ มีเพียงมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเท่านั้นที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 การทดสอบเมื่อใส่ตัวแปรควบคุมเข้าไปปรากฏผลเช่นเดียวกัน โดยที่ขนาดของกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10

4.3.3 ความเกี่ยวข้องของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ แสดงผลการทดสอบได้ดังตาราง 4.17

ตาราง 4.17 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
Constant	0.6059*** (33.7346)	1.5933** (2.4900)
EPS_{it}/P_{it4m_lag}	0.6144*** (6.0937)	0.6208*** (6.1411)
BVS_{it}/P_{it4m_lag}	0.4826*** (60.1714)	0.4817*** (59.6838)
$CFOS_{it}/P_{it4m_lag}$	0.1386* (1.6643)	0.1348 (1.6176)
IAS_{it}/P_{it4m_lag}	-0.2207 (-1.0244)	-0.1781 (-0.8191)
Lev_{it}		0.0026 (0.3161)
$Size_{it}$		-0.2479 (-1.5498)
R^2	93.82	93.83
Adjusted R^2	92.54	92.54
Durbin-Watson Stat.	2.31	2.31
F-statistic	73.2120***	72.7250***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

จากตาราง 4.17 พบว่า ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์ โดยที่กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีมีนัยสำคัญที่ 0.01 ส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีนัยสำคัญที่ 0.10 แต่เมื่อเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไป กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นยังคงมีอิทธิพลเชิงบวก

ณ ระดับนัยสำคัญเดิมคือ 0.01 สำหรับสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกับการทดสอบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคม

4.3.4 ความเกี่ยวข้องของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ แสดงผลการทดสอบได้ดังตาราง 4.18

ตาราง 4.18 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
Constant	32.2209 (1.0955)	6.5522 (0.2065)
GDP _t	-0.0023 (-0.7473)	-0.0031 (-0.9698)
CPI _t	-0.1682 (0.6837)	-0.2007 (-0.8146)
BSI _t	0.5569* (1.8677)	0.5282* (1.7711)
INT _t	-1.6031 (-1.1156)	-0.8868 (-0.6015)
Lev _{it}		0.0109 (0.0482)
Size _{it}		9.2737** (2.1429)
R ²	90.51	90.54
Adjusted R ²	88.57	88.60
Durbin-Watson Stat.	1.62	1.63

ตาราง 4.18 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ (ต่อ)

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
F-statistic	46.7975***	46.5637***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

จากตาราง 4.18 หากทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยราคาปิดเดือนเมษายน ซึ่งนักลงทุนได้มีเวลาศึกษาข้อมูลที่เปิดเผยเพิ่มมากขึ้นตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีนัยสำคัญทางสถิติมีเพียงดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ โดยมีอิทธิพลเชิงบวกที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10

สำหรับการทดสอบเพิ่มเติมโดยรวมตัวแปรทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่ใช้ตัวเงิน แสดงได้ดังตาราง 4.19

ตาราง 4.19 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลที่เป็นตัวเงินและไม่ใช้ตัวเงิน

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
Constant	12.9987*** (10.9147)	13.9097*** (10.8911)
EPS_{it}/P_{it4m_lag}	0.0059 (0.0151)	0.0097 (0.0247)
BVS_{it}/P_{it4m_lag}	0.5262*** (4.1008)	0.5274*** (4.1057)
$CFOS_{it}/P_{it4m_lag}$	0.4157 (1.0933)	0.4115 (1.0749)
CG_{it}	-0.1177 (-1.1972)	-0.1114 (-1.1335)

ตาราง 4.19 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลที่เป็น
ตัวเงินและไม่ใช้ตัวเงิน (ต่อ)

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
$CG_{it}^*(EPS_{it}/P_{it4m_lag})$	0.9353*** (4.3481)	0.9798*** (4.5291)
$CG_{it}^*(BVS_{it}/P_{it4m_lag})$	0.1969*** (4.2080)	0.1964*** (4.1998)
$CG_{it}^*(CFOS_{it}/P_{it4m_lag})$	0.1886 (0.7025)	0.1668 (0.6202)
SR_{it}	-0.2007 (-1.3117)	-0.1993 (-1.3030)
$SR_{it}^*(EPS_{it}/P_{it4m_lag})$	0.2811 (0.2484)	0.2463 (0.2178)
$SR_{it}^*(BVS_{it}/P_{it4m_lag})$	0.3085 (1.6120)	0.3135 (1.6390)
$SR_{it}^*(CFOS_{it}/P_{it4m_lag})$	-0.1879 (-0.3020)	-0.1761 (-0.2831)
IR_{it}	-0.0604 (-0.1540)	0.0077 (0.0194)
$IR_{it}^*(EPS_{it}/P_{it4m_lag})$	-2.2068** (-2.1124)	-2.1773** (-2.0855)
$IR_{it}^*(BVS_{it}/P_{it4m_lag})$	-0.3818 (-1.2136)	-0.4016 (-1.2768)
$IR_{it}^*(CFOS_{it}/P_{it4m_lag})$	1.2503 (1.4738)	1.2617 (1.4882)
Aud_Firm_{it}	-0.2517** (-2.1441)	-0.2313** (-1.9637)

ตาราง 4.19 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลที่เป็น
ตัวเงินและไม่ใช้ตัวเงิน (ต่อ)

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
$Aud_Firm_{it}*(EPS_{it}/P_{it4m_lag})$	-0.2514 (-0.9352)	-0.2576 (-0.9572)
$Aud_Firm_{it}*(BVS_{it}/P_{it4m_lag})$	0.0355 (0.6828)	0.0398 (0.7646)
$Aud_Firm_{it}*(CFOS_{it}/P_{it4m_lag})$	-0.1543 (-0.8665)	-0.1593 (-0.8935)
Aud_Opin_{it}	0.0813 (0.3678)	0.1006 (0.4544)
$Aud_Opin_{it}*(EPS_{it}/P_{it4m_lag})$	0.4883 (1.2801)	0.4750 (1.2417)
$Aud_Opin_{it}*(BVS_{it}/P_{it4m_lag})$	-0.1026 (-0.8402)	-0.1103 (-0.9021)
$Aud_Opin_{it}*(CFOS_{it}/P_{it4m_lag})$	-0.4843 (-1.2470)	-0.4624 (-1.1872)
IAS_{it}/P_{it4m_lag}	-0.2107 (-0.9280)	-0.1480 (-0.6460)
GDP_t	-0.0008*** (-7.1145)	-0.0008*** (-6.9426)
CPI_t	-0.0201** (-2.2349)	-0.0188** (-2.0863)
BSI_t	-0.0280** (-2.4048)	-0.0274** (-2.3531)
INT_t	-0.1264** (-2.3575)	-0.1487** (-2.7136)

ตาราง 4.19 ผลการทดสอบเพิ่มเติมความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลที่เป็น
ตัวเงินและไม่ใช้ตัวเงิน (ต่อ)

ตัวแปรควบคุม	ไม่มี	มี
Lev _{it}		0.0014 (0.1714)
Size _{it}		-0.3201** (-1.9783)
R ²	94.02	94.04
Adjusted R ²	92.68	92.69
Durbin-Watson Stat.	2.28	2.28
F-statistic	69.9620***	69.6090***

หมายเหตุ.- ตัวเลขในวงเล็บคือ t-Statistic

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

จากตาราง 4.19 เมื่อนำข้อมูลทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่ใช้ตัวเงินมาทดสอบอิทธิพลที่มีต่อมูลค่าหลักทรัพย์โดยใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนเมษายนพบว่า ตัววัดทางบัญชีที่ใช้อธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 คือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเช่นเดียวกับการทดสอบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคม ส่วนข้อมูลที่ไม่ใช้ตัวเงินที่มีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์คือ ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ โดยที่หากพิจารณาเฉพาะตัวแปรระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงลบอย่างไม่มีนัยสำคัญ แต่เมื่อนำระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการไปหาอิทธิพลร่วม (Interaction) กับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมแล้วพบว่า ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องหรืออิทธิพลในการอธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ได้โดยเฉพาะกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 เช่นเดียวกับการทดสอบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคม สำหรับข้อมูลที่ไม่ใช้ตัวเงินที่ไม่ว่าจะพิจารณาเฉพาะตัวแปรนั้นๆ ตลอดจนอิทธิพลร่วมกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมแล้ว ไม่พบนัยสำคัญที่จะนำมาใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ได้คือ รางวัลด้านความยั่งยืนและความเห็นของผู้สอบบัญชี สำหรับรายงานเชิงบูรณาการที่ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ หากพิจารณาเฉพาะตัวแปรรายงานเชิงบูรณาการ แต่เมื่อนำมาไปหาอิทธิพลร่วมกับกำไรต่อหุ้นแล้วปรากฏอิทธิพลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05 ซึ่งไม่พบอิทธิพลเช่นนี้ที่ทดสอบด้วยราคาปิดของ

หลักทรัพย์เดือนมีนาคม สำหรับประเภทหรือขนาดของสำนักงานสอบบัญชีเมื่อนำไปหาอิทธิพลร่วมกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ แต่หากพิจารณาเฉพาะตัวแปรดังกล่าวที่ยังไม่ได้นำไปหาอิทธิพลร่วมกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมแสดงอิทธิพลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 สำหรับสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกับทุกการทดสอบก่อนหน้านี้ สำหรับตัวแปรในกลุ่มเศรษฐกิจมหภาคพบว่า ในสมการที่รวมข้อมูลทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่ใช้ตัวเงินปรากฏว่าตัวแปรในกลุ่มนี้ทั้งหมดมีนัยสำคัญทางเศรษฐกิจโดยแสดงอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์ โดยที่ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ส่วนตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคอื่นๆ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 การทดสอบทั้งกรณีที่ไม่มีและมีส่วนประกอบตามสมการที่ 45 และ 46 แสดงผลการทดสอบเช่นเดียวกัน โดยขนาดของกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

จากตาราง 4.19 จะพบว่าการเพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปในสมการลดถอยส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเพียงเล็กน้อย ทั้งนี้ F-statistic แสดงให้เห็นว่าว่าชุดของตัวแปรอิสระสามารถร่วมกันอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

สรุปผลการทดสอบแยกตามสมการ เฉพาะช่วงเวลารวมที่ทดสอบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคมเปรียบเทียบกับสมมติฐานของการวิจัยได้ดังตาราง 4.20

ตาราง 4.20 สรุปผลการทดสอบเปรียบเทียบกับสมมติฐานของการวิจัย

สมการ ที่ (Pooled Period)	สมมติฐานของการวิจัย			ผลการทดสอบ			ยอมรับ/ ปฏิเสธ สมมติฐาน การวิจัย
	ที่	อิทธิพลหรือ ความเกี่ยวข้องในการ กำหนดมูลค่าหลักทรัพย์	อิทธิพล ที่ คาดหวัง	อิทธิพล ที่พบ	มี/ไม่มี นัยสำคัญ ทางสถิติ	ระดับ	
1, 2	H _{1a}	กำไรต่อหุ้น	บวก	บวก	มี	0.01	ยอมรับ
	H _{2a}	มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น	บวก	บวก	มี	0.01	ยอมรับ
	H _{3a}	กระแสเงินสดสุทธิจาก กิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น	บวก	บวก	มี	0.05	ยอมรับ
7, 8	H _{1b(1)}	การกำกับดูแลกิจการ x กำไรต่อหุ้น	บวก	บวก	มี	0.01	ยอมรับ

ตาราง 4.20 สรุปผลการทดสอบเปรียบเทียบกับสมมติฐานของการวิจัย (ต่อ)

สมการ ที่ (Pooled Period)	สมมติฐานของการวิจัย			ผลการทดสอบ			ยอมรับ/ ปฏิเสธ สมมติฐาน การวิจัย
	ที่	อิทธิพลหรือ ความเกี่ยวข้องในการ กำหนดมูลค่าหลักทรัพย์	อิทธิพล ที่ คาดหวัง	อิทธิพล ที่พบ	มี/ไม่มี นัยสำคัญ ทางสถิติ	ระดับ	
7, 8	H _{1b(2)}	การกำกับดูแลกิจการ x มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น	บวก	บวก	มี	0.01	ยอมรับ
	H _{1b(3)}	การกำกับดูแลกิจการ x กระแสเงินสดสุทธิจาก กิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น	บวก	ลบ	ไม่มี	-	ปฏิเสธ
13, 14	H _{2b(1)}	รางวัลด้านความยั่งยืน x กำไรต่อหุ้น	บวก	บวก	ไม่มี	-	ปฏิเสธ ¹⁾
	H _{2b(2)}	รางวัลด้านความยั่งยืน x มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น	บวก	บวก	ไม่มี	-	ปฏิเสธ
	H _{2b(3)}	รางวัลด้านความยั่งยืน x กระแสเงินสดสุทธิจาก กิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น	บวก	ลบ	ไม่มี	-	ปฏิเสธ
19, 20	H _{3b(1)}	รายงานเชิงบูรณาการ x กำไรต่อหุ้น	บวก	ลบ	ไม่มี	-	ปฏิเสธ
	H _{3b(2)}	รายงานเชิงบูรณาการ x มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น	บวก	ลบ	ไม่มี	-	ปฏิเสธ
	H _{3b(3)}	รายงานเชิงบูรณาการ x กระแสเงินสดสุทธิจาก กิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น	บวก	บวก	ไม่มี	-	ปฏิเสธ
25, 26	H _{4b(1)}	สำนักงานสอบบัญชี x กำไรต่อหุ้น	บวก	ลบ	มี	0.01	ปฏิเสธ

หมายเหตุ.- ¹⁾พบอิทธิพลร่วมเชิงบวกในช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ 0.05 กรณีไม่มีและมีตัวแปรควบคุมตามลำดับ (ตาราง 4.4)

ตาราง 4.20 สรุปผลการทดสอบเปรียบเทียบกับสมมติฐานของการวิจัย (ต่อ)

สมการ ที่ (Pooled Period)	สมมติฐานของการวิจัย			ผลการทดสอบ			ยอมรับ/ ปฏิเสธ สมมติฐาน การวิจัย
	ที่	อิทธิพลหรือ ความเกี่ยวข้องในการ กำหนดมูลค่าหลักทรัพย์	อิทธิพล ที่ คาดหวัง	อิทธิพล ที่พบ	มี/ไม่มี นัยสำคัญ ทางสถิติ	ระดับ	
25, 26	H _{4b(2)}	สำนักงานสอบบัญชี x มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น	บวก	บวก	ไม่มี	-	ปฏิเสธ ¹⁾
	H _{4b(3)}	สำนักงานสอบบัญชี x กระแสเงินสดสุทธิจาก กิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น	บวก	ลบ	ไม่มี	-	ปฏิเสธ
31, 32	H _{5b(1)}	ความเห็นของผู้สอบบัญชี x กำไรต่อหุ้น	บวก	บวก	ไม่มี	-	ปฏิเสธ
	H _{5b(2)}	ความเห็นของผู้สอบบัญชี x มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น	บวก	บวก	ไม่มี	-	ปฏิเสธ ²⁾
	H _{5b(3)}	ความเห็นของผู้สอบบัญชี x กระแสเงินสดสุทธิจาก กิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น	บวก	บวก	ไม่มี	-	ปฏิเสธ
37, 38	H _c	สินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้น	บวก	ลบ	ไม่มี	-	ปฏิเสธ
43, 44	H _{1d}	ผลิตภัณฑ์มวลรวม ภายในประเทศ	บวก/ลบ	ลบ	มี	0.01	ยอมรับ
	H _{2d}	ดัชนีราคาผู้บริโภค	บวก/ลบ	บวก	มี	0.10	ยอมรับ
	H _{3d}	ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ	บวก/ลบ	ลบ	มี	0.10	ยอมรับ
	H _{4d}	อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ประจำต่อปี	บวก/ลบ	บวก	ไม่มี	-	ปฏิเสธ

หมายเหตุ.- ¹⁾พบอิทธิพลร่วมเชิงบวกในช่วงเวลาระหว่างการแพร่ระบาดฯ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 (ตาราง 4.6)

²⁾พบอิทธิพลร่วมเชิงบวกในช่วงเวลาระหว่างการแพร่ระบาดฯ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และ 0.01
กรณีไม่มีและมีตัวแปรควบคุม (ตาราง 4.7)

บทที่ 5

สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

งานวิจัยความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: ข้อมูลที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน
หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถสรุปผล อภิปรายผล ข้อเสนอแนะ และข้อจำกัด
ในการวิจัย ได้ดังนี้

5.1 สรุปผล

5.1.1 ความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ โดยที่
ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมที่ใช้ในงานวิจัยนี้ประกอบด้วย กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแส
เงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นยังคงมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็น
ทดสอบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคมหรือเดือนเมษายน รวมทั้งการทดสอบด้วยชุดข้อมูลรวม
หรือการแบ่งช่วงเวลา และในหลายสมการที่มีการนำข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินมาทดสอบอิทธิพลร่วม
(Interaction) โดยผลการทดสอบพบว่าตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวมีอิทธิพลเชิงบวก กล่าวคือ
หากบริษัทมีกำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเพิ่มขึ้น และกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรม
ดำเนินงานต่อหุ้นเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้มูลค่าหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นด้วย แสดงว่าผลการดำเนินงานของบริษัท
ทั้งที่อยู่ในรูปของกำไรทางบัญชี สินทรัพย์สุทธิ (Net Assets) หรือส่วนของผู้ถือหุ้น ตลอดจนผล
การดำเนินงานในรูปกระแสเงินสดยังคงมีบทบาทสำคัญต่อตลาดทุนไทยที่นักลงทุนสามารถนำไปใช้เพื่อ
ประกอบการตัดสินใจซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการประเมินมูลค่าทางตรง (Direct Valuation Theory)
ที่อธิบายว่าการเปลี่ยนแปลงมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้นเกิดจากการที่นักลงทุนได้รับข้อมูลเพิ่มเติม
เกี่ยวกับกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของธุรกิจ ทั้งนี้จะพบว่า กำไรต่อหุ้นมีอิทธิพลสูงกว่าตัววัด
ทางบัญชีแบบดั้งเดิมตัวอื่น ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติเดียวกัน เป็นที่น่าสังเกตว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น
ในบางช่วงเวลาทดสอบตลอดจนในสมการที่นำข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินมาหาอิทธิพลร่วมมีความเกี่ยวข้องใน
การอธิบายมูลค่าหลักทรัพย์สูงกว่ากำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น ซึ่ง
สะท้อนให้เห็นว่ากำไรต่อหุ้นมีบทบาทในการอธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ลดลงบ้าง อาจมีสาเหตุมาจากที่
นักลงทุนพิจารณาความสามารถในการดำรงอยู่ของบริษัทด้วยสินทรัพย์สุทธิหรือส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งแสดง

มูลค่าโดยประมาณที่นักลงทุนจะได้รับคืนหากบริษัทได้รับผลกระทบอย่างมากจากวิกฤตการณ์จนถึงขั้นหยุดดำเนินการ

5.1.2 ความเกี่ยวข้องของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: อิทธิพลร่วมของข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน

(1) ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ กลไกการกำกับดูแลกิจการจะช่วยลดปัญหาตัวแทนตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งจะทำให้เกิดการใช้ทรัพยากรของบริษัทโดยคำนึงถึงผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอื่น อันจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน หรือทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory) ซึ่งมีแนวคิดที่ว่าหากผู้บริหารไม่มีผลประโยชน์ทับซ้อนจะดำเนินการใดๆ โดยคำนึงถึงประโยชน์ขององค์กรมากกว่าประโยชน์ส่วนตน อันจะก่อให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุดต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย หากเป็นไปตามทฤษฎีที่กล่าวข้างต้น การกำกับดูแลกิจการควรจะช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ทางสถิติจากผลการทดสอบไม่ว่าจะเป็นการทดสอบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคมหรือเดือนเมษายนจะพบว่า อิทธิพลร่วมของระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการกับกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ การที่บริษัทจดทะเบียนได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการตั้งแต่ระดับดีขึ้นจะยิ่งทำให้ตัววัดทางบัญชีทั้ง 2 ตัวสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น ดังนั้น กลไกที่ถูกออกแบบมาเพื่อใช้กำกับการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนซึ่งเริ่มใช้ครั้งแรกตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 และปรับปรุงมาเป็น CG code ฉบับล่าสุดคือปี พ.ศ. 2560 เป็นข้อมูลที่ไม่ใช่ ตัวเงินที่ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

(2) รางวัลด้านความยั่งยืน ตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ผู้บริหารของบริษัทไม่เพียงแต่สนใจดำเนินงานโดยคำนึงถึงแต่ผู้มีส่วนได้เสียภายในเท่านั้น แต่ควรให้การสนับสนุนความรับผิดชอบต่อสังคมด้วย ดังนั้น หากบริษัทดำเนินงานบนพื้นฐานความยั่งยืน จะสะท้อนถึงการมีจริยธรรม ส่งผลต่อผลประโยชน์ที่ดีขึ้น ซึ่งถ้าเป็นไปตามทฤษฎีนี้ รางวัลด้านความยั่งยืนควรช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์หรือมีอิทธิพลร่วมเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่จากผลการทดสอบพบว่า รางวัลด้านความยั่งยืนช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ เท่านั้น นักลงทุนอาจเห็นว่าการที่บริษัทดำเนินงานบนพื้นฐานความยั่งยืนจนได้รับรางวัลดังกล่าวช่วยสร้างภาพลักษณ์และความเชื่อมั่นในมุมมองของผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายจนทำให้ผลประโยชน์ของบริษัทดีขึ้นโดยเฉพาะในช่วงสถานการณ์ปกติ แต่ไม่ได้เป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อนักลงทุนในการนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจในช่วงเกิดวิกฤตการณ์ เนื่องจาก

ในช่วงดังกล่าวนักลงทุนอาจให้ความสำคัญกับข้อมูลที่เป็นตัวเงิน เช่น มูลค่าตามบัญชีหรือสินทรัพย์สุทธิ เป็นต้น และข้อมูลอื่นๆ ที่ใช้สะท้อนความสามารถของบริษัทในการดำรงอยู่ในช่วงการเกิดวิกฤตการณ์ เช่น รายงานผู้สอบบัญชีที่แสดงความเห็นต่อข้อมูลทางบัญชี เป็นต้น

(3) รายงานเชิงบูรณาการ นอกจากทฤษฎีส่วนได้เสียแล้ว ยังมีทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) ที่อธิบายว่าบริษัทได้รับสิทธิและอำนาจของสังคมในการใช้ทรัพยากรธรรมชาติ และทรัพยากรบุคคลภายใต้เงื่อนไขที่บริษัทจะต้องดำเนินธุรกิจให้ตรงตามความคาดหวังของสังคม ซึ่งนำไปสู่การที่บริษัทเพิ่มการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานด้วยความสมัครใจ เพื่อกระตุ้นให้นักลงทุนตัดสินใจลงทุน รวมทั้งตามทฤษฎีการประเมินมูลค่าทางตรง (Direct Valuation Theory) ที่ยืนยันว่าข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจไม่เพียงได้มาจากงบการเงิน แต่ยังรวมถึงข้อมูลจากแหล่งอื่นๆ ด้วย ซึ่งรายงานเชิงบูรณาการจะให้ข้อมูลเกี่ยวกับการสร้างคุณค่า (Value Creation) ทั้งในระยะสั้น ระยะปานกลาง และระยะยาว ตลอดจนเชื่อมโยงผลการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม เข้าด้วยกัน หรือทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่กล่าวว่าผู้บริหารย่อมมีข้อมูลมากกว่า นักลงทุน การที่ผู้บริหารเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานผ่านรายงานในรูปแบบต่างๆ จึงถือเป็นการส่งสัญญาณให้นักลงทุนได้ทราบถึงความสามารถและโอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัทในอนาคต ดังนั้น หากเป็นไปตามทฤษฎีดังกล่าว รายงานเชิงบูรณาการควรจะช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ แต่จากผลการทดสอบในทุกช่วงเวลา รวมทั้งไม่ว่าจะทดสอบด้วยราคา ปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคมหรือเดือนเมษายนจะพบว่า ทั้งรายงานเชิงบูรณาการตลอดจนอิทธิพลร่วมของรายงานเชิงบูรณาการกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตาม แนวคิดรายงานเชิงบูรณาการในบริบทของประเทศไทยถูกเผยแพร่ราวปี พ.ศ. 2556-2557 และเป็นการเปิดเผยข้อมูลในลักษณะภาคสมัครใจ รวมทั้งมีน้อยบริษัทที่มีการจัดทำและเผยแพร่ข้อมูลในลักษณะนี้ ดังนั้น รายงานเชิงบูรณาการจึงยังไม่สามารถเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ได้มากนัก

(4) การสอบบัญชี จำแนกเป็น

(4.1) ประเภทหรือขนาดของสำนักงานสอบบัญชี กระบวนการสอบบัญชีจะช่วยยืนยันความถูกต้องตามที่ควรของข้อมูลที่ปรากฏในงบการเงินของบริษัท ซึ่งดำเนินการโดยผู้ประกอบวิชาชีพที่ต้องมีใบอนุญาต ที่เรียกว่า ผู้สอบบัญชี และเป็นที่ยอมรับว่าการสอบบัญชีโดยสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่หรือที่เรียกโดยทั่วไปว่า Big 4 จะมีมาตรฐานการปฏิบัติงานที่สูงกว่าสำนักงานสอบบัญชีขนาดเล็กทั่วไป ดังนั้น งบการเงินของบริษัทที่ตรวจสอบโดย Big 4 ควรจะสามารถเพิ่มความเกี่ยวข้อง เชิงบวกในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ผลการทดสอบพบว่า ประเภทของ

สำนักงานสอบบัญชีกลับมีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ รวมทั้งอิทธิพลร่วมของประเภทสำนักงานสอบบัญชีกับกำไรต่อหุ้นก็ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงที่ทดสอบอิทธิพลด้วยช่วงเวลารวม อิทธิพลร่วมกับกำไรต่อหุ้นที่เป็นลบนี้แสดงผลเช่นเดียวกับการทดสอบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนเมษายน ส่วนการทดสอบในช่วงก่อนการแพร่ระบาดฯ ประเภทหรือขนาดของสำนักงานสอบบัญชีไม่ได้ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ แต่กลับทำให้มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องลดลง ส่วนการทดสอบในช่วงระหว่างการแพร่ระบาดฯ เฉพาะตัวแปรประเภทหรือขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์เช่นเดียวกับการทดสอบด้วยช่วงเวลารวม แต่ที่มีความแตกต่างคือ ในช่วงเวลาดังกล่าวประเภทหรือขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีบทบาทช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ดังนั้น ในบริบทของตลาดทุนไทย ประเภทหรือขนาดของสำนักงานสอบบัญชีจึงเป็นข้อมูลที่ไม่เกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ที่นักลงทุนนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจ นักลงทุนอาจมองว่ากระบวนการสอบบัญชีเป็นเพียงกระบวนการตามที่กฎหมายกำหนดให้บริษัทต้องดำเนินการเท่านั้น หรือนักลงทุนอาจมองว่าสำนักงานสอบบัญชีแม้ว่าจะไม่ใช่ Big 4 แต่หากประสงค์จะขอขึ้นทะเบียนเป็นผู้สอบบัญชีในตลาดทุน ต้องมีคุณสมบัติตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด รวมทั้งจะต้องถูกสอบทานการปฏิบัติงานโดยสำนักงาน ก.ล.ต. ด้วย ดังนั้น นักลงทุนจึงมองว่ามาตรฐานการปฏิบัติงานของสำนักงานสอบบัญชีไม่ว่าจะเป็น Big 4 หรือไม่ใช่ Big 4 จึงไม่แตกต่างกัน ทำให้ประเภทของสำนักงานสอบบัญชีไม่มีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ข้อมูลประเภทหรือขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีบทบาทมากขึ้นในช่วงเวลาระหว่างการแพร่ระบาดฯ โดยเฉพาะความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น อาจเป็นไปได้ว่าในช่วงการวิกฤตการณ์นักลงทุนพิจารณาว่าการปฏิบัติงานของ Big 4 จะช่วยยืนยันความถูกต้องของข้อมูลทางบัญชีโดยเฉพาะมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นซึ่งใช้สะท้อนมูลค่าโดยประมาณที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับคืนหากบริษัทประสบปัญหาจนไม่สามารถดำเนินกิจการต่อไปได้

(4.2) ความเห็นของผู้สอบบัญชี ความเห็นของผู้สอบบัญชีถูกสื่อสารผ่านรายงานของผู้สอบบัญชี โดยผู้สอบบัญชีจะสื่อสารว่าข้อมูลที่ปรากฏในงบการเงินของบริษัทมีความถูกต้องหรือไม่ รวมทั้งมีข้อสังเกตที่สำคัญที่ผู้สอบบัญชีได้รับจากกระบวนการปฏิบัติงานตามมาตรฐานการสอบบัญชี เพื่อให้ผู้ใช้งบการเงินทราบ ดังนั้น ความเห็นของผู้สอบบัญชีจึงควรเป็นข้อมูลที่ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ผลการทดสอบส่วนใหญ่ไม่ว่าจะเป็นการทดสอบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคมหรือเดือนเมษายนพบว่า ทั้งความเห็นของผู้สอบบัญชีรวมทั้งอิทธิพลร่วมกับตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เหตุผลที่อาจนำมาสนับสนุน

ผลการทดสอบดังกล่าวคือ ข้อความในรายงานผู้สอบบัญชีมักเป็นศัพท์เทคนิค (Technical Terms) ทางบัญชี ทำให้นักลงทุนไม่สามารถทำความเข้าใจความหมายได้อย่างลึกซึ้ง แม้ว่าจะมีการปรับเปลี่ยนรูปแบบและเนื้อหาของรายงานผู้สอบบัญชีใหม่ เช่น การเพิ่มวรรคเรื่องสำคัญในการตรวจสอบ (Key Audit Matters: KAM) สำหรับการตรวจสอบงบการเงินของบริษัทจดทะเบียน เป็นต้น (สภาวิชาชีพบัญชีฯ, 2558) แต่ก็ยังส่งผลให้เนื้อหาในรายงานผู้สอบบัญชีมีมากขึ้นจนนักลงทุนจะเลยหรือไม่ให้ความสนใจข้อมูลนี้ อย่างไรก็ตาม ในช่วงเวลาระหว่างการแพร่ระบาดฯ นักลงทุนยังนำความเห็นของผู้สอบบัญชีมาประกอบการตัดสินใจ โดยเฉพาะความสามารถในการดำเนินงานต่อเนื่องของบริษัท

5.1.3 ความเกี่ยวข้องของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ในงานวิจัยนี้ นอกจากจะทดสอบอิทธิพลของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมแล้ว ยังทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยสินทรัพย์ไม่มีตัวตนด้วย เนื่องจากรูปแบบการดำเนินธุรกิจในปัจจุบันเปลี่ยนแปลงไปจากอดีต เช่น ธุรกิจอาศัยเทคโนโลยีที่ทันสมัยเพื่อสนับสนุนการดำเนินธุรกิจมากขึ้น หรือดำเนินธุรกิจโดยอาศัยสิทธิต่างๆ มากขึ้น เป็นต้น กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ บริษัทน่าจะมีการพึ่งพาสินทรัพย์ไม่มีตัวตนเพื่อสร้างกำไร ผลการทดสอบพบว่า สินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ โดยไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ไม่ว่าจะทดสอบด้วยช่วงเวลารวม ก่อนการแพร่ระบาดฯ และระหว่างการแพร่ระบาดฯ ซึ่งสอดคล้องกับผลการทดสอบเพิ่มเติมด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนเมษายน แสดงให้เห็นว่านักลงทุนยังไม่ได้ให้ความสำคัญกับสินทรัพย์ไม่มีตัวตน รวมทั้งจากข้อมูลที่จัดเก็บมาจะพบว่าสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตนของบริษัทก็ค่อนข้างต่ำ โดยที่สินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อหุ้นต่ำสุดอยู่ที่ 0.0001 บาท ค่าสูงสุดอยู่ที่ 47.9620 บาท และค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.8436 บาท แสดงว่าการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนยังพึ่งพาสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Assets) มากกว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (Intangible Assets)

5.1.4 ความเกี่ยวข้องของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ตามแนวทางการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้วยปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) นักลงทุนจะนำตัวแปรทางเศรษฐกิจมาใช้ประกอบการตัดสินใจเพื่อนำไปสู่การกำหนดมูลค่าที่ควรจะเป็น (Intrinsic Value) ในงานวิจัยนี้นำตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค ประกอบด้วย ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ดัชนีราคาผู้บริโภค ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำต่อปี มาทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ จากผลการทดสอบพบว่าตัวแปรที่มีอิทธิพลกับราคา คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ดัชนีราคาผู้บริโภค และดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ โดยที่

ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศและดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจส่งผลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ อาจเนื่องมาจากในช่วงเวลาที่ทำกรทดสอบผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศมีอัตราการเจริญเติบโตลดลงมากที่สุดในปี พ.ศ. 2563 ซึ่งเป็นปีแรกของการแพร่ระบาดของ COVID-19 (อัตราการลดลงร้อยละ 6.20) ซึ่งหมายถึงการผลิตสินค้าและบริการขั้นสุดท้ายในประเทศลดลง แม้ว่าอัตราการเจริญเติบโตจะเพิ่มขึ้นในปี พ.ศ. 2564 และ 2565 แต่มีอัตราการเจริญเติบโตเพียงเล็กน้อย ส่วนดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจในช่วงการทดสอบมีดัชนีต่ำกว่า 50 ซึ่งหมายถึงความเชื่อมั่นลดลง (ยกเว้นปี พ.ศ. 2560 ที่มีดัชนีเท่ากับ 50.20) ส่วนดัชนีราคาผู้บริโภคส่งผลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากในช่วงเวลาที่ทำกรทดสอบดัชนีราคาผู้บริโภคมีอัตราสูงขึ้น ซึ่งหมายถึง ระดับราคาสินค้าและบริการทั่วไปสูงขึ้น ช่วยสร้างแรงจูงใจให้กิจการขยายการผลิตและการจ้างงาน ทำให้เศรษฐกิจเกิดการขยายตัว อันจะส่งผลให้บริษัทมีรายได้เพิ่มขึ้น และส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น สำหรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำต่อปีไม่ว่าจะทดสอบด้วยราคาปิดเดือนมีนาคมหรือเดือนเมษายนไม่พบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นสำหรับนักลงทุนที่ใช้แนวทางการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้วยปัจจัยพื้นฐานยังคงสามารถใช้ประโยชน์จากตัวแปรทางเศรษฐกิจเหล่านี้ประกอบการตัดสินใจ

กล่าวโดยสรุปสำหรับผลการวิจัยความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: ข้อมูลที่เป็นตัวเงินและไม่ใช่ตัวเงิน หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเก็บข้อมูลในปี พ.ศ. 2560 – 2565 นั้น ข้อมูลที่เป็นตัวเงินที่อยู่ในรูปของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมยังเป็นข้อมูลที่มีบทบาทสำคัญต่อการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ โดยเฉพาะกำไรต่อหุ้น ส่วนข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินที่ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในทุกช่วงเวลาที่ทำการทดสอบคือ ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งแสดงให้เห็นว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการยังคงเป็นเครื่องมือที่สร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนสำหรับรายงานเชิงบูรณาการซึ่งเป็นทางเลือกให้กับบริษัทจดทะเบียนเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานต่อสาธารณชน (ภาคสมัครใจ) ไม่มีบทบาทช่วยในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ ส่วนรางวัลด้านความยั่งยืน ประเพณีหรือขนาดของสำนักงานสอบบัญชี และความเห็นของผู้สอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องได้ในบางช่วงเวลา และตัวแปรทางเศรษฐกิจที่ใช้สะท้อนสถานะเศรษฐกิจในช่วงเวลานั้นๆ ยังเป็นข้อมูลที่น่าลงทุนสามารถนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจตามแนวทางการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้วยปัจจัยพื้นฐาน อย่างไรก็ตาม จากผลการทดสอบบางส่วนที่ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติอาจมีสาเหตุมาจากนักลงทุนจำนวนไม่น้อยที่วิเคราะห์หลักทรัพย์ทางเทคนิค (Technical Analysis) ไม่ได้นำตัวแปรที่ปรากฏในงานวิจัยนี้ไปใช้ประกอบการตัดสินใจ

5.2 อภิปรายผล

5.2.1 ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม

จากผลการวิจัยพบว่า กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ El-Diftar & Elkalla (2019), Mirza, Malek & Abdul-Hamid (2019), Chukwa, Damieibi & Okoye (2019), Badu & Appiah (2018), Umar, Dikki & Yahaya (2018) และ Elshandidy (2014) รวมทั้งสอดคล้องกับงานวิจัยที่ศึกษาในประเทศไทย คือ อนุวัฒน์ ภักดี และศิลปพร ศรีจันเพชร (2563) แต่ถ้าวัดพิจารณาในรายละเอียดงานวิจัยของ Badu & Appiah (2018) พบว่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีค่าลดลง ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ Umar, Dikki & Yahaya (2018) ที่พบว่าความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเพิ่มขึ้น ส่วนในงานวิจัยของอนุวัฒน์ ภักดี และศิลปพร ศรีจันเพชร (2563) พบว่ากำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องส่วนเพิ่มมากกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในช่วงปี พ.ศ. 2552 – 2561 แม้ว่าในงานวิจัยนี้จะไม่ได้ทำการศึกษาความเกี่ยวข้องส่วนเพิ่มเช่นเดียวกับงานวิจัยข้างต้น แต่การทดสอบด้วยช่วงเวลารวมก็พบว่า กำไรต่อหุ้นมีอิทธิพลในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น โดยพิจารณาจากสัมประสิทธิ์การถดถอย ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kwon (2018) สำหรับกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นในงานวิจัยนี้ที่ทดสอบด้วยช่วงเวลารวมพบว่า มีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของกิตติมา อัครนุพงศ์ (2560), Juniarti, Helena, Novitasari & Tjandinata (2018) และ Kwon (2018) แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยของ El-Diftar & Elkalla (2019) ที่พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นไม่เกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศ Gulf (บาร์เรน คูเวต โอมาน การ์ตา ซาอุดีอาระเบีย และสหรัฐอาหรับเอมิเรต) และ Shamki (2013) โดยที่งานวิจัยของ Juniarti, Helena, Novitasari & Tjandinata (2018) เป็นการเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ก่อนและหลังการใช้ มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (International Financial Reporting Standard: IFRS) โดยพบว่าความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีหลังการใช้ IFRS เพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับก่อนใช้ IFRS เช่นเดียวกับ Chukwu, Damieibi & Okoye (2019) สำหรับความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในช่วงการเกิดวิกฤตซึ่งในงานวิจัยนี้ทำการทดสอบในช่วงการแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่พบว่ากำไรต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ซึ่งขัดแย้งกับ Eugenio, Parel, Reyes, Yu & Cudia (2019) ที่ศึกษาความเกี่ยวข้องในการ

กำหนดมูลค่าของข้อมูลทางบัญชีว่าตอบสนองต่อวิกฤตการณ์ทางการเงินที่พบว่า ในช่วงระหว่างการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน กำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าหลักทรัพย์

5.2.2 ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม: อิทธิพลร่วมของข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน

(1) การกำกับดูแลกิจการ งานวิจัยนี้ใช้ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ คือ ระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors) ซึ่งสมาคมฯ จะดำเนินการประกาศรายชื่อบริษัทที่ได้รับผลการประเมินตั้งแต่ระดับดีขึ้นไป (ดี ดีมาก และดีเลิศ) ซึ่งผู้วิจัยกำหนดเป็นตัวแปรหุ่นคือ ได้รับการประกาศรายชื่อหรือไม่ได้รับการประกาศรายชื่อ ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมีความแตกต่างจากงานวิจัยในต่างประเทศที่มีปัจจัยประกอบต่างๆ ของกลไกการกำกับดูแลกิจการเป็น Proxy ในงานวิจัย เช่น องค์ประกอบของคณะกรรมการ ประสิทธิภาพของคณะกรรมการ เป็นต้น จากผลวิจัยพบว่า ข้อมูลผลการประเมินระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการตั้งแต่ระดับดีขึ้นไปช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ โดยเฉพาะกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ซึ่งแสดงให้เห็นว่าหากบริษัทจดทะเบียนถือปฏิบัติตามหลักพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการจะช่วยสร้างความมั่นคงและมั่นคงทางการเงินแก่กิจการในระยะยาว ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Habib & Azim (2018) ที่พบว่าโครงสร้างของคณะกรรมการและความเห็นอิสระของคณะกรรมการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ รวมทั้งงานวิจัยของ Almujaed & Alfraih (2020) ที่พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทและการปฏิบัติหน้าที่ควบของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับกรรมการผู้จัดการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้นเช่นกัน รวมทั้งงานวิจัยของ Fiador (2013) ที่พบว่าขนาดของคณะกรรมการส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์ และงานวิจัยของวัฒน์ รัมมะพ้อ และนิมมวล วิเศษสรรพ (2563) ที่พบว่าระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความมั่นใจให้กับนักลงทุนซึ่งวัดได้จากมูลค่าตลาดของหุ้น แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยของนันทิยา พรหมทอง และวรวิทย์ กุลตั้งวัฒนา (2564) ที่ไม่พบอิทธิพลร่วมของคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ชั้นที่ 1 และ 2 และ Fiador (2013) ที่พบว่าองค์ประกอบของคณะกรรมการและการปฏิบัติหน้าที่ควบของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับกรรมการผู้จัดการมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์แตกต่างจาก Almujaed & Alfraih (2020) ที่พบว่าอิทธิพลร่วมขององค์ประกอบดังกล่าวกับกำไรต่อหุ้นเป็นบวก

(2) รางวัลด้านความยั่งยืน การใช้ตัวแปรด้านความยั่งยืนในงานวิจัยที่ผ่านมาเพื่อทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์จะใช้ข้อมูลที่แตกต่างกันไป เช่น รายงานความรับผิดชอบต่อ

ต่อสังคม รายงานสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ รายงานผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม เป็นต้น ขึ้นอยู่กับข้อกำหนดของแต่ละประเทศ รวมทั้งกรอบในการวิเคราะห์เนื้อหาของรายงานนั้นๆ แต่ในงานวิจัยนี้ใช้รางวัลด้านความยั่งยืนที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นมอบให้ ซึ่งกำหนดเป็นตัวแปรหุ่นคือ หากบริษัทได้รับรางวัลดังกล่าวจะมีค่าเท่ากับ 1 หากไม่ได้รับรางวัลจะมีค่าเท่ากับศูนย์ จากผลการทดสอบพบว่าหากทดสอบด้วยช่วงเวลารวม รายงานความยั่งยืนไม่ได้ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ Endiana & Surgandari (2022) ที่วิเคราะห์เนื้อหาและให้คะแนนการเปิดเผยข้อมูลของรายงานด้านความยั่งยืนโดยไม่มีการหาอิทธิพลร่วมกับข้อมูลทางบัญชี ซึ่งคะแนนดังกล่าวมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์เชิงบวก หรืองานวิจัยของณัฐภัทร เทพรักษ์ และคณะ (2565) ที่พบว่าระดับการเปิดเผยข้อมูลตามเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนตามกรอบ SDG Guide for Business Leaders ของ McKinsey & Co. Inc. โดยที่บริษัทที่เปิดข้อมูลตาม SDG ที่มีความเกี่ยวข้องกับธุรกิจมากขึ้นจะทำให้มูลค่าของกิจการที่วัดด้วย Tobin's Q สูงขึ้นตามไปด้วยหรืองานวิจัยของ Laudau, Rocell, Kelein & Zwergel (2020) ที่พบว่ารายงาน ESG ส่งผลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ หรือในงานวิจัยของวัฒน์ รัมมะพ้อ และนิมนวลวิเศษสรรพ (2563) ซึ่งใช้ผลการจัดอันดับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่มีความโดดเด่นในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนก็พบว่า มีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์เช่นกัน อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยนี้พบว่าการที่บริษัทจดทะเบียนได้รับรางวัลด้านความยั่งยืนช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องเชิงบวกของกำไรต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์เทียบเคียงกับผลงานวิจัยในอดีตข้างต้น เพียงแต่อิทธิพลข้างต้นเกิดขึ้นในช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ คือระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2562 เท่านั้น

(3) รายงานเชิงบูรณาการ สำหรับบริบทของตลาดทุนไทยนั้น รายงานเชิงบูรณาการเป็นรายงานที่บริษัทจดทะเบียนเลือกที่จะจัดทำและเผยแพร่ต่อสาธารณชนโดยไม่ได้มีการบังคับให้จัดทำ ซึ่งในช่วงเวลาที่ทำการวิจัยบริษัทจดทะเบียนที่เผยแพร่รายงานในลักษณะดังกล่าวยังมีจำนวนไม่มากนักเนื่องจากเป็นแนวคิดใหม่ที่ถูกเผยแพร่ในประเทศไทยช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2557 ดังนั้น ผลการวิจัยจึงพบว่า รายงานเชิงบูรณาการไม่ได้ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ไม่ว่าจะทดสอบด้วยช่วงเวลารวม ช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ ช่วงเวลาระหว่างการแพร่ระบาดฯ และการทดสอบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคมหรือเมษายน ตลอดจนการทดสอบที่รวมข้อมูลทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่ใช่ตัวเงิน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Fernando, et al. (2017) ที่พบว่าคะแนนรายงานเชิงบูรณาการซึ่งวัดจาก Coverage Ratio ตามกรอบของ IR ไม่ส่งผลต่อความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ แต่กลับทำให้ความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ต่ำลงด้วย หรือ

ในงานวิจัยของ Cortesi & Vena (2019) ที่พบว่ารายงานเชิงบูรณาการไม่ได้ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชี หรืองานวิจัยของ Cooray, et al. (2020) ที่พบว่าเฉพาะคะแนนรายงานเชิงบูรณาการที่ได้จากการวิเคราะห์เนื้อหาโดยไม่หาอิทธิพลร่วมไม่มีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ แต่เมื่อ Cooray, et al. (2020) นำคะแนนรายงานเชิงบูรณาการไปหาอิทธิพลร่วมกับกำไรต่อหุ้นปรากฏอิทธิพลเชิงบวกเช่นเดียวกับงานวิจัยของ Permatasart & Narsa (2021); Cortesi & Vena (2019); Fernando & Hermawan (2018) ที่พบอิทธิพลร่วมเชิงบวกกับกำไรต่อหุ้น

(4) การสอบบัญชี สำหรับข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินเกี่ยวกับการสอบบัญชีที่นำมาใช้ในงานวิจัยนี้ ประกอบด้วย ขนาดหรือประเภทของสำนักงานสอบบัญชี และความเห็นของผู้สอบบัญชี โดยที่ (4.1) ขนาดหรือประเภทของสำนักงานสอบบัญชี ที่กำหนดเป็นตัวแปรหุ่นคือ หากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนตรวจสอบโดยสำนักงานสอบบัญชีในกลุ่ม Big 4 หรือไม่ใช้กลุ่ม Big 4 โดยผลการวิจัยพบว่าการทดสอบด้วยช่วงเวลารวมและช่วงเวลาระหว่างการแพร่ระบาดฯ เฉพาะตัวแปรขนาดหรือประเภทของสำนักงานสอบบัญชีมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Habib & Azim (2008) ทั้งนี้พบว่าประเภทหรือขนาดของสำนักงานสอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชีในช่วงเวลาระหว่างการแพร่ระบาดฯ ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ Mishari (2016) ที่พบอิทธิพลร่วมเชิงบวกกับกำไรต่อหุ้น แต่อิทธิพลร่วมกับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (4.2) ความเห็นของผู้สอบบัญชีที่กำหนดเป็นตัวแปรหุ่นคือ ความเห็นของผู้สอบบัญชีต้องการเงินเป็นแบบไม่มีเงื่อนไขหรือแสดงความเห็นแบบอื่น ผลการวิจัยพบว่าความเห็นของผู้สอบบัญชีช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในช่วงเวลาระหว่างการแพร่ระบาดฯ เท่านั้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Abdollahi, Pitenoei & Gerayli (2020); Robu & Robu (2015); และ Lee & Lee (2013) แต่การทดสอบด้วยช่วงเวลารวม ช่วงเวลาก่อนการแพร่ระบาดฯ รวมทั้งการทดสอบที่รวมข้อมูลทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน และการทดสอบเพิ่มเติมด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนเมษายน ความเห็นของผู้สอบบัญชีไม่ได้ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Banimahd, Poorzamani & Ahmadi (2013); Moradi, Salehi, Rigi & Moeinizade (2011); Al-Thuneibat, Khamees & Al-Fayoumi (2008) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ของความเห็นของผู้สอบบัญชีกับมูลค่าหลักทรัพย์

5.2.3 ความเกี่ยวข้องของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

จากผลการวิจัยพบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ที่ทดสอบด้วยช่วงเวลา รวม แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับ Al-ani & Tawfix (2021) ที่ศึกษาข้อมูลของตลาดเกิดใหม่ในกลุ่ม Gulf Cooperation Council (GCC) 6 ประเทศคือ ซาอุดีอาระเบีย โอมาน การ์ตา คูเวต บาร์เรน และสหรัฐอาหรับเอมิเรต ซึ่งพบความสัมพันธ์เชิงลบในประเทศคูเวต และงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ของอัญชิษฐา เตชะอุบล และธนโชติ บุญวรโชติ (2564) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบเช่นกัน แต่อัญชิษฐา เตชะอุบล และธนโชติ บุญวรโชติ (2564) ศึกษาผลกระทบที่มีต่ออัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเพื่อการดำเนินงาน (Return on Invested Capital: ROIC) แต่ขัดแย้งกับ Egiyi (2021) ที่พบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนประเภทที่หือหรือตราที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าหลักทรัพย์ หรือ Paolone, Tischi & Martiniello (2020) ที่พบว่ายอดรวมของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและสินทรัพย์ไม่มีตัวตนแยกแต่ละรายการ (ค่าความนิยม การวิจัยและพัฒนา และสินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่น) มีความสัมพันธ์เชิงบวก หรือ Ji (2018) ก็พบความสัมพันธ์เชิงบวกเช่นกัน สำหรับงานวิจัยนี้ที่ทำการทดสอบทั้งในช่วงเวลา ก่อนการแพร่ระบาดและระหว่างการแพร่ระบาดของ COVID-19 พบว่า ทั้ง 2 ช่วงนั้นสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงลบเช่นเดียวกับช่วงเวลา รวม โดยไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับ Shukor, Ibrahim, Kaur & Nor (2008) ที่พบว่าช่วงก่อนการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน (ค.ศ. 1990 - 1996) สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงลบ และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ Shukor, Ibrahim, Kaur & Nor (2008) พบว่าระหว่างการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินคือ ระหว่างปี ค.ศ. 1997 - 1998 มีความสัมพันธ์เชิงบวกและลบตามลำดับโดยไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่หลังจากเกิดวิกฤตการณ์ดังกล่าว (ค.ศ. 1999 - 2001) สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

5.2.4 ความเกี่ยวข้องของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

จากผลการวิจัยพบว่าดัชนีราคาผู้บริโภคมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับ Nambuge (2022), Putra, Wiyuda & Halim (2021) รวมทั้งสุพิชชา ติรพัทธ์ และเจียมจิตร ขวากร (2555) โดยที่งานวิจัยของสุพิชชา ติรพัทธ์ และเจียมจิตร ขวากร (2555) แสดงความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยของชาติชาย ศรีภิรมย์ และจิรพงษ์ จันทรงาม (2564) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ และอัญญรัตน์ แสงสุริยาโรจน์ ประมินทร์ โฆษิตกุลพร และสมบัติ คชายุทธ์ (2563) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ของอัตรา

เงินเพื่อกับการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนรายย่อยภายในประเทศ สำหรับดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ ในงานวิจัยนี้พบความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ ในช่วงเวลาดังกล่าวต่ำกว่า 50 (ยกเว้นปี พ.ศ. 2560) ชัดแย้งกับงานของ ชื่นพัฒนพงศ์, ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย, ชานนท์ ชิงขยานุรักษ์ และพิชัย เลิศสุพงศ์กิจ (2561) ที่พบว่าดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนจากดัชนี SET และ SET50 รวมทั้งสุพิชชา ตรีพิพัฒน์ และเจียมจิตร ชวากร (2555) ที่พบว่าดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีราคาหลักทรัพย์กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร และกลุ่มพาณิชย์ ส่วนผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศผลการวิจัยพบว่าเมื่ออิทธิพลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของชาติชาย ศรีภิรมย์ และจิรพงษ์ จันทรงาม (2564) ที่พบว่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศมีผลเชิงบวกต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ รวมทั้ง Nambuge (2022) ที่พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับดัชนีราคาหลักทรัพย์ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำที่งานวิจัยนี้ไม่มีพบ นัยสำคัญทางสถิติซึ่งสอดคล้องกับธนวรรณ ตรีระสหัสกุล และสุเมธ ธูดารัตระกุล (2561)

5.3 ข้อเสนอแนะ

5.3.1 ข้อเสนอแนะที่ได้จากงานวิจัย

(1) ประโยชน์ในทางวิชาการ งานวิจัยนี้ได้รวมตัวแปรทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงินหลากหลายชนิด โดยเฉพาะการพิจารณาอิทธิพลร่วม (Interaction) ของตัวแปรที่ไม่ใช่ตัวเงินเพื่อทดสอบว่า ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินนั้นๆ ช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์หรือไม่ และเป็นการทดสอบในช่วงเวลาที่มีการแพร่ระบาดของ COVID-19 ดังนั้น จึงเป็นการเพิ่มงานวิจัยความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในภาวะวิกฤติ เปรียบเทียบกับงานวิจัยที่ทดสอบในช่วงเวลาการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินหรือวิกฤตการณ์อื่นๆ ซึ่งอาจมีลักษณะของภาวะวิกฤติที่แตกต่างกันในรายละเอียด

(2) ประโยชน์สำหรับหน่วยงานกำกับดูแลหรือหน่วยงานกำหนดนโยบาย

(2.1) สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์ ดำเนินการปรับปรุงกรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงินและมาตรฐานการรายงานทางการเงินที่เกี่ยวข้องเพื่อให้ข้อมูลทางบัญชีมีลักษณะเชิงคุณภาพ โดยเฉพาะลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐานเรื่องความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ (Relevance) มากยิ่งขึ้น เนื่องจากผลวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่าข้อมูลทางบัญชียังคงมีบทบาทสำคัญในการ

กำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ แม้ว่าในทางปฏิบัติสภาวิชาชีพบัญชีฯ ซึ่งถือเป็นหน่วยงานที่มีหน้าที่ในการประกาศใช้มาตรฐานฯ จะปรับปรุงมาตรฐานฯ ให้เป็นไปตามแนวทางของคณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (International Accounting Standard Board: IASB) แต่สภาวิชาชีพบัญชีฯ ก็มีคณะกรรมการศึกษาและติดตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศที่สามารถแสดงความเห็นถึงผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นภายใต้บริบทของประเทศไทยตามที่ IASB ขอความเห็น (Comment Letter) อันจะเป็นประโยชน์ต่อการปรับปรุงและประกาศใช้ในอนาคต

(2.2) สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) สามารถยกระดับกลไกที่ใช้ในการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนเพื่อเพิ่มความเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งผลวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการมีบทบาทช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ เช่น การปรับปรุงเกณฑ์การประเมินคุณภาพการกำกับดูแลกิจการให้สอดคล้องกับเกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในภูมิภาคอาเซียน หรือ ASEAN Corporate Governance Scorecard: ACGS หรือระดับภูมิภาคที่ใหญ่ขึ้นไป เป็นต้น โดยที่ ACGS มีการปรับเปลี่ยนเกณฑ์ล่าสุดในปี พ.ศ. 2566 (ค.ศ. 2023)

(2.3) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินงานให้เป็นไปตามเกณฑ์รางวัลด้านความยั่งยืน เพื่อให้มีบริษัทจดทะเบียนได้รับรางวัลดังกล่าวมากยิ่งขึ้น เพื่อสร้างภาพลักษณ์ที่ดี อันจะส่งผลให้ผลประกอบการดีขึ้น และนักลงทุนให้ความสนใจลงทุนในบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับรางวัล รวมทั้งส่งเสริมและสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน เพื่อให้ให้นักลงทุนนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจ ตลอดจนการให้ความรู้แก่นักลงทุนในรูปแบบต่างๆ และสอดคล้องกับความต้องการของนักลงทุนแต่ละประเภทและช่วงวัย โดยเฉพาะการชี้ให้เห็นประโยชน์ของข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินที่จะส่งผลต่อการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

(3) ประโยชน์ในการนำไปปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนและนักลงทุน

(3.1) ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินมักถูกจัดทำในลักษณะรายงาน ซึ่งรายงานบางประเภทมีแนวคิดพื้นฐานที่ดีในการสื่อสารข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานอันมีประโยชน์ต่อนักลงทุน แต่รายงานมักมีจำนวนหน้าค่อนข้างมาก เช่น รายงานเชิงบูรณาการที่มีการเชื่อมโยงข้อมูลต่างๆ เพื่อสะท้อนความสามารถของบริษัทในการสร้างคุณค่า (Value Creation) ทั้งระยะสั้น ระยะปานกลาง และระยะยาว มีจำนวนหน้าที่เผยแพร่มากถึง 150 หน้า ดังนั้น บริษัทจดทะเบียนอาจต้องจัดทำสรุปเนื้อหาควบคู่ไปกับรายงานฉบับเต็ม และชี้ให้เห็นผลที่จะเกิดขึ้นโดยตรงกับบริษัท เพื่อที่นักลงทุนจะได้นำข้อมูลนั้นมาใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจมากยิ่งขึ้น

(3.2) นักลงทุนสามารถนำตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมทั้ง 3 ตัวคือ กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินอื่น ตลอดจนตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคตามผลการวิจัยนี้ ไปประกอบการการตัดสินใจลงทุน เพื่อให้สามารถประเมินความเสี่ยงและผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคต

5.3.2 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในครั้งต่อไป

(1) นักวิจัย นักวิชาการ และผู้สนใจทั่วไป ควรขยายขอบเขตการวิจัยหรือนำผลการวิจัยไปบูรณาการกับงานวิจัยอื่น เพื่อเติมเต็มงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอนาคต

(2) ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินอาจกำหนดให้เป็นค่าคะแนนหรือให้เป็นตัวแปรต่อเนื่อง เช่น การวิเคราะห์เนื้อหาของรายงานเชิงบูรณาการตามเกณฑ์ EY Integrated Reporting Award เป็นต้น เพื่อให้ผลการวิจัยมีความชัดเจนยิ่งขึ้น เนื่องจากงานวิจัยนี้กำหนดให้ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินเป็นตัวแปรหุ่น

(3) การใช้ระเบียบวิธีวิจัยแบบผสมผสาน (Mixed Method Methodology) เพื่อค้นหาข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินอื่นๆ นำมาทดสอบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์

(4) การทดสอบอิทธิพลของข้อมูลทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่ใช่ตัวเงินอาจทดสอบด้วยตัวแบบอื่น เช่น ตัวแบบผลตอบแทน (Return Model) เป็นต้น หรือการใช้มูลค่าของบริษัทที่ประเมินด้วยวิธีการต่างๆ เป็นตัวแปรตามสำหรับการทดสอบ เช่น มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) หรือ Tobin's Q เป็นต้น

5.4 ข้อจำกัดในการวิจัย

5.4.1 งานวิจัยนี้จัดเก็บข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2565 ซึ่งครอบคลุมระยะเวลาช่วงการแพร่ระบาดของ COVID-19 ซึ่งถือเป็นวิกฤตการณ์ที่มีผลกระทบต่อตลาดทุนทั่วโลก ดังนั้น ตัวแปรทางการเงินหลายตัว เช่น ราคาปิดของหลักทรัพย์ กำไรต่อหุ้น เป็นต้น อาจมีความผันผวนมากกว่าช่วงเวลาปกติ ซึ่งอาจทำให้การนำผลการวิจัยไปใช้อ้างอิงในสถานการณ์ปกติหรือวิกฤตการณ์อื่นไม่ได้เท่าที่ควร

5.4.2 การทดสอบอิทธิพลของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคในงานวิจัยนี้เป็นข้อมูลรายปี (Annually) ทำการทดสอบในระยะเวลาเพียง 6 ปี ซึ่งอาจเป็นชุดข้อมูลที่ครอบคลุมระยะเวลาสั้นเกินไป และทำการทดสอบด้วย Panel Regression อาจให้ผลการทดสอบไม่ชัดเจนนัก เนื่องจากตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคมักวิเคราะห์ด้วย Time Series และใช้มูลรายเดือน (Monthly) หรือรายไตรมาส (Quarterly)

บรรณานุกรม

- กระทรวงพาณิชย์. (2566). ข้อมูลเปิดเผยกระทรวงพาณิชย์-เศรษฐกิจ. <https://data.moc.go.th/OpenData/CPIGIndexes>
- กรมควบคุมโรค กระทรวงสาธารณสุข. (2563). สถานการณ์ภาพรวมทั่วโลก. https://ddc.moph.go.th/viralpneumonia/ind_world.php
- กิตติมา อัครนุพงศ์. (2560). การเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของกำไรมูลค่าตามบัญชี และกระแสเงินสด: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ในประเทศไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 13(38), 95-114.
- กิตติมา อัครนุพงศ์. (2565). การเปลี่ยนแปลงของความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางการเงินหลังจากนำมาตราฐานการรายงานทางการเงินไทย (ปรับปรุง 2562) มาใช้: หลักฐานจากสถาบันการเงินในประเทศไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 18(58), 82-115.
- ขวัญฤทัย เต็มสวัสดิ์ และคณะ. (2564). ความสัมพันธ์ของคุณภาพของรายงานเชิงบูรณาการกับผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการ. *วารสารสังคมศาสตร์และมนุษยศาสตร์แห่งรัตนโกสินทร์*, 3(2), 15-28.
- ขยงการ ภมรมาศ. (2564). ความมีประสิทธิภาพของตลาด. ใน พิเชษฐ์ สิทธิโชคสกุลชัย (บ.ก.), *เอกสารการสอนชุดวิชา 32457 การลงทุนและการวิเคราะห์หลักทรัพย์*. (น.6-1 – 6-38). สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช.
- ชาติชาย ศรีภิรมย์ และจิรพงษ์ จันทรงาม. (2564). ความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจไทยกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET100. *วารสารมหาจุฬานาครธรรมศน์*, 8(10), 204-218.
- ณัฐภัทร เทพรักษ์, เอื้อบุญ เอกะสิงห์, วรพรรณ ตระการศิรินนท์, และวีระพงษ์ กิตติวงศ์. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการเปิดเผยข้อมูลตามเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนที่สอดคล้องกับกลุ่มอุตสาหกรรมกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มSET100. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 18(59), 53-80.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564). *การวิเคราะห์การลงทุนในตราสารทุน*. บริษัทบุญศิริการพิมพ์ จำกัด
- _____. (2566). *รางวัลด้านความยั่งยืน*. <https://setsustainability.com/page/sustainability-awards>.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- ทิพวัลย์ ภาคทรัพย์ศรี และประสิทธิ์ มะหะหมัด. (2561). ปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ในการประชุมนำเสนอผลงานวิจัยระดับบัณฑิตศึกษา ครั้งที่ 13. (น. 1270-1280). บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยรังสิต.
- ธกานต์ ชาตวงศ์. (2560). ทฤษฎีที่ใช้อธิบายงานวิจัยทางบัญชี: จากอดีตถึงอนาคต. วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ สมาคมสถาบันอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทยในพระราชูปถัมภ์ สมเด็จพระเทพรัตนราชสุดาฯ สยามบรมราชกุมารี, 6(2), 189-198.
- ธนโชติ บุญวรโชติ. (2564). การวิเคราะห์ทางเทคนิค. ใน พิเชษฐ์ สิทธิโชคสกุลชัย (บ.ก.), เอกสารการสอนชุดวิชา 32457 การลงทุนและการวิเคราะห์หลักทรัพย์. (น.11-1 – 11-44). สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช.
- ธนวรรณ ตรีระสกุญย์ และสุเมธ จูดาราทระกุล. (2561). ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารบริหารธุรกิจศรีนครินทรวิโรฒ, 9(2), 12-19.
- ธัญญรัตน์ แสงสุริยาโรจน์, ปรมินทร์ โฆษิตกุลพร, และสมบัติ คชายุทธ. (2563). ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนรายย่อยภายในประเทศผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาการ สถาบันเทคโนโลยีแห่งสุวรรณภูมิ, 6(2), 429-446.
- ธัญญ์รัศม์ วรรณวัฒน์. (2563). การรายงานความยั่งยืนและการรายงานเชิงบูรณาการ. ใน พิเชษฐ์ สิทธิโชคสกุลชัย (บ.ก.), เอกสารการสอนชุดวิชา 32446 การบัญชีเพื่อการจัดการขั้นสูง. (น.7-1 – 7-74). สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช.
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2566). สถิติ. <https://www.bot.or.th/th/statistics.html>
- _____. (2566). รายงานดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI). <https://www.bot.or.th/th/thai-economy/econ/publication/bsi-business-sentiment-index.html>
- นิพนธ์ เห็นโชคชัยชนะ และศิลปพร ศรีจันเพชร. (2559). การสอบบัญชี. ห้างหุ้นส่วนจำกัดทีพีเอ็นเพรส.
- นิตินันท์ พรหมหันท และคณะ. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างการรายงานแบบบูรณาการต่อมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (กลุ่ม SET100). วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย, 14(2), 112-132.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- นงนภัส ชื่นพัฒนพงศ์, ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย, ชานนท์ ชิงชยานุรักษ์, และพิชัย เลิศสุพงศ์กิจ. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีความเชื่อมั่นกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย โดยวิธีวิเคราะห์ถดถอยแบบควอนไทล์. *วารสารบริหารธุรกิจครีนครินทรวิโรฒ*, 9(2), 1-11.
- นนทยา พรหมทอง และวรวิทย์ กุลตั้งวัฒนา. (2564). ความเกี่ยวข้องในมูลค่าของข้อมูลลำดับชั้นมูลค่ายุติธรรมและผลกระทบของคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อราคาหุ้น. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, 41(3), 56-72.
- ปภิษฎา สารจันทร์ และภูมิฐาน รังคกุลวัฒน์. (2564). การศึกษาความสัมพันธ์เชิงคุณภาพระยะยาวระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจและราคาหุ้นบริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน). ในการประชุมทางวิชาการเสนอผลงานวิจัยระดับบัณฑิตศึกษาแห่งชาติ ครั้งที่ 22 (น. 319-327). มหาวิทยาลัยขอนแก่น.
- ประกาศเรื่อง ยกเลิกประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินในทุกเขตท้องที่ทั่วราชอาณาจักร ประกาศ ข้อกำหนดและคำสั่งที่เกี่ยวข้อง. (2565, 29 กันยายน 2565). *ราชกิจจานุเบกษา*. เล่ม 139 ตอนพิเศษ 232 ง. หน้า 47-48.
- พระราชกำหนดการบริหารราชการในสถานการณ์ฉุกเฉิน พ.ศ. 2548. (2548, 10 กรกฎาคม). *ราชกิจจานุเบกษา*. เล่ม 122 ตอนที่ 58 ก. หน้า 1-9.
- วัฒน์ รัมมะพ้อ และนิมิต วิเศษสรรพ. (2563). ผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนของคุณค่าของรายงานความยั่งยืน การกำกับดูแลกิจการ และผลการปฏิบัติทางการเงิน: หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 16(49), 5-22.
- สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์. (2563). *กรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงิน*.
file:///C:/Users/msasspic/Downloads/Frame%20work.pdf
- _____. (2558). *รายงานของผู้สอบบัญชีแบบใหม่ช่วยเพิ่มความโปร่งใสในการตรวจสอบงบการเงิน*. <https://www.tfac.or.th/upload/48XZM7P3Ca.pdf> (tfac.or.th)
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2566). *Corporate Governance Report of Thai Listed Companies*. <https://thai-iod.com/th/publications.asp?type=4&page=all>

บรรณานุกรม (ต่อ)

- สุพิชชา ตีรพัฒน์ และเจียมจิตร ชวกร. (2555). ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสหวิทยาการวิจัย: ฉบับบัณฑิตศึกษา*, 1(1), 79-85.
- อนุวัฒน์ ภัคดี และศิลปพร ศรีจันเพชร. (2563). ความเกี่ยวข้องของข้อมูลบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน: มุมมอง 15 ปี. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ*, 9(1), 196-214.
- อภิญา วนเศรษฐ และกาญจน์ กังวานพรศิริ. (2564). การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ การเงิน และอุตสาหกรรม. ใน พิเชษฐ์ สิทธิโชคสกุลชัย (บ.ก.), *เอกสารการสอนชุดวิชา 32457 การลงทุนและการวิเคราะห์หลักทรัพย์*. (น.9-1 – 9-68). สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช.
- อัญชิษฐา เตชะอุบล และธนโชติ บุญวรโชติ. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. ในการประชุมวิชาการระดับชาติ มหาวิทยาลัยรังสิต ประจำปี 2564 (น. 210-219)
- Abdollahi, A., Pitenoel, Y. R. & Gerayli, M. S. (2020). Auditor's report, auditor's size and value relevance of accounting information. *Journal of Applied Accounting Research*, 21(4), 721-739.
- Abdul-Shukor, Z., Ibrahim, M. K., Kaur, J. & Md-Nor, H. (2008). The Value Relevance of Intangibles Non-Current Assets in Different Economic Conditions. *International Review of Business Research Papers*, 4(2), 316-337.
- Al-Ani, M. & Tawfik, O. I. (2021). Effect of Intangible Assets on the Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Emerging Markets. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 387-399.
- Alfaraih, M. (2009). *Compliance with international financial reporting standards (IFRS) and the value relevance of accounting information in emerging stock markets: evidence from Kuwait* [Doctoral dissertation, Queensland University of Technology].
- Almujamed, H. I. & Alfaraih, M. M. (2020). Corporate governance and value relevance of accounting information Evidence from Kuwait. *International Journal of Ethics and Systems*, 36(2), 249-262.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Al-Thuneibat, A. A., Khamees, B. A., & Al-Fayoumi, N. A. (2008). The effect of qualified auditors' opinions on share prices: evidence from Jordan. *Managerial Auditing Journal*, 23(1), 84-101.
- Bahman B., Poorzamini Z., & Ahmadi, S. A. (2013). The value relevance of audit report, auditor type and auditor tenure: Evidence from Iran. *Asian Journal of Finance and Accounting*, 5(1), 89-103.
- Busco, C., Frigo, M. L., Riccaboni, A., & Quattrone, P. (2013). *Integrated reporting: Concepts and Cases that Redefine Corporate Accountability*. Springer.
- Beisland, L. A. (2009). A Review of the Value Relevance Literature. *The Open Business Journal*, 2, 7-27.
- Badu, B. & Appiah, K. O. (2018). Value relevance of accounting information: an emerging country perspective. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 14(4), 473-491.
- Bowerman, S., & Sharma, U. P. (2016). The effect of corporate social responsibility disclosures on share prices in Japan and the UK. *Corporate Ownership and Control*, 13(2), 202-216.
- Chukwu, G. J., Damieibi, I. J. & Okoye, E. I. (2019). Firm-Specific Attributes and the Value Relevance of Accounting Information in Nigeria. *International Journal of Business And Management*, 14(10), 12-20.
- 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.
- Cooray, T., et al. (2020). Does Integrated Reporting Enhance the Value Relevance of Information? Evidence from Sri Lanka. *Sustainability*, 12(8183), 1-25.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Cordazzo, M. & Rossi, P. (2020). The influence of IFRS mandatory adoption on Value relevance of intangible assets in Italy. *Journal of Applied Accounting Research*, 21(3), 415-436.
- Cortesi, A. & Vena, L. (2019). Disclosure quality under Integrated Reporting: A value relevance approach. *Journal of Cleaner Production*. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.02.155>.
- Dontoh, A., Radhakrishnan, S., & Ronen, J. (2007). Is stock price a good measure for assessing value-relevance of earnings? An empirical test. *Review of Managerial Science*, 1, 3-45.
- Dunham, L. M. & Grandstaff, J. L. (2021). *The Value Relevance of Earnings, Book Values, and Other Accounting Information and the Role of Economic Conditions In Value Relevance: A Literature Review*. <https://doi.org/10.1111/1911-3838.12280>.
- Egiyi, M. A. (2021). Value-Relevance of Accounting Information in the Nigerian Stock Exchange. *Global Journal of Finance and Business Review*, 4(2), 19-28.
- El-Diftar, D. & Elkalla, T. (2019). The value relevance of accounting information in The MENA region A comparison of GCC and non-GCC country firms. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 17(3), 519-536.
- Elshandidy, T. (2014). Value relevance of accounting information: Evidence from and emerging market. *Advances in Accounting*, 30(1), 176-186.
- Endiana, I Dewa Made and Suryandari, Ni Nyoman Ayu. (2022). Value Relevance of Sustainability Report: Evidence from Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 18(2). <https://doi.org/10.21002/jaki.2021.09>
- Eugenio, K. L., Parel, R. A., Reyes, K. M., Yu, K. B. & Cudia, C. (2019). How Does Value Relevance of Accounting Information React to Financial Crisis?. *DLSU Business & Economics Review*, 28(2), 133-141.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Fiador, V. O. (2013). Corporate governance and value relevance of financial information: evidence from the Ghana Stock Exchange. *Corporate Governance*, 13(2), 208-217.
- Fernando, K., et al. (2017). *Dose Integrated Reporting Approach Enhance the Value Relevance of Accounting Information?: Evidence from Asian Firms*. Advances in Economics, Business and Management Research. 6th International Accounting Conference.
- Fernando, K. & Hermawan, A. A. (2018). Relative and Incremental Value Relevance of Accounting Information under the Integrated Reporting Approach: Evidence from South Africa. *Advance in Economics, Business and Management Research*, Vol 89.
- Filip, A., & Raffournier, B. (2010). The value relevance of earnings in a transition economy: The case of Romania. *The International Journal of Accounting*, 45(1), 77-103.
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance?. *Journal of accounting Research*, 37(2), 319-352.
- Gaffikin, M. (2007). Accounting Research and Theory: The age of neo-empiricism. *The Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 1(1), 1-19.
- Habib, A. & Azim, I. (2008). Corporate Governance and the value-relevance of Accounting information Evidence from Australia. *Accounting Research Journal*, 21(2), 167-194.
- Ittonen, K. (2012). Market reactions to qualified audit reports: research approaches. *Accounting Research Journal*, 25(1), 8-24.
- Ji, H. (2018). The value relevance and reliability of intangible assets: Evidence from South Korea. *Global Business & Finance Review*, 23(2), 98-107.
- Juniarti, J., Helena, F., Novitasari, K. & Tjamdinate, W. (2018). The Value Relevance of IFRS Adoption in Indonesia. *Journal Akuntansi dan Keuangan*, 20(1), 13-19.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Keener, M. H. (2011). The relative value relevance of earnings and book value across industries. *Journal of Finance and Accountancy*, 6, 1.
- Kimouche, B. & Rouabhi, A. (2016). The impact of intangibles on the value relevance of accounting information: Evidence from French companies. *Intangible Capital*, 12(2), 506-529.
- Kumari, P. & Mishra, C. S. (2019). Value relevance of R&D reporting in India: significance of intangible intensity. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 17(3), 432-448.
- 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.
- Landau A., Rochell J., Kelein C. & Zwergel B. (2020). Integrated reporting of environmental, social, and governance and financial data: Does the market value integrated reports? *Bus Strat Env.*, 29, 1750-1763. <https://doi.org/10.1002/bse.2467>
- Lee, H.-L. & Lee, H. (2013). Do Big 4 audit firms improve the value relevance of earnings and equity?. *Managerial Auditing Journal*, 28(7), 628-646.
- Loppreville, S., Rupo, D. & Ricca, B. (2019). Dose the voluntary adoption of integrated reporting affect the value relevance of accounting information? Empirical evidence from Europe. *Int. J. Managerial and Financial Accounting*, 11(3/4), 238-268.
- Mass, K. & Sampers, P. (2020). The expected impacts of regulating non-financial reporting. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*. <https://doi.org/10.5117/mab.94.55973>
- Middleton, A. (2015). Value Relevance of firms' integral environmental performance: Evidence from Russia. *J. Account. Public Policy*, 34, 204-211.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Mirza, A., Malek, M. & Abdul-Hamid, M. A. (2019). Value relevance of financial reporting: Evidence from Malaysia. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1651623.
- Mishari, M. A. (2016). The role of audit quality in firm valuation Evidence from an emerging capital market with a joint audit requirement. *International Journal of Law and Management*, 58 (5), 575-598.
- Nakajima, Y., & Inaba, Y. (2022). Stock market reactions to voluntary integrated reporting. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 20(3/4), 516-541.
- Nambuge, D. (2022). Dose Macroeconomic Variables affect Stock Market?-The Case of Slovak Republic. *China-USA Business Review*, 21(1), 5-10.
- Nechita, E. (2021). The Value Relevance of Non-Financial Reporting in Determining the Market Value of Equity. *Audit Financiar*, XIX, Nr. 2(162), 320-336.
- Nidar, S. R. & Diwangsa, E.J. (2017). The Influence of Global Stock Index and the Economic Indicators of Stock Investment Decision by Foreign Investors in the Indonesian Stock Exchange. *Journal of Finance and Banking Review*, 2(1), 32-27.
- Oliveira, L., Rodrigues, L. L. & Craig, R. (2010). Intangible assets and value relevance: Evidence from the Portuguese stock exchange. *The British Accounting Review*. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2010.08.001>.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687
- Paolone, F., Tiscini, R. & Martiniello, L. (2020). Accounting and Value Relevance of Intangibles: A longitudinal Study in Italian Stock Exchange 2010-2018. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 16(5), 201-210.
- Pechlivanidis, E., Ginoglou, D. & Barmpoutis, P. (2022). Debt crisis, age and value relevance of goodwill: evidence from Greece. *International Journal of Accounting & Information Management*, 30(2), 189-210.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Permatasari, I. & Narsa, I. M. (2022). Sustainability reporting or integrated report: Which one is valuable for investors?. *Journal of Accounting & Organizational Change*. <https://doi.org/10.1108/JAOC-12-2020-0204>.
- Pervan, I. & Bartulovic, M. (2014). Value Relevance of accounting information: evidence from South Eastern European countries. *Economic Research-Ekonomska strazivanja*, 27(1), 181-190.
- Putra, I. G. S., Wiyuda, R. A. T. & Halim, R. A. (2021). The Effect of Macro-Economics Indicators on Share Prices in the Construction sub-sector and Building Company Listed in Indonesia Stock Exchange 2013-2018. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education*, 12(9), 107-113.
- Robu, M. A. & Robu, I. B. (2015). The influence of audit report on the relevance of accounting information reported by listed Romanian Companies. *Procedia Economics and Finance*, 20, 562-570.
- Saha, A. & Bose, S. (2017). The Value Relevance of Financial and Non-Financial Information: Evidence from Recent Academic Literature. In M.O. North and J.V. Akkeren (Eds.), *Value Relevance of Accounting Information in Capital Markets* (pp.220-245). <https://doi.org/10.4018/978-1-5225-1900-3.ch015>.
- Shah, R. U., Saleem, K. & Malik, F. (2020). Short Run and Long Run Association of Macro-Economic Indicators with Stock Market: Evidence from Pakistan Stock Market. *Global Social Sciences Review*, 5(1), 36-43.
- Shamki, D. (2013). The Influence of Economic Factors on the Value Relevance of Accounting Information in Jordan. *International Journal of Business and Management*, 8(6), 89-104.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Shamki, D. & Rahman, A. A. (2013). Dose financial disclosure influence the value relevance of accounting information?. *Education, Business and Society: Contemporary Middle Eastern Issues*, 6(3/4), 216-232.
- Tlili, M., Othman, H. B. & Hussainey, K. (2019). Dose integrated reporting enhance the the value relevance of organizational capital? Evidence from the South African context. *Journal of Intellectual Capital*, 20(5), 642-661.
- Umar, A. A., Dikki, A. C. & Yahaya, O. A. (2018). International Financial Reporting Standards and Financial Reporting Quality of Listed Insurance Firms in Nigeria. *Journal of Accounting and Management*, 1(1), 271-280.
- Utami, W. & Wahyuni, P. D. (2018). Forward-Looking Information Based on Integrated Reporting Perspective: Value Relevance Study in Indonesia Stock Exchanges. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 8(4), 1-12.
- Vafaie, A., Taylor, D. & Ahmed, K. (2011). The value relevance of Intellectual capital disclosures. *Journal of Intellectual Capital*, 12(3), 407-429.
- Veltri, S., & Silvestri, A. (2020). The value relevance of corporate financial and nonfinancial information provided by the integrated report: A systematic review. *Business Strategy and the Environment*, 29(8), 3038-3054.
- Vijitha, P. & Nimalathasan, B. (2014). Value relevance of accounting information and share price: A study of listed manufacturing companies in Sri Lanka. *Merit Research Journal of Business and Management*, 2(1), 1-6.

ไม่มีเนื้อหาจากต้นฉบับ



ประวัติการศึกษาและการทำงาน

ชื่อ นามสกุล นายพิเชษฐ์ สิทธิโชคสกุลชัย
 วัน เดือน ปีเกิด 20 ตุลาคม 2524
 ภูมิลำเนา เขตป้อมปราบศัตรูพ่าย กรุงเทพมหานคร
 ประวัติการศึกษา

วุฒิการศึกษา	ชื่อสถาบัน	ปีที่สำเร็จการศึกษา
บริหารธุรกิจบัณฑิต (การบัญชี) เกียรตินิยมอันดับ 1	มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช	2547
บัญชีมหาบัณฑิต	มหาวิทยาลัยรังสิต	2551
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต	มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช	2553

ตำแหน่งและสถานที่ทำงานปัจจุบัน

อาจารย์ประจำสาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช

ทุนการศึกษา

ทุนพระราชทานตามอัตรจากสมเด็จพระนางเจ้าสิริกิติ์ พระบรมราชินีนาถ (พ.ศ. 2543 – 2546)
 ทุนเรียนดี ดร.อาทิตย์ อุไรรัตน์ (พ.ศ. 2550 – 2551)