

ความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และกระแสเงินสด
จากการดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนไทย
ในช่วงสถานการณ์ COVID-19

Value Relevance of Book Value, Accounting Earnings and Operating Cash
Flows in Explaining Security Prices of Thai Listed Companies
During the COVID-19 Situation

¹ยศวินกาญจน์ กอบกาญจนพฤติ (Yodsawinkan Kobkanjanapued)

²ภัทรณัชชา โชติคุณากิตติ (Phatnatcha Chotkunakitti)

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต (Faculty of Accountancy, Rangsit University)

Email: Yodsawinkan.k@rsu.ac.th

Received March 22, 2021; Revised April 7, 2021; Accepted May 15, 2021

Abstract

The objectives of this research are to study, compare and test the difference of the value relevance of book value, accounting earnings, and operating cash flows in explaining security prices between before and during the Coronavirus Disease 2019 situation. The study periods are from the 1st quarter of 2019 to the 3rd quarter of 2020. Totally 350 companies are included in the study. Descriptive statistics, correlation analysis, regression analysis, and differential analysis are used in the data analysis. Research results show that during the COVID-19 situation book value has the highest value relevance with security price, followed by cash flow from operation and accounting earnings. Whereas, before the COVID-19 situation, accounting earnings has the highest value relevance, followed by book value and cash flow from operation. When considering the incremental value relevance of the accounting information, it can be confirmed that the value relevance of accounting earnings declines, whereas the value relevance of operating cash flow increases and higher than accounting earnings. In addition, the results of the differential analysis conclude that the COVID-19 situation has an impact on the value relevance of book value, accounting earnings, and cash flow from the operation of Thai listed companies to differ from the pre-situation.

Keywords: book value; accounting earnings; operating cash flows; security price; COVID-19

บทคัดย่อ

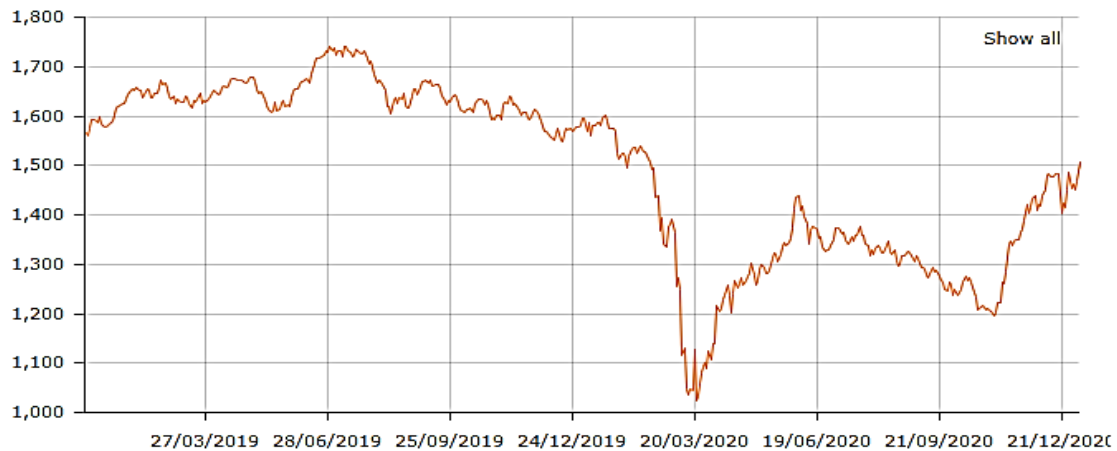
งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา เปรียบเทียบและทดสอบความแตกต่างของความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงก่อนและช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID-19 ช่วงเวลาที่ศึกษาตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 2562 ถึง ไตรมาสที่ 3 ปี 2563 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษามีทั้งสิ้น 350 บริษัท สถิติที่ใช้ ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ และการวิเคราะห์ความแตกต่าง ผลการวิจัยพบว่าในช่วงก่อนการเกิดสถานการณ์ COVID-19 กำไรทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมาคือมูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ในขณะที่ช่วงการเกิดสถานการณ์ COVID-19 มูลค่าตามบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมาคือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกำไรทางบัญชี เมื่อพิจารณาความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มสามารถยืนยันได้ว่ากำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องลดลง ขณะที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องเพิ่มขึ้นและมากกว่ากำไรทางบัญชี นอกจากนี้ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างทำให้สรุปได้ว่าการเกิดสถานการณ์ COVID-19 ส่งผลให้ความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแตกต่างไปจากเดิม

คำสำคัญ: มูลค่าตามบัญชี; กำไรทางบัญชี; กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน; ราคาหลักทรัพย์; โควิด-19

บทนำ

สถานการณ์ที่เกิดขึ้นในประเทศไทยเมื่อเดือนมกราคม ปี พ.ศ. 2563 พบผู้ติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-19) เป็นรายแรกซึ่งเป็นหญิงชาวจีนเดินทางมาท่องเที่ยวประเทศไทย ต่อมาพบผู้ติดเชื้อไวรัสเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ โดยในช่วงเดือนมีนาคมประเทศไทยพบผู้เสียชีวิตจากเชื้อ COVID-19 เป็นรายแรกและเป็นเดือนที่มีการพบผู้ติดเชื้อ COVID-19 สูงถึง 1,609 รายและมียอดสะสมผู้ติดเชื้ออยู่ที่ 1,651 ราย (Department of Disease Control (DDC), 2020) ทำให้ในเดือนมีนาคมรัฐบาลได้ใช้มาตรการอย่างเข้มข้นโดยมีนโยบายให้ปิดสถานที่ที่มีคนมารวมตัวกันเป็นการชั่วคราว ได้แก่ สถาบันการศึกษา สถาบันกวดวิชา ร้านอาหาร ผับ สถานบันเทิง สถานบริการ นวดแผนโบราณ และโรงแรมสรรพ ในพื้นที่กรุงเทพมหานครและปริมณฑลและให้ปิดสนามมวย สนามกีฬา สนามม้าจนกว่าสถานการณ์จะคลี่คลาย และในเดือนมีนาคมรัฐบาลได้ประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินในทุกเขตท้องที่ทั่วราชอาณาจักร (Thaigov, 2020; Wikipedia, 2020) จากเหตุการณ์ในเดือนมีนาคมส่งผลให้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ลดลงต่ำสุดในรอบปีอยู่ที่ 1,024.46 จุด ลดลงถึง 571.36 จุด จาก 1,595.82 จุดของ SET Index ในเดือนมกราคม 2563 แสดงได้ดังรูปภาพที่ 1 จากการลดลงอย่างรุนแรงของ SET Index ตามเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ประกาศเซอร์กิตเบรกเกอร์ (หยุดการซื้อขายเป็นการชั่วคราว) 3 ครั้งในรอบเดือนมีนาคม เนื่องจากนักลงทุนเป็นกังวลต่อสถานการณ์ COVID-19 และบริษัทจดทะเบียนก็มีการปรับลดกำไรเนื่องจากสถานการณ์ COVID-19 ส่งผลต่อการดำเนินธุรกิจเป็นอย่างมาก (Efinancethai, 2020; Thaipost, 2020) ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่าสถานการณ์ COVID-19 ถูกริเสธเศรษฐกิจของประเทศไทย

ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



รูปภาพที่ 1 กราฟแสดงดัชนีราคาหลักทรัพย์ในช่วงปี 2562 ถึงปี 2563

ที่มา: SET. Historical Chart. Retrieved from <https://www.set.or.th/th/market/setindexchart.html>

งานวิจัยในอดีตได้ศึกษาความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในช่วงวิกฤตการณ์ต่าง ๆ โดยการศึกษาของ Graham, King and Bailes (2000) พบว่าเมื่อประเทศไทยมีการลดค่าเงินบาทเนื่องจากวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 ส่งผลให้ความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปจากเดิม ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรทางบัญชีลดลงค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับในช่วงก่อนการลดค่าเงินบาท สอดคล้องกับ Ho, Liu and Sohn (2001) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในเกาหลีพบว่าความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรทางบัญชีลดลงแต่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้นในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ (ปี 2540-2541) เมื่อเทียบกับก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ (ปี 2538-2539) แต่ขัดแย้งกับ Devalle (2012) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในยุโรปพบว่าความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีเพิ่มขึ้นในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ (ปี 2551-2552) เมื่อเทียบกับก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ (ปี 2549-2550) และ Bepari, Rahman and Mollik (2013) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในออสเตรเลียพบว่าความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรเพิ่มขึ้นแต่ความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานลดลงในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ (ปี 2551-2552) เมื่อเทียบกับก่อนการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (ปี 2547-2550)

จากวรรณกรรมในอดีตแสดงให้เห็นว่าวิกฤตเศรษฐกิจจะส่งผลกระทบต่อการใช้ประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุน การวิจัยครั้งนี้จึงสนใจศึกษาความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนไทยในช่วงสถานการณ์ COVID-19 เนื่องจากสถานการณ์ COVID-19 ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและส่งผลกระทบต่อการทำงานของธุรกิจต่าง ๆ อาจทำให้ความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีที่ใช้ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์แตกต่างไปจากเดิม

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาและเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ใช้ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในช่วงก่อนและช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID-19
2. เพื่อทดสอบความแตกต่างของความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในช่วงก่อนและช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID-19

ขอบเขตการวิจัย

การวิจัยนี้ศึกษาเฉพาะข้อมูลมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ศึกษาในช่วงไตรมาสที่ 1 ถึง 4 ปี พ.ศ. 2562 คือช่วงก่อนสถานการณ์ COVID-19 และไตรมาสที่ 1 ถึงไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2563 คือช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID-19 รวมทั้งสิ้น 7 ไตรมาสเท่านั้น โดยการศึกษาที่มีข้อจำกัดของงานวิจัยคือ ไม่มีไตรมาสที่ 4 ของปี พ.ศ.2563 เนื่องจากงบการเงินในไตรมาสที่ 4 ของปี 2563 ยังไม่ถูกเผยแพร่ต่อสาธารณะจึงไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ และงานวิจัยนี้ไม่ได้คำนึงถึงตัวแปรควบคุม

ทบทวนวรรณกรรม

การศึกษาค้นคว้าเกี่ยวกับข้อมูลทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์อยู่ภายใต้ทฤษฎีสมมติฐานตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ โดย Fama (1970) ได้แบ่งประเภทของสมมติฐานที่เกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาด ออกเป็น 3 ระดับ ระดับแรก คือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak Form Efficient Market Hypothesis) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลตลาดที่เกี่ยวข้องกับราคาและข้อมูลการซื้อขายของหลักทรัพย์ทั้งหมดในอดีต ระดับที่สองคือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (Semi-Strong Form Efficient Market Hypothesis) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะปรับตัวทันทีต่อข้อมูลสาธารณะทั้งหมด และระดับที่สามคือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong Form Efficient Market Hypothesis) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลทั้งหมดทั้งที่เป็นข้อมูลสาธารณะและข้อมูลส่วนบุคคลที่ไม่ได้เปิดเผยต่อสาธารณะอย่างเต็มที่

ตัวแบบที่นิยมใช้ในการศึกษาค้นคว้าเกี่ยวกับการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีคือแบบจำลองของ Ohlson (1995) (Barth, Beaver & Landsman, 2001) เป็นแบบจำลองที่พบว่ามูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ (Zainal, Ibrahim, Kamarudin & Kaur, 2009; Yutian & Visedsun, 2014; Phakdee & Srijunpetch, 2020 and Kobkanjanapued, 2020) นอกจากนี้มีงานวิจัยที่ผ่านมาได้ประยุกต์ใช้แบบจำลองของ Ohlson (1995) โดยเพิ่มกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเข้าไปรวมทดสอบซึ่งพบว่ามูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ (Kwon, 2009; Andriantomo & Yudianti, 2013; Chandrapala, 2013; Mostafa, 2016; Der, Polak & Masri, 2016 and Acaranupong, 2017)

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่ศึกษาค้นคว้าเกี่ยวกับข้อมูลทางบัญชีที่ใช้ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจเพื่อทดสอบความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีที่ใช้ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในช่วงก่อนและช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ Graham et al. (2000) and Ho et al. (2001) พบว่าความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีที่ใช้ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในช่วงก่อนและช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจมีความแตกต่างกัน โดยมูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ลดลง นอกจากนี้ Ho et al. (2001) ยังพบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ แตกต่างจากงานวิจัยของ Devalle (2012) and Bepari et al. (2013) ที่พบว่าในช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจมูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นแต่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ลดลง

จากการเกิดจากสถานการณ์ COVID-19 ที่นำมาสู่วิกฤตเศรษฐกิจของประเทศไทยในปี 2563 จะส่งผลต่อความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานให้เปลี่ยนแปลงไปอย่างไรระหว่างช่วงก่อนและช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID-19 โดยการศึกษาจะทำการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์เชิงพหุของการกำหนดที่ปรับแล้ว (Adjusted R²) จากนั้นจะใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่ม (Incremental Value Relevance) ของ Collins, Maydew and Weiss (1997), Graham et al. (2000) และ Der et al. (2016) และทำการวิเคราะห์ความแตกต่างของตัวแบบจำลองระหว่างช่วงก่อนและช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID-19 ด้วยสถิติ Chow test ตามวิธีการวิจัยของ Graham et al. (2000) เพื่อยืนยันผลการวิจัยว่าสถานการณ์ COVID-19 จะส่งผลให้ความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานแตกต่างไปจากเดิม ดังนั้นจึงกำหนดสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

H1: มูลค่าตามบัญชีมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในช่วงเกิดสถานการณ์ COVID-19 แตกต่างจากช่วงก่อนการเกิดสถานการณ์ COVID-19

H2: กำไรทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในช่วงเกิดสถานการณ์ COVID-19 แตกต่างจากช่วงก่อนการเกิดสถานการณ์ COVID-19

H3: กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในช่วงเกิดสถานการณ์ COVID-19 แตกต่างจากช่วงก่อนการเกิดสถานการณ์ COVID-19

H4: มูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในช่วงเกิดสถานการณ์ COVID-19 แตกต่างจากช่วงก่อนการเกิดสถานการณ์ COVID-19

H5: มูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในช่วงเกิดสถานการณ์ COVID-19 แตกต่างจากช่วงก่อนการเกิดสถานการณ์ COVID-19

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2562 ถึงไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2563 โดยมีวิธีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจงเฉพาะตามลักษณะที่กำหนดดังตารางที่ 1

ตาราง 1 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษา

เกณฑ์การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษา	จำนวนบริษัท
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	604
หัก บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กองทรัสต์เพื่อการลงทุน และหมวดบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน	96
บริษัทที่มีมูลค่าตามบัญชีติดลบ	9
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	133
บริษัทที่มีข้อมูลผิดปกติ	16
จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น	350

จากการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างมีจำนวนทั้งสิ้น 350 บริษัท ในกรณีที่ทำการวิเคราะห์แบบรวมไตรมาส (7 ไตรมาส) จะได้จำนวนตัวอย่างในการวิเคราะห์ 2,450 ตัวอย่าง

ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้ได้กำหนดตัวแบบจำลองตามงานวิจัยของ Der et al. (2016) ประยุกต์ใช้ตัวแบบจำลองของ Ohlson (1995) โดยนำกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพิ่มเข้าไปในตัวแบบที่ศึกษาเนื่องจากมีงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ (Kwon, 2009; Andriantomo & Yudianti, 2013; Chandrapala, 2013; Mostafa, 2016; Der, Polak & Masri, 2016 and Acaranupong, 2017) ดังนั้นตัวแบบจำลองในการศึกษาครั้งนี้จะทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ซึ่งแสดงได้ 5 ตัวแบบจำลองดังนี้

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

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

$$P_{it} = \beta_1 + \beta_2 CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots(3)$$

$$P_{it} = \beta_1 + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 EPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots(4)$$

$$P_{it} = \beta_1 + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots(5)$$

โดยที่ P_{it} คือ ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลา $t+2$ เดือนสำหรับไตรมาส 1 ถึง 3 และ ณ เวลา $t+3$ เดือนสำหรับไตรมาส 4 นับจากวันสิ้นงวด BV_{it} คือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัท i ณ เวลา t EPS_{it} คือ กำไรต่อหุ้นของบริษัท i ณ เวลา t และ CFO_{it} คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นของบริษัท i ณ เวลา t

ทั้งนี้ข้อมูลมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานจะใช้มูลค่าต่อหุ้นในการวิเคราะห์

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลสำหรับการศึกษานี้ ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) โดยผลการวิเคราะห์จะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์เชิงพหุของการกำหนดที่ปรับแล้ว (Adjusted R^2) และระดับนัยสำคัญของค่าสัมประสิทธิ์บางส่วนของสมการถดถอย (Partial Regression Coefficients) ของตัวแปรอิสระ

การวิเคราะห์ความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่ม (Incremental Value Relevance) ของมูลค่าทางบัญชี โดยการวิเคราะห์นี้จะพิจารณาจากการนำค่า Adjusted R^2 ของตัวแบบที่ใช้ในการศึกษามาคำนวณหาค่า Adjusted R^2 ส่วนเพิ่ม (Collins, et al., 1997; Graham & King, 2000; Graham et al., 2000; Der et al., 2016; Phakdee & Srijunpetch, 2020 and Kobkanjanapued, 2020) ซึ่งจะแสดงถึงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มของแต่ละข้อมูลทางบัญชี ได้แก่ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นในช่วงก่อนและช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID-19 วิธีการคำนวณหาความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มมีดังนี้

1. ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Adjusted $R^2_{IBV(BV\&EPS)}$)

$$\text{คำนวณจาก } Adjusted R^2_{BV\&EPS} - Adjusted R^2_{EPS} = Adjusted R^2_{IBV(BV\&EPS)}$$

2. ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มของกำไรต่อหุ้น (Adjusted R^2_{IEPS})

$$\text{คำนวณจาก } Adjusted R^2_{BV\&EPS} - Adjusted R^2_{BV} = Adjusted R^2_{IEPS}$$

3. ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Adjusted $R^2_{IBV(BV\&CFO)}$)

$$\text{คำนวณจาก } Adjusted R^2_{BV\&CFO} - Adjusted R^2_{CFO} = Adjusted R^2_{IBV(BV\&CFO)}$$

4. ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น

$$(\text{Adjusted } R^2_{\text{ICFO}}) \text{ คำนวณจาก } \text{Adjusted } R^2_{\text{BV\&CFO}} - \text{Adjusted } R^2_{\text{BV}} = \text{Adjusted } R^2_{\text{ICFO}}$$

การวิเคราะห์ความแตกต่างด้วย Chow test สำหรับผลการทดสอบ Chow test ที่มีนัยสำคัญจะแสดงให้เห็นถึงความแตกต่างของความสามารถในการอธิบายตัวแปรตามของสมการถดถอย (Graham et al., 2000) ซึ่งการวิเคราะห์ความแตกต่างด้วย Chow test จะทำการทดสอบจำนวน 6 ไตรมาส แบ่งเป็นไตรมาสที่ 1 ถึง 3 ของปี 2562 เป็นกลุ่มที่อยู่ในสถานการณ์ปกติ ($n = 1,050$) ส่วนไตรมาสที่ 1 ถึง 3 ของปี 2563 เป็นกลุ่มที่อยู่ในสถานการณ์ COVID-19 ($n = 1,050$)

ผลการวิจัย

คุณลักษณะของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาสามารถแสดงผลด้วยสถิติเชิงพรรณนาดังในตารางที่ 2 และผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพียร์สันแสดงในตารางที่ 3

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ราคาหลักทรัพย์	2,450	0.010	86.000	8.338	12.026
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น	2,450	0.002	103.371	5.719	8.766
กำไรต่อหุ้น	2,450	-28.013	4.899	0.091	0.658
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น	2,450	-7.235	9.468	0.446	1.101

จากตารางที่ 2 จำนวนตัวอย่างในการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนามีทั้งสิ้น 2,450 ตัวอย่าง โดยราคาหลักทรัพย์มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.010 บาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 86.000 บาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.338 บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 12.026 มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.002 บาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 103.371 บาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 5.719 บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 8.766 กำไรต่อหุ้นมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -28.013 บาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 4.899 บาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.091 บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.658 กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -7.235 บาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 9.468 บาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.446 บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.101

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation)

ตัวแปร	มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น	กำไรต่อหุ้น	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น
ราคาหลักทรัพย์	0.636***	0.242***	0.473***
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น		0.011	0.470***
กำไรต่อหุ้น			0.185***

*** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

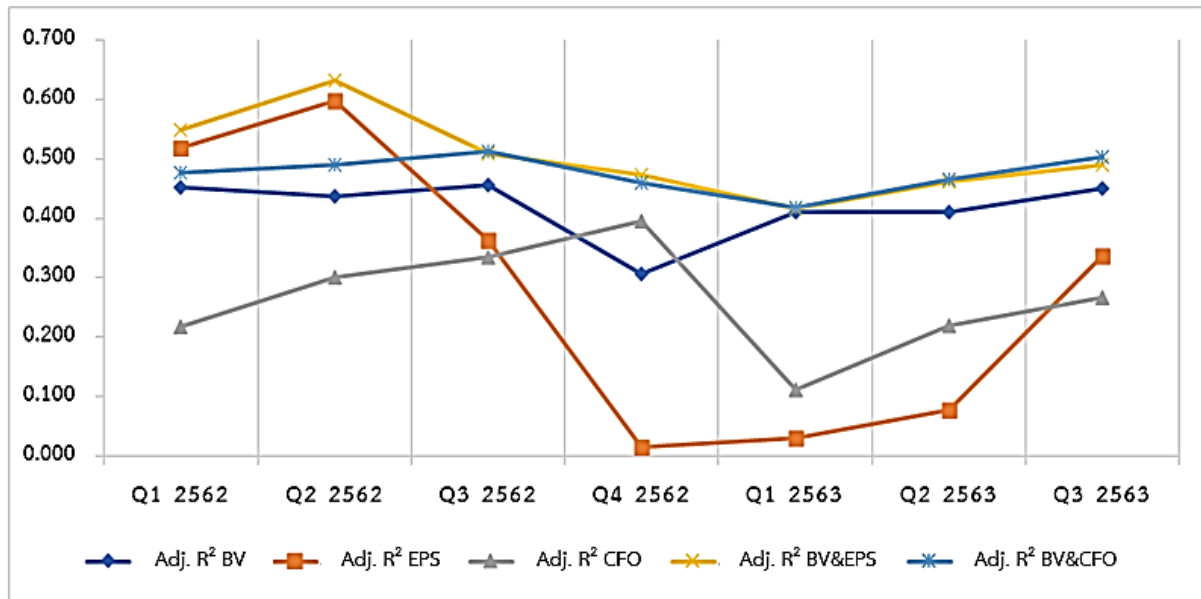
จากตารางที่ 3 พบว่าราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.01$) โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.636 0.242 และ 0.473 ตามลำดับ มูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.01$) โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.470 และกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.01$) โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.185

ทั้งนี้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่คำนวณได้ของตัวแปรอิสระที่ศึกษามีค่าไม่เกิน 0.800 จึงไม่เกิดปัญหา Multicollinearity หรือไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Kumari, 2008)

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ความเกี่ยวข้องในการอธิบายรายได้อัตราการบริโภคส่วนบุคคลทางบัญชี

Quarter	Model 1 $P_{it} = \beta_1 + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$		Model 2 $P_{it} = \beta_1 + \beta_2 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$		Model 3 $P_{it} = \beta_1 + \beta_2 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$		Model 4 $P_{it} = \beta_1 + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$				Model 5 $P_{it} = \beta_1 + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$			
	Adj R ² (DW)	β_2 (t-test)	Adj R ² (DW)	β_2 (t-test)	Adj R ² (DW)	β_2 (t-test)	Adj R ² (DW)	β_2 (t-test)	β_3 (t-test)	VIF	Adj R ² (DW)	β_2 (t-test)	β_3 (t-test)	VIF
Q1 2562 (n = 350)	0.452 (1.945)	1.069 (16.998)***	0.518 (2.041)	34.961 (19.386)***	0.218 (2.074)	10.615 (9.900)***	0.548 (1.988)	0.452 (4.956)***	24.186 (8.675)***	2.552	0.477 (1.990)	0.926 (13.160)***	4.174 (4.157)***	1.311
Q2 2562 (n = 350)	0.437 (1.962)	1.049 (16.489)***	0.598 (1.986)	48.436 (22.815)***	0.301 (2.057)	8.103 (12.311)***	0.632 (2.010)	0.403 (5.757)***	37.649 (13.625)***	1.851	0.489 (2.014)	0.816 (11.343)***	4.026 (6.027)***	1.408
Q3 2562 (n = 350)	0.456 (1.908)	1.020 (17.133)***	0.364 (2.050)	27.691 (14.156)***	0.335 (2.025)	5.760 (13.300)***	0.509 (1.970)	0.739 (10.222)***	13.703 (6.241)***	1.635	0.513 (1.974)	0.771 (11.321)***	2.899 (6.462)***	1.465
Q4 2562 (n = 350)	0.306 (1.939)	0.537 (12.456)***	0.014 (1.928)	0.833 (2.460)**	0.396 (2.081)	4.137 (15.168)***	0.473 (1.957)	0.725 (17.423)***	2.886 (10.522)***	1.226	0.459 (2.050)	0.291 (6.403)***	3.062 (9.936)***	1.423
Q1 2563 (n = 350)	0.410 (1.947)	0.845 (15.620)***	0.030 (1.946)	3.793 (3.430)***	0.112 (1.986)	5.611 (6.725)***	0.417 (1.961)	0.828 (15.227)***	1.897 (2.190)**	1.021	0.418 (1.975)	0.791 (13.557)***	1.732 (2.361)**	1.179
Q2 2563 (n = 350)	0.411 (1.863)	0.822 (15.633)***	0.077 (1.844)	9.726 (5.487)***	0.219 (1.896)	5.596 (9.934)***	0.461 (1.776)	0.796 (15.766)***	7.830 (5.756)***	1.008	0.466 (1.894)	0.692 (12.722)***	3.068 (6.057)***	1.182
Q3 2563 (n = 350)	0.451 (1.911)	0.915 (16.954)***	0.336 (1.923)	23.204 (13.326)***	0.267 (1.928)	4.475 (11.314)***	0.489 (1.902)	0.692 (10.268)***	10.313 (5.217)***	1.676	0.504 (1.932)	0.749 (12.958)***	2.281 (6.221)***	1.271
Pooled (n = 2,450)	0.428 (1.910)	0.951 (53.638)***	0.094 (1.942)	6.826 (20.020)***	0.256 (1.922)	5.693 (36.423)***	0.475 (1.926)	0.906 (52.826)***	4.881 (18.617)***	1.020	0.471 (1.917)	0.777 (39.594)***	2.712 (17.871)***	1.326

***significant level at 0.01, **significant level at 0.05



รูปภาพที่ 2 กราฟแสดงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชี

จากตารางที่ 4 มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Model 1) ผลการวิเคราะห์แบบรวม (Pooled data) พบว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ค่า Adjusted R² เท่ากับ 42.80% เมื่อพิจารณารายไตรมาส พบว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์สูงสุดอยู่ไตรมาสที่ 3 ในปี 2562 ค่า Adjusted R² เท่ากับ 45.60% และค่าต่ำสุดอยู่ในไตรมาส 4 ในปี 2562 ค่า Adjusted R² เท่ากับ 30.60% นอกจากนี้เมื่อพิจารณาค่า Coefficients (β_2) ในทุกไตรมาสพบว่ามีความเป็นบวกแสดงให้เห็นว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

กำไรต่อหุ้น (Model 2) ผลการวิเคราะห์แบบรวม (Pooled data) พบว่ากำไรต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ค่า Adjusted R² เท่ากับ 9.40% เมื่อพิจารณารายไตรมาสพบว่ากำไรต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์สูงสุดอยู่ไตรมาสที่ 2 ในปี 2562 ค่า Adjusted R² เท่ากับ 59.80% และค่าต่ำสุดอยู่ในไตรมาส 4 ในปี 2562 ค่า Adjusted R² เท่ากับ 1.40% นอกจากนี้เมื่อพิจารณาค่า Coefficients (β_2) ในทุกไตรมาสพบว่ามีความเป็นบวกแสดงให้เห็นว่ากำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (Model 3) ผลการวิเคราะห์แบบรวม (Pooled data) พบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ค่า Adjusted R² เท่ากับ 25.60% เมื่อพิจารณารายไตรมาสพบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์สูงสุดอยู่ไตรมาสที่ 4 ในปี 2562 ค่า Adjusted R² เท่ากับ 39.60% และค่าต่ำสุดอยู่ในไตรมาส 1 ในปี 2563 ค่า Adjusted R² เท่ากับ 11.20% นอกจากนี้เมื่อพิจารณาค่า Coefficients (β_2) ในทุกไตรมาสพบว่ามีความเป็นบวกแสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้น (Model 4) ผลการวิเคราะห์แบบรวม (Pooled data) พบว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ร่วมกัน ค่า Adjusted R² เท่ากับ 47.50% เมื่อพิจารณารายไตรมาสพบว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

รวมกันสูงสุดอยู่ไตรมาสที่ 2 ในปี 2562 ค่า Adjusted R² เท่ากับ 63.20% และค่าต่ำสุดอยู่ในไตรมาส 1 ในปี 2563 ค่า Adjusted R² เท่ากับ 41.70% นอกจากนี้เมื่อพิจารณาค่า Coefficients (β_2 และ β_3) ในทุกไตรมาสพบว่ามีค่าเป็นบวก แสดงให้เห็นว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (Model 5) ผลการวิเคราะห์แบบรวม (Pooled data) พบว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์รวมกัน ค่า Adjusted R² เท่ากับ 47.10% เมื่อพิจารณารายไตรมาสพบว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์รวมกันสูงสุดอยู่ไตรมาสที่ 3 ในปี 2562 ค่า Adjusted R² เท่ากับ 51.30% และค่าต่ำสุดอยู่ในไตรมาส 1 ในปี 2563 ค่า Adjusted R² เท่ากับ 41.80% นอกจากนี้เมื่อพิจารณาค่า Coefficients (β_2 และ β_3) ในทุกไตรมาสพบว่ามีค่าเป็นบวกแสดงให้เห็นว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

ดังนั้น เมื่อพิจารณาจากตารางที่ 4 และรูปภาพที่ 2 จะสังเกตได้ว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Model 1) และกำไรต่อหุ้น (Model 2) มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ลดลงอย่างเห็นได้ชัดในไตรมาสที่ 4 ในปี 2562 แต่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (Model 3) มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ซึ่งเมื่อพิจารณากำไรต่อหุ้นพบว่ามีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์น้อยกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น ทั้งนี้ข้อมูลทางบัญชีของไตรมาสที่ 4 ในปี 2562 จะเผยแพร่ภายใน 3 เดือนหลังวันสิ้นงวดของปี 2563 ซึ่งในช่วงเดือนมกราคมถึงเดือนมีนาคม ปี 2563 ประเทศไทยประสบปัญหาพบผู้ติดเชื้อ COVID-19 ภายในประเทศซึ่งอาจทำให้นักลงทุนใช้ประโยชน์จากมูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีในการตัดสินใจลงทุนลดลง แต่เมื่อเข้าสู่ไตรมาสที่ 2 และไตรมาสที่ 3 ในปี 2563 พบว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับไตรมาสที่ 4 ในปี 2562 และไตรมาสที่ 1 ในปี 2563 นอกจากนี้ในไตรมาสที่ 3 พบว่ากำไรต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นและมากกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น เนื่องจากในไตรมาสที่ 3 ในปี 2563 สถานการณ์ COVID-19 ในประเทศไทยเริ่มดีขึ้นโดยพบผู้ติดเชื้อ COVID-19 ในประเทศลดลง และเมื่อพิจารณาความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้น (Model 4) กับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (Model 5) ในไตรมาสที่ 4 ในปี 2562 พบว่าความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ลดลงเช่นเดียวกับ Model 1 Model 2 และ Model 3 แต่เมื่อสถานการณ์ COVID-19 ในประเทศไทยดีขึ้นในช่วงไตรมาสที่ 2 และไตรมาสที่ 3 ในปี 2563 พบว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้น (Model 4) กับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (Model 5) มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับไตรมาสที่ 4 ในปี 2562 และไตรมาสที่ 1 ในปี 2563

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีและผลการวัดราคาความแตกต่างช่วงก่อนและช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID-19

Quarter	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4			Model 5				
	$P_{it} = \beta_1 + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$		$P_{it} = \beta_1 + \beta_2 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$		$P_{it} = \beta_1 + \beta_2 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$		$P_{it} = \beta_1 + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$			$P_{it} = \beta_1 + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$				
	Adj R ² (DW)	β_2 (t-test)	Adj R ² (DW)	β_2 (t-test)	Adj R ² (DW)	β_2 (t-test)	Adj R ² (DW)	β_2 (t-test)	β_3 (t-test)	VIF	Adj R ² (DW)	β_2 (t-test)	β_3 (t-test)	VIF
Pre-COVID19 (n = 1,050)	0.449 (1.936)	1.046 (29.234)***	0.475 (2.037)	35.157 (30.802)***	0.257 (2.003)	6.849 (19.078)***	0.547 (1.994)	0.580 (12.933)***	22.087 (15.079)***	1.908	0.486 (1.969)	0.868 (21.600)***	3.031 (8.733)***	1.350
Compare	Adjusted R ² of EPS > BV > CFO													
During-COVID19 (n = 1,050)	0.425 (1.905)	0.861 (27.856)***	0.091 (1.926)	8.554 (10.279)***	0.197 (1.928)	4.822 (16.080)***	0.446 (1.904)	0.812 (25.949)***	4.296 (6.413)***	1.064	0.465 (1.937)	0.745 (22.900)***	2.371 (8.869)***	1.191
Compare	Adjusted R ² of BV > CFO > EPS													
Chow Test Results: F	11.615		169.534		14.178		45.690			8.396				
p-value	0.000		0.000		0.000		0.000			0.000				
Hypothesis	Accept H1		Accept H2		Accept H3		Accept H4			Accept H5				

***significant level at 0.01

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มของข้อมูลทางบัญชีระหว่างช่วงก่อนและช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID-19

Quarter	Incremental Book Value (BV&EPS)	Incremental Book Value (BV&CFO)	Incremental Earnings	Incremental Cash Flow
Pre – COVID19	0.072	0.229	0.098	0.037
During – COVID19	0.355	0.268	0.021	0.040
Compare	During > Pre	During > Pre	Pre > During	During > Pre

ตารางที่ 5 ได้ทำการเปรียบเทียบข้อมูลทางบัญชีในแต่ละตัวแบบการศึกษาในช่วงก่อนการเกิดสถานการณ์ COVID-19 พบว่ากำไรต่อหุ้น (Model 2) มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากที่สุด (47.50%) รองลงมาคือมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Model 1) (44.90%) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (Model 3) มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์น้อยที่สุด (25.70%) สำหรับ Model 4 และ Model 5 พบว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้น (Model 4) มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ (54.70%) มากกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (Model 5) (48.60%) ส่วนในช่วงการเกิดสถานการณ์ COVID-19 พบว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Model 1) มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากที่สุด (42.50%) รองลงมาคือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (Model 3) (19.70%) และกำไรต่อหุ้น (Model 2) มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์น้อยที่สุด (9.10%) สำหรับ Model 4 และ Model 5 พบว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น (Model 5) มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ (46.50%) มากกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้น (Model 4) (44.60%) ทั้งนี้เมื่อพิจารณาค่า Coefficients ทุก Model ที่ใช้ในการศึกษาพบว่ามีความเป็นบวก แสดงให้เห็นว่าข้อมูลทางบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

ผลการวิเคราะห์ความแตกต่าง (Chow test) ในตารางที่ 5 พบว่าความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีที่ใช้ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในช่วงเกิดสถานการณ์ COVID-19 มีความแตกต่างกันกับช่วงก่อนการเกิดสถานการณ์ COVID-19 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้ง 5 Model ที่ใช้ในการศึกษา โดย Model 1 (มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น) ค่าสถิติ F เท่ากับ 11.615 ค่า p-value เท่ากับ 0.000 Model 2 (กำไรต่อหุ้น) ค่าสถิติ F เท่ากับ 169.534 ค่า p-value เท่ากับ 0.000 Model 3 (กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น) ค่าสถิติ F เท่ากับ 14.178 ค่า p-value เท่ากับ 0.000 Model 4 (มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้น) ค่าสถิติ F เท่ากับ 45.690 ค่า p-value เท่ากับ 0.000 และ Model 5 (มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้น) ค่าสถิติ F เท่ากับ 8.396 ค่า p-value เท่ากับ 0.000 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 1 – 5

ตารางที่ 6 แสดงผลการวิเคราะห์ความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มของข้อมูลทางบัญชี พบว่าความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Model 4) ในช่วงการเกิดสถานการณ์ COVID-19 เพิ่มขึ้นจาก 7.20% เป็น 35.50% ขณะที่กำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่ม ลดลงจาก 9.80% เหลือ 2.10% ในส่วนของความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Model 5) ในช่วงการเกิดสถานการณ์ COVID-19 เพิ่มขึ้นจาก 22.90% เป็น 26.80% และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่ม เพิ่มขึ้นจาก 3.70% เป็น 4.00%

ทั้งนี้ผลการทดสอบข้อตกของเบื้องต้นของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบพหุในตารางที่ 4 และตารางที่ 5 พบว่าค่า VIF มีค่าไม่เกิน 10 แสดงให้เห็นว่าไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ค่า Durbin-Watson อยู่ระหว่าง 1.5 – 2.5 แสดงให้เห็นว่าค่าความคลาดเคลื่อนไม่มีความสัมพันธ์กัน (Tabachnick & Fidell, 2013; Hair, Black, Babin & Anderson, 2014)

อภิปรายผล

ผลการวิจัยพบว่ามูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต (Zainal et al., 2009; Kwon, 2009; Andriantomo & Yudianti, 2013;

Chandrapala, 2013; Yutian & Visedsun, 2014; Mostafa, 2016; Der et al., 2016; Acaranupong, 2017; Phakdee & Srijunpetch, 2020 and Kobkanjanapued, 2020) เมื่อพิจารณาในช่วงก่อนการเกิดสถานการณ์ COVID-19 พบว่ากำไรทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมาคือมูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ส่วนในช่วงการเกิดสถานการณ์ COVID-19 พบว่ามูลค่าตามบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมาคือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกำไรทางบัญชี ซึ่งผลการศึกษายังแสดงให้เห็นว่ามูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องร่วมกันในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่ามูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีที่ใช้ร่วมกัน เมื่อพิจารณาความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มสามารถยืนยันได้ว่ากำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องลดลง ขณะที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นและมากกว่ากำไรทางบัญชี และผลการวิเคราะห์ความแตกต่างทำให้สรุปได้ว่าการเกิดสถานการณ์ COVID-19 ส่งผลให้ความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแตกต่างไปจากเดิม สอดคล้องกับ Graham, et al. (2000) and Ho et al. (2001) ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่าเมื่อเกิดเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างเช่นสถานการณ์ COVID-19 นักลงทุนจะลดบทบาทของการใช้ประโยชน์จากข้อมูลกำไรทางบัญชี เนื่องจากผลการดำเนินงานของธุรกิจได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ COVID-19 ทำให้มีผลการดำเนินงานปรับลดลง (Efinancethai, 2020) ส่งผลให้นักลงทุนเพิ่มความระมัดระวังและให้ความสำคัญกับสภาพคล่องของธุรกิจมากขึ้นจึงเลือกใช้มูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการตัดสินใจลงทุนมากกว่าข้อมูลกำไรทางบัญชี

สรุปผล

จากการศึกษาทำให้สรุปผลได้ว่าในช่วงก่อนการเกิดสถานการณ์ COVID-19 กำไรทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมาคือมูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ในขณะที่ช่วงการเกิดสถานการณ์ COVID-19 มูลค่าตามบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมาคือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกำไรทางบัญชี เมื่อพิจารณาความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มสามารถยืนยันได้ว่ากำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องลดลง ขณะที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องเพิ่มขึ้นและมากกว่ากำไรทางบัญชี นอกจากนี้ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างทำให้สรุปได้ว่าการเกิดสถานการณ์ COVID-19 ส่งผลให้ความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแตกต่างไปจากเดิม ทั้งนี้ผู้วิจัยได้แสดงการสรุปผลตามวัตถุประสงค์การวิจัยได้ดังตารางที่ 7

ตารางที่ 7 สรุปผลการศึกษาตามวัตถุประสงค์การวิจัย

การเปรียบเทียบและทดสอบ		ช่วงก่อน COVID-19	ช่วงเกิด COVID-19
ความเกี่ยวข้องกับ ราคาหลักทรัพย์	มาก	กำไรทางบัญชี	มูลค่าตามบัญชี
		มูลค่าตามบัญชี	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน
		กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	กำไรทางบัญชี
การทดสอบความแตกต่าง		ช่วงก่อนและช่วงเกิด COVID-19 มีความแตกต่างกัน	

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

จากผลการศึกษาในช่วงเกิดสถานการณ์ COVID-19 นักลงทุนควรใช้ข้อมูลมูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการตัดสินใจลงทุนมากกว่าข้อมูลกำไร เนื่องจากในช่วงเกิดสถานการณ์ COVID-19 บริษัทจดทะเบียนก็มีการปรับลดกำไรลงทำให้ส่งผลต่อตัวเลขผลการดำเนินงานของธุรกิจเป็นอย่างมาก

2. ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

งานวิจัยในอนาคตอาจศึกษาผลกระทบของการเกิดสถานการณ์ COVID-19 ต่อความเกี่ยวข้องของข้อมูลที่ใช้ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียนเพื่อเปรียบเทียบผลการศึกษาในแต่ละประเทศ รวมถึงอาจมีการวิเคราะห์ผลแยกตามอุตสาหกรรมเพื่อทำการเปรียบเทียบผลในแต่ละอุตสาหกรรม เนื่องจากในแต่ละอุตสาหกรรมจะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ COVID-19 ไม่เท่ากันตามลักษณะของการดำเนินงานทางธุรกิจ

องค์ความรู้ใหม่

งานวิจัยฉบับนี้พบว่า สถานการณ์ COVID-19 ส่งผลต่อความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางบัญชีในช่วงก่อนและช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID-19 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปลี่ยนแปลงไป โดยช่วงก่อนสถานการณ์ COVID-19 ข้อมูลกำไรทางบัญชีจะมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์มากกว่ามูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานตามลำดับ ส่วนในช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID-19 ข้อมูลมูลค่าตามบัญชีมีความเกี่ยวข้องมากกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกำไรทางบัญชีตามลำดับ หรืออาจกล่าวได้ว่าในช่วงก่อนสถานการณ์ COVID-19 ข้อมูลกำไรทางบัญชีให้ประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนมากที่สุด รองลงมาคือมูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เนื่องจากนักลงทุนให้ความสนใจผลการดำเนินงานของธุรกิจเป็นหลัก ส่วนในช่วงเกิดสถานการณ์ COVID-19 ข้อมูลมูลค่าตามบัญชีให้ประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนมากที่สุด รองลงมาคือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกำไรทางบัญชี เนื่องจากนักลงทุนมีความระมัดระวังเพิ่มขึ้นและให้ความสนใจกับสภาพคล่องของธุรกิจมากกว่าผลการดำเนินงาน ซึ่งผลการวิจัยนี้จะช่วยให้ให้นักลงทุนสามารถเลือกใช้ข้อมูลดังกล่าวในการประกอบการตัดสินใจลงทุนในสถานการณ์ที่แตกต่างกัน

References

- Acaranupong, K. (2017). Comparative Value Relevance of Earnings, Book Values and Cash Flows: Empirical Evidence from Listed Companies on SET100 in Thailand. *Journal of Accounting Profession JAP*, 13(38), 95–114.
- Andriantomo & Yudianti, N. (2013). The Value Relevance of Accounting Information at Indonesia Stock Exchange. *The 2013 IBEA, International Conference on Business, Economics, and Accounting*, 20 – 23 March 2013, Bangkok – Thailand. Retrieved from http://www.caal-inteduorg.com/ibea2013/ejournal/092---Andriantomo&Fr_Ninik_Yudianti---The_Value_Relevance_of.pdf

- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 77-104.
- Bepari, K., Rahman, S. F., & Mollik, A. T. (2013). Value Relevance of Earnings and Cash Flows During the Global Financial Crisis. *Review of Accounting and Finance*, 12(3), 226-251.
- Chandrapala, P. (2013). The Value Relevance of Earnings and Book Value: The Importance of Ownership Concentration and Firm Size. *Journal of Competitiveness*, 5(2), 98-107.
- 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.
- Department of Disease Control (DDC). (2020). *COVID-19 Situation Report*. Retrieved January 8, 2021, from <https://ddc.moph.go.th/viralpneumonia/situation.php>
- Der, B. A., Polak, P., & Masri, M. (2016). Investigation on the Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Incorporated Companies in the Singapore Capital Market. *Investment Management and Financial Innovations*, 13(3), 9-21.
- Devalle, A. (2012). Value Relevance of Accounting Data and Financial Crisis in Europe: an Empirical Analysis. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(2), 201-217.
- Efinancethai. (2020). *Not Going to Survive the SET Index Fall*. Retrieved January 8, 2021, from <https://www.efinancethai.com/hotnews/hotnewsmain.aspx?release=y&name=VkJBbmXkV2d1djhCOXBIUIRHSU14QT09>
- Fama E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Graham, R. C., & King, R. D. (2000). Accounting Practices and the Market Valuation of Accounting Numbers: Evidence from Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Taiwan, and Thailand. *The International Journal of Accounting*, 35(4), 445-470.
- Graham, R., King, R., & Bailes, J. (2000). The Value Relevance of Accounting Information During a Financial Crisis: Thailand and the 1997 Decline in the Value of the Baht. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 11(2), 84-107.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2014). *Multivariate Data Analysis*. Pearson Education Limited.
-

- Ho, L. C. J., Liu, C. S., & Sohn, P. S. (2001). The Value Relevance of Accounting Information Around the 1997 Asian Financial Crisis the Case of South Korea. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 8(2), 83–107.
- Kobkanjanapued, Y. (2020). The Value Relevance of Book Value and Earnings per Share to Explain the Stock Prices Before and Early Stage After TFRS 15 Applications: Evidence from the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Accounting Profession JAP*, 16(52), 24–44.
- Kumari, S. S. (2008). Multicollinearity: Estimation and Elimination. *Journal of Contemporary Research in Management*, 3(1), 87–95.
- Kwon, G. J. (2009). The Value Relevance of Book Values, Earnings and Cash Flows: Evidence from Korea, *International Journal of Business Management*, 4(10), 28–42.
- Mostafa, W. (2016). The Value Relevance of Earnings, Cash Flows and Book Values in Egypt. *Management Research Review*. 39(12), 1752–1778.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values and Dividends in Security Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687.
- Phakdee, A., & Srijunpetch S. (2020). The Value Relevance of Accounting Information in Financial Industry: 15-Year Perspective. *Journal of Business Administration The Association of Private Higher Education Institutions of Thailand*, 9(1), 196–214.
- Tabachnick, B. G., Fidell, L. S., & Ullman, J. B. (2013). *Using Multivariate Statistics*. Boston, MA: Pearson.
- Thaigov. (2020). *The Prime Minister Announced Measures to Prevent the Spread of COVID 19 on Each side*. Retrieved January 8, 2021, from <https://www.thaigov.go.th/news/contents/details/27430>
- Thaipost. (2020). *Investors Worry, the Stock Crisis Plummets 102 Points, Stops Trading Around 3*. Retrieved January 8, 2021, from <https://www.thaipost.net/main/detail/60684>
- Wikipedia. (2020). *COVID-19 Outbreak in Thailand*. Retrieved January 8, 2021, from <https://th.wikipedia.org>
- Yutian, L., & Visedsun, N. (2014). Value Relevance of Earnings Per Share and Book Value Per Share of the Listed Companies on the Stock Exchange of Shenzhen. *Journal of Accounting Profession JAP*, 10(27), 5–13.

Zainal, D., Ibrahim, M. K., Kamarudin, K. A., & Kaur, J. (2009). *The Relative Value Relevance of Earnings and Book Value in Malaysia and Singapore*. In book: *Financial Reporting in Malaysia: Further Evidence* (pp. 203–228), University Publication Centre (UPENA), Universiti Teknologi Mara.