



ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: การทบทวนวรรณกรรมข้อมูลที่เป็นตัวเงิน  
และข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน

Value Relevance: The Literature Review of Financial and Non-financial  
Information

พิเชษฐ์ สิทธิโชคสกุลชัย<sup>1\*</sup>, สุวิทย์ ไวยทิพย์<sup>2</sup> และ พัทธิยา เห็นกลาง<sup>2</sup>

Pichet Sittichoksakunchai<sup>1\*</sup>, Suwit Waitip<sup>2</sup> and Pattareya Henglang<sup>3</sup>

<sup>1</sup> นักศึกษาระดับปริญญาเอก, หลักสูตรบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคล  
พระนคร

<sup>1</sup> Graduate student, Doctor of Business Administration Program, Faculty of Business Administration,  
Rajamangala University of Technology Pra Nakhon

<sup>2</sup> ผู้ช่วยศาสตราจารย์, ดร. ประจำสาขาวิชาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร

<sup>2</sup> Assistant Professor, Dr. Department of Accounting, Faculty of Business Administration, Rajamangala  
University of Technology Pra Nakhon

\*Corresponding author, E-mail: pichet.sit@stou.ac.th

#### บทคัดย่อ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอรูปแบบและบทบาทของข้อมูลที่เป็นตัวเงินและข้อมูลที่ไม่  
เป็นตัวเงินในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ สำหรับตัวแบบที่ใช้กันอย่างแพร่หลายคือ ตัวแบบ Ohlson  
(1995) ที่อธิบายว่า กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์  
และอาจมีข้อมูลอื่นๆ ที่มีความเกี่ยวข้อง เช่น รายงานความยั่งยืน รายงานเชิงบูรณาการ โดยผลการวิจัยที่  
ผ่านมามีทั้งที่สอดคล้องและขัดแย้งกัน ดังนั้น นักวิจัยจำเป็นต้องดำเนินการวิจัยเพื่อให้ได้ข้อสรุปที่ชัดเจน  
ต่อไป

**คำสำคัญ:** ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์, ข้อมูลที่เป็นตัวเงิน, ข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน

#### Abstract

The purpose of this article is to present the form and role of financial and non-  
financial information in value relevance. The model that widely used is Ohlson (1995),  
describing earnings per share (EPS) and book value per share (BVS) are relevant. Moreover,  
other information may be relevant, for example, sustainability report and integrated report.  
The finding of prior studies are both consistency and contrast. So, the researchers have to  
conduct further research for summarising the clear results.

**Keywords:** Value Relevance, Financial Information, Non-financial Information



## บทนำ

ผู้เกี่ยวข้องในตลาดทุนโดยเฉพาะนักลงทุนจำเป็นต้องแสวงหาข้อมูลเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจที่จะซื้อ ถือ หรือขายหลักทรัพย์ ในอดีตนักลงทุนมักให้ความสำคัญกับข้อมูลที่เป็นตัวเงิน ซึ่งชุดข้อมูลที่เป็นตัวเงินที่นำมาวิเคราะห์คือ งบการเงิน ที่สามารถสะท้อนภาพฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน และกระแสเงินสดของกิจการได้ นักวิจัยจึงพยายามค้นหาความสามารถของข้อมูลในงบการเงินที่จะอธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ โดยงานวิจัยของ Ball & Brown (1968) (อ้างถึงใน Beisland, 2009) ถือเป็นจุดเริ่มต้นของการหาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลในงบการเงินและตลาดทุน และมีงานวิจัยในลักษณะดังกล่าวเผยแพร่อย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยในระยะหลังกลับพบว่า บทบาทของข้อมูลในงบการเงินมีความสามารถในการอธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ลดลง แสดงให้เห็นว่าในปัจจุบันนักลงทุนอาจไม่ได้ใช้ข้อมูลที่เป็นตัวเงินประกอบการตัดสินใจเพียงอย่างเดียว แต่ใช้ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินมาเพื่อประกอบการตัดสินใจด้วย โดย Amir & Lev (1996) (อ้างถึงใน Vafaei, Taylor & Ahmed, 2011) กล่าวว่า ข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินมีบทบาทในการช่วยเสริมความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ที่จะช่วยให้นักลงทุนสามารถนำไปกำหนดหรือคาดการณ์ผลกระทบที่จะมีต่อมูลค่าหลักทรัพย์ได้

เนื้อหาของบทความนี้จะแบ่งเป็น 6 ส่วนประกอบด้วย ส่วนที่ 1 วัตถุประสงค์ของการวิจัย ส่วนที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และกรอบแนวคิด ส่วนที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย ส่วนที่ 4 ผลการวิจัย ส่วนที่ 5 สรุปและอภิปรายผล และส่วนที่ 6 ข้อเสนอแนะ

## วัตถุประสงค์ของการวิจัย

บทความนี้มีวัตถุประสงค์ในการนำเสนอรูปแบบและบทบาทของข้อมูลทั้งที่เป็นตัวเงินและข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินที่ส่งผลต่อความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในลักษณะการทบทวนวรรณกรรมผ่านแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

## แนวคิด ทฤษฎี และกรอบแนวคิด

**1. แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง** งานวิจัยในกลุ่มความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ หรือราคาหลักทรัพย์ จะมีแนวคิดและทฤษฎีต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องพอสรุป ได้ดังนี้

1.1 ลักษณะเชิงคุณภาพของรายงานทางการเงินหรืองบการเงิน ตามกรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงิน (สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์, 2563) กำหนดลักษณะเชิงคุณภาพไว้ 2 ส่วนคือ (1) ลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐาน (Fundamental Qualitative Characteristic) และ (2) ลักษณะเชิงคุณภาพเสริม (Enhancing Qualitative Characteristic) โดยที่ลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐาน ประกอบด้วย ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ และการเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรม ส่วนลักษณะเชิงคุณภาพเสริม ประกอบด้วย ความสามารถเปรียบเทียบกันได้ การยืนยันความถูกต้องได้ ความทันเวลา และความเข้าใจได้

ในที่นี้จะกล่าวถึงเฉพาะความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ (Relevance) คือ ข้อมูลในรายงานทางการเงินหรืองบการเงินจะเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจได้ก็ต่อเมื่อข้อมูลนั้นช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินเหตุการณ์ในอดีต ปัจจุบัน และอนาคต รวมทั้งช่วยยืนยันหรือชี้ข้อผิดพลาด



ของผลการประเมินที่ผ่านมาของผู้ใช้งบการเงินได้ ดังนั้น ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ (Value Relevance) จึงหมายถึง ประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีและความสามารถของงบการเงินที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ (Francis & Schipper, 1999) และ Bowerman & Sharma (2016) ได้กล่าวว่า ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ คือ การศึกษาที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชีและมูลค่าหลักทรัพย์นั่นเอง

1.2 ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายสามารถปรับตัวสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ได้อย่างรวดเร็ว สมมติฐานเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis: EMH) Fama (1970) (อ้างถึงในชงการ ภมรมาศ, 2564) ได้แบ่งประเภทสมมติฐานเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาดออกเป็น 3 ระดับตามข้อมูลข่าวสารที่นักลงทุนใช้ในการวิเคราะห์มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ดังนี้

(1) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak Form) หมายถึง ตลาดที่นักลงทุนใช้เพียงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับราคาและมูลค่าการซื้อขายของหลักทรัพย์ในอดีต

(2) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (Semi-strong Form) หมายถึง ตลาดที่ นักลงทุนใช้ข้อมูลสาธารณะทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในการวิเคราะห์มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ข้อมูลสาธารณะทั้งหมดจะรวมถึง ข้อมูลราคาหลักทรัพย์และมูลค่าการซื้อขายในอดีต ตลอดจนข้อมูลอื่น ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ที่เปิดเผยต่อนักลงทุนทั่วไป เช่น ผลการดำเนินงานของบริษัท บทวิเคราะห์แนวโน้มของอุตสาหกรรม เป็นต้น

(3) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong Form) หมายถึง ตลาดที่นักลงทุนใช้ข้อมูลทั้งหมดทั้งข้อมูลราคาและมูลค่าการซื้อขายของหลักทรัพย์ในอดีต ข้อมูลสาธารณะและข้อมูลส่วนบุคคลที่ไม่เปิดเผยต่อสาธารณะในการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ข้อมูลส่วนบุคคลที่ไม่เปิดเผยต่อสาธารณะจะอยู่ในกลุ่มผู้ที่มีข้อมูลข่าวสารภายในของบริษัท (Corporate Insider) เช่น พนักงาน ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นต้น

1.3 ทฤษฎีการประเมินมูลค่าทางตรง (Direct Valuation Theory) พัฒนาขึ้นโดย Holthausen and Watts (2001) (อ้างถึงใน Permatasari & Narsa, 2021) ทฤษฎีนี้อธิบายว่า การเปลี่ยนแปลงมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้น เกิดจากการที่นักลงทุนได้รับข้อมูลหรือความรู้ที่เพิ่มขึ้นเกี่ยวกับกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นของธุรกิจ ทฤษฎีนี้ยืนยันว่าข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจไม่เพียงแต่ได้มาจากงบการเงินหรือรายงานทางการเงิน แต่ยังรวมถึงข้อมูลจากแหล่งอื่นๆ ด้วย ดังนั้น มูลค่าของกิจการในปัจจุบันหรือการคาดการณ์มูลค่าของกิจการในอนาคต สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรต่างๆ มากมาย ทั้งที่ปรากฏและไม่ปรากฏอยู่ในงบการเงินหรือรายงานทางการเงิน

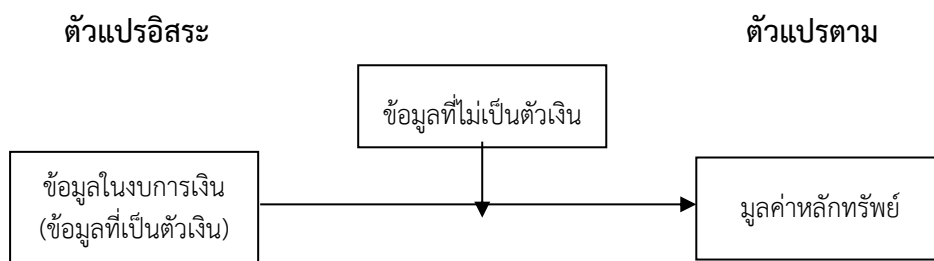
ในกรณีที่ปรากฏว่าข้อมูลที่เป็นตัวเงินไม่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจหรือความสามารถในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ลดลงหรือหายไป หรือข้อมูลที่ปรากฏในงบการเงินหรือรายงานทางการเงินที่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดหุ้นได้รับไม่เพียงพอ บุคคลเหล่านั้นจึงมองหาแหล่งข้อมูลอื่นเพื่อประกอบการตัดสินใจ ข้อมูลดังกล่าวเรียกว่า ข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน การวิจัยทางบัญชีในประเด็นความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ จึงจำเป็นต้องค้นหาตัวแปรที่สามารถอธิบายความเกี่ยวข้องเพิ่มเติม ดังนั้นหน่วยงานกำกับดูแลต่างๆ จึงพยายามออกแบบรายงานที่จะสามารถเป็นแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องในตลาด

ทุนจะสามารถนำไปประเมินมูลค่าของกิจการสำหรับประกอบการตัดสินใจ โดยมีทั้งรายงานที่บังคับให้กิจการต้องจัดทำและรายงานที่ขึ้นอยู่กับความสมัครใจของกิจการที่จะจัดทำ

1.4 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) พัฒนาขึ้นโดย Barnard, C.I. (1938) (อ้างถึงใน ธกานต์ ชาตวงค์, 2560) อธิบายว่าการดำเนินธุรกิจมีผู้เข้ามาเกี่ยวข้องหลายฝ่าย ทั้งผู้ที่มีส่วนได้เสียภายในและภายนอกองค์กร ไม่ว่าจะเป็นพนักงาน ลูกค้า เจ้าหนี้ ผู้ขายปัจจัยการผลิต ชุมชน ท้องถิ่น รัฐบาล การตัดสินใจเชิงนโยบายและการปฏิบัติการขององค์กรย่อมส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียเหล่านั้น ในทางตรงกันข้ามการดำเนินงานของผู้มีส่วนได้เสียเหล่านั้นก็ย่อมส่งผลกระทบต่อผลลัพธ์ขององค์กรด้วยเช่นกัน ดังนั้นผู้บริหารขององค์กรจึงควรคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายแม้ว่าผู้มีส่วนได้เสียแต่ละฝ่ายมีความสำคัญต่อองค์กรไม่เหมือนกันและส่งผลกระทบต่อองค์กรแตกต่างกัน การเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม จึงถือเป็นแนวทางหนึ่งที่จะช่วยให้ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายทราบว่าการดำเนินงานขององค์กรส่งผลกระทบต่อทางลบหรือทางบวก มากน้อยเพียงใด และในกรณีที่ส่งผลกระทบต่อทางลบองค์กรได้แสดงความรับผิดชอบในการแก้ไขปัญหาดังกล่าวอย่างไร

1.5 ทฤษฎีความชอบธรรม (Legitimacy Theory) พัฒนาขึ้นโดย Suchman, M.C. (1995) (อ้างถึงใน ธกานต์ ชาตวงค์, 2560) อธิบายว่าการดำเนินงานขององค์กรเกิดจากการได้รับสิทธิและอำนาจจากสังคมในการใช้ทรัพยากรธรรมชาติและทรัพยากรมนุษย์ภายใต้เงื่อนไขที่ว่า การกระทำขององค์กรต้องเป็นที่ต้องการหรือเหมาะสมตามระบบบรรทัดฐาน ค่านิยม ความเชื่อ และนิยามที่สังคมสร้างขึ้น ดังนั้น จึงเปรียบเสมือนเป็นพันธะผูกพันขององค์กรที่มีต่อสังคมว่าจะต้องดำเนินงานให้เป็นไปตามความคาดหวังของสังคม อันจะนำไปสู่ความสำเร็จและความยั่งยืนขององค์กรต่อไปในอนาคต หากไม่สามารถตอบสนองความต้องการของสังคม องค์กรก็จะถูกปฏิเสธหรือถูกต่อต้านจากสังคมจนไม่สามารถดำเนินงานต่อไปได้

2. **กรอบแนวคิด** งานวิจัยความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ที่ผ่านมาในอดีตจะเน้นความสามารถของข้อมูลในงบการเงินที่ใช้อธิบายมูลค่าหลักทรัพย์ ดังนั้น ตัวแปรอิสระของงานวิจัยคือข้อมูลในงบการเงิน ส่วนตัวแปรตามคือ มูลค่าหลักทรัพย์ แต่ในปัจจุบันผู้เกี่ยวข้องในตลาดทุนให้ความสำคัญกับข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินเพิ่มมากขึ้น โดยที่ข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินนั้นจะมีบทบาทช่วยเสริม (Complementary) ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ หรือที่เรียกว่า ตัวแปรกำกับ (Moderator Variables) ที่มีอิทธิพลต่อทิศทางและ/หรือขนาดของความสัมพันธ์ ซึ่งงานวิจัยส่วนใหญ่จะกำหนดเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) ดังนั้น กรอบแนวคิดสำหรับงานวิจัยในระยะหลังจึงแสดงได้ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย



## วิธีดำเนินการวิจัย

บทความบทความที่เกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: การทบทวนวรรณกรรมข้อมูลที่เป็นตัวเงินและข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินนี้ จัดทำขึ้นโดยใช้ระเบียบวิธีวิจัยจากเอกสาร (Documentary Research) โดยศึกษาจากข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ที่มีที่มาจากหลากหลายแหล่งที่เชื่อถือได้ ประกอบด้วยบทความวิจัยและบทความวิชาการต่างประเทศในฐานข้อมูล Emerald Management บทความวิจัยและบทความวิชาการในประเทศที่เผยแพร่ในวารสารทางวิชาการต่างๆ ทั้งในรูปแบบเอกสารและรูปแบบอิเล็กทรอนิกส์ รวมทั้ง รายงานการประชุมทางวิชาการระดับชาติและนานาชาติ ตำรา และเว็บไซต์ของหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัยดำเนินการวิเคราะห์เนื้อหาจากแหล่งต่างๆ ข้างต้น แล้วนำมาสรุปสาระสำคัญที่มีความเชื่อมโยงกันทั้งแนวคิด ทฤษฎี ตัวแบบที่นำมาใช้ และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่จะสามารถนำมาอภิปรายผลเพื่อให้เห็นความสอดคล้องและ/หรือขัดแย้งกันของผลการวิจัยที่ผ่านมา ตลอดจนการให้ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

## ผลการวิจัย

ผลการวิจัยสรุปได้ดังนี้

**1. นิยามของข้อมูลที่เป็นตัวเงินและข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน** ในการทำวิจัยความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์หรือราคาหลักทรัพย์ นักวิจัยสามารถกำหนดนิยามเชิงปฏิบัติการให้สอดคล้องกับคำถามวิจัย เพื่อใช้เป็นแนวทางในการเก็บข้อมูลสำหรับการวิจัย นิยามของคำทั้งสองที่ค้นโดยทั่วไปเข้าใจเป็นดังนี้

ข้อมูลที่เป็นตัวเงิน คือ ข้อมูลที่วัดหรือแสดงด้วยตัวเลขหรือจำนวนเงิน ส่วนข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน คือ ข้อมูลที่ไม่อาจวัดหรือแสดงด้วยตัวเลขหรือจำนวนเงิน

อย่างไรก็ตาม การให้นิยามโดยเฉพาะข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินยังมีความแตกต่างหลากหลายตามคำถามที่นักวิจัยกำหนดขึ้น และยังไม่อาจหาคำนิยามร่วมได้ซึ่งยังมีความคลุมเครือและสามารถพิจารณาได้หลายแง่มุม ซึ่ง Tarquinio & Carolina Posadas (2020) ได้ทำการรวบรวมคำนิยามจากวารสารทางวิชาการในฐานข้อมูล Scopus และ Web of Science ระหว่างปี ค.ศ. 1990-2018 พบว่า นักวิจัยกำหนดนิยามของข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินแตกต่างกันไป เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับทรัพย์สินทางปัญญาของบริษัท ข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม ข้อมูลเกี่ยวกับประเด็นทางสิ่งแวดล้อมและสังคม ข้อมูลเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ บางงานวิจัยจัดกลุ่มข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินเป็น 6 กลุ่ม คือ สภาพแวดล้อมรอบๆ บริษัท กลยุทธ์และการจัดการ แนวโน้มของบริษัท สภาพแวดล้อมของบริษัท การผลิต และลูกค้า หรือบางงานวิจัยก็กำหนดนิยามของข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินคือ ข้อมูลเชิงคุณภาพที่ปรากฏอยู่นอกเหนือจากงบการเงิน เป็นต้น

ทั้งนี้ ผู้วิจัยขอให้นิยามเพื่อใช้เป็นกรอบสำหรับการอธิบายเนื้อหาส่วนที่เหลือของบทความ ดังนี้ ข้อมูลที่เป็นตัวเงิน (Financial Information) หมายถึง ข้อมูลที่ปรากฏในงบการเงินทั้ง 5 องค์ประกอบงบการเงินที่สมบูรณ์ ตามมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 1 เรื่อง การนำเสนองบการเงิน คือ งบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุนหรืองบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบแสดงการเปลี่ยนแปลงส่วนของ



เจ้าของ งบกระแสเงินสด และหมายเหตุประกอบงบการเงิน ส่วนข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน (Non-financial Information) หมายถึง ข้อมูลอื่นที่บริษัทจัดทำและเปิดเผยต่อสาธารณชนนอกเหนือจากงบการเงิน ซึ่งอาจอยู่ในภาคบังคับ (Mandatory) หรือภาคสมัครใจ (Voluntary)

**2. ข้อมูลที่เป็นตัวเงิน** งบการเงินเป็นผลลัพธ์ที่เกิดจากการปฏิบัติงานด้านการบัญชี ซึ่งเป็นการรวบรวมกิจกรรมทางเศรษฐกิจของกิจการสำหรับระยะเวลาหนึ่ง เรียกว่า “งวดบัญชีหรือรอบระยะเวลาบัญชี” (Accounting Period) งบการเงินจึงถือเป็นข้อมูลที่เป็นตัวเงินที่สำคัญสำหรับนักลงทุนในการวิเคราะห์เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน

**2.1 งบการเงิน (Financial Statements)** หมายถึง รายงานทางการเงินที่กิจการจัดทำขึ้นเมื่อครบรอบระยะเวลาบัญชี ซึ่งเป็นรายงานที่แสดงองค์ประกอบต่างๆ คือ สินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของเจ้าของ รายได้ และค่าใช้จ่าย เพื่อให้ทราบฐานะทางการเงิน ผลการดำเนินงาน และการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงินของกิจการ โดยที่งบการเงินถือเป็นผลผลิตที่ได้จากการกระบวนกรจัดทำบัญชีหรือวงจบบัญชี

**2.2 ส่วนประกอบของงบการเงิน** ตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 1 เรื่อง การนำเสนอ งบการเงิน (สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์, 2562) มีดังนี้

(1) งบแสดงฐานะการเงิน หมายถึง งบการเงินที่แสดงฐานะการเงินของกิจการ ณ วันใดวันหนึ่ง โดยแสดงส่วนประกอบ 3 ส่วน คือ สินทรัพย์ หนี้สิน และส่วนของเจ้าของ

(2) งบกำไรขาดทุนหรืองบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ หมายถึง งบการเงินที่แสดงผลการดำเนินงานของกิจการสำหรับรอบระยะเวลาหนึ่ง ซึ่งเป็นการเปรียบเทียบรายได้และค่าใช้จ่าย เพื่อให้ทราบว่ากิจการมีกำไรหรือขาดทุน

(3) งบแสดงการเปลี่ยนแปลงส่วนของเจ้าของ หมายถึง งบที่แสดงความเคลื่อนไหวของรายการทั้งหมดในส่วนของเจ้าของ ว่ามีการเปลี่ยนแปลงเช่นไรตั้งแต่ต้นงวดจนถึงสิ้นงวดบัญชี

(4) งบกระแสเงินสด หมายถึง งบการเงินที่แสดงการได้มาและการใช้ไปของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดที่เกิดขึ้นในระหว่างงวดบัญชี โดยแสดงแยกเป็น 3 กิจกรรม คือ กิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน

(5) หมายเหตุประกอบงบการเงิน หมายถึง ข้อมูลที่แสดงเพิ่มเติมจากข้อมูลที่แสดงในงบแสดงฐานะการเงิน กำไรขาดทุนหรืองบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบแสดงการเปลี่ยนแปลงส่วนของเจ้าของ และงบกระแสเงินสด หมายเหตุประกอบงบการเงินเป็นการอธิบายหรือแยกแสดงของรายการที่นำเสนอในงบการเงิน และข้อมูลเกี่ยวกับรายการที่มีคุณสมบัติไม่เพียงพอที่จะรับรู้ในงบการเงินที่นำเสนอ

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

**3. ข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน** จากที่ได้อธิบายไว้ในหัวข้อนิยามของข้อมูลที่เป็นตัวเงินและข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินว่า นิยามของข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินยังไม่อาจหานิยามร่วมได้ จึงขึ้นอยู่กับคำถามวิจัยที่ผู้วิจัย



กำหนดขึ้นว่าต้องการศึกษาความเกี่ยวข้องข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินประเภทใด ในที่นี้จะขอยกตัวอย่างข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินประกอบด้วย รายงานความยั่งยืน และรายงานเชิงบูรณาการ

**3.1 รายงานความยั่งยืน (Sustainability Report)** ในปี ค.ศ. 1987 การพัฒนาเพื่อความยั่งยืนได้ถูกกล่าวถึงอย่างจริงจังในรายงาน Brundtland Report ของคณะกรรมการโลกว่าด้วยสิ่งแวดล้อมและการพัฒนา หลังจากนั้น John Elkington จึงเสนอความคิดความยั่งยืนในหนังสือ Cannibal with Forks ในหัวข้อ Triple Bottom Line ซึ่งมีผู้แปลเป็นภาษาไทยคือ ไตรกำไรสุทธิ ที่เดิมมุ่งให้ความสำคัญกับกำไรทางเศรษฐศาสตร์เพื่อตอบสนองต่อผู้เป็นเจ้าของกิจการ สู่การคำนึงถึงผลกระทบต่อมนุษย์ (People) และโลก (Planet) แนวคิดนี้เชื่อว่าความยั่งยืนในระยะยาวจะเกิดขึ้นได้ หากผู้บริหารผลานทั้งกำไร สังคม และสิ่งแวดล้อมเป็นส่วนหนึ่งของการตัดสินใจทางธุรกิจ (ธัญญรัตน์ วศวรรณวัฒน์, 2563)

ดังนั้นการพัฒนาความยั่งยืนจึงประกอบด้วย 3 เสาหลัก คือ (1) ด้านสิ่งแวดล้อม ที่ให้ความสำคัญกับการรักษาระบบนิเวศ การใช้ทรัพยากรธรรมชาติในขอบเขตที่คงไว้ซึ่งความหลากหลายทางชีวภาพและสามารถปรับให้กลับคืนสู่สภาพที่ใกล้เคียงกับสภาพเดิมมากที่สุด เพื่อให้คนรุ่นหลังได้มีโอกาสได้ใช้ (2) ด้านสังคม แนวคิดนี้มุ่งหวังให้เกิดความมีเสถียรภาพของระบบสังคมและวัฒนธรรม รวมถึงการสร้างความเท่าเทียมกันระหว่างคนแต่ละรุ่น การทำให้ทุกคนทุกระดับในสังคมมีส่วนร่วมที่จะนำไปสู่การพัฒนาอย่างยั่งยืน และ (3) ด้านเศรษฐกิจ แนวคิดนี้มุ่งไปที่ความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ เพื่อให้เกิดการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (ธัญญรัตน์ วศวรรณวัฒน์, 2563)

สำหรับประเทศไทยโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนจัดทำรายงานความยั่งยืนประจำปีตามแบบ 56-1 ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) และตามมาตรฐานการรายงานขององค์กรแห่งความริเริ่มว่าด้วยการรายงานสากล (Global Reporting Initiative: GRI) นอกจากนี้ สมาคมบริษัทจดทะเบียนไทยร่วมกับสำนักงาน ก.ล.ต. และสถาบันไทยพัฒนาจัดโครงการประกาศรางวัลรายงานความยั่งยืน (Sustainability Report Award) โดยเริ่มครั้งแรกในปี พ.ศ. 2556 เพื่อช่วยยกระดับการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ (Environmental, Social and Governance: ESG) โดยคาดหวังว่าข้อมูลดังกล่าวจะส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน รวมทั้งเป็นการเพิ่มศักยภาพตลาดทุนไทยเพื่อให้เป็นที่ยอมรับทั้งในระดับภูมิภาคและระดับโลกต่อไป และในปี พ.ศ. 2562 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยติดอันดับ Top10 ตลาดหลักทรัพย์ที่มีจำนวนบริษัทจดทะเบียนที่เปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนครบถ้วนและมีประสิทธิภาพสูงสุด โดยอยู่ในลำดับที่ 9 จากตลาดหลักทรัพย์ 49 แห่งทั่วโลก และเป็นแห่งเดียวในเอเชียที่อยู่ใน 10 อันดับแรก (สำนักงาน ก.ล.ต., 2563) จะเห็นได้ว่าทั่วโลกเล็งเห็นความสำคัญของรายงานความยั่งยืน

**3.2 รายงานเชิงบูรณาการ (Integrated Report)** มีจุดเริ่มต้นในปี ค.ศ. 2009 เมื่อเจ้าชายชาลส์ ทรงริเริ่มให้มีการประชุมระดับสูงระหว่างนักลงทุน หน่วยงานกำหนดมาตรฐาน ภาคธุรกิจ เอกชน ผู้ประกอบวิชาชีพบัญชีและผู้แทนสหประชาชาติ รวมทั้งสมาคมนักบัญชีระหว่างประเทศ (International Federation of Accountants: IFAC) และ Global Reporting Initiative (GRI) เพื่อจัดตั้งสภาการรายงานเชิงบูรณาการนานาชาติ (IIRC) ซึ่งถือเป็นองค์กรหลักในการกำกับดูแลการสร้าง



กรอบแนวคิดการรายงานเชิงบูรณาการที่เป็นที่ยอมรับกันทั่วโลก ต่อมาในปี ค.ศ. 2013 IIRC ได้เผยแพร่เอกสาร International Integrated Reporting Framework สำหรับเป็นกรอบในการจัดทำรายงานเชิงบูรณาการที่ใช้ปฏิบัติทั่วโลก กรอบดังกล่าวมีส่วนประกอบพื้นฐาน 8 หัวข้อได้แก่ (1) ภาพรวมองค์กรและสภาพแวดล้อมภายนอก (2) การกำกับดูแลกิจการ (3) แบบจำลองธุรกิจ (4) ความเสี่ยงและโอกาส (5) กลยุทธ์และการจัดสรรทรัพยากร (6) ผลการปฏิบัติงานหรือผลการประกอบการ (7) ความคาดหวังภายนอก และ (8) เกณฑ์ที่ใช้ในการจัดทำและนำเสนอรายงาน (สมชาย ศุภธาดา, 2559)

จากกรอบข้างต้นจะเห็นได้ว่า รายงานเชิงบูรณาการจะสามารถสื่อสารข้อมูลไปยังผู้มีส่วนได้เสียเกี่ยวกับกลยุทธ์ การกำกับดูแลกิจการ ผลการปฏิบัติงาน และอนาคตที่คาดหวังขององค์กรภายใต้บริบทสภาพแวดล้อมภายนอกที่นำไปสู่การสร้างคุณค่า (Value Creation) ทั้งในระยะสั้น ระยะปานกลาง และระยะยาว โดยเนื้อหาของรายงานเชิงบูรณาการจะต้องมีการเชื่อมโยงผลการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมเข้าด้วยกัน โดยสะท้อนให้เห็นวิสัยทัศน์ พันธกิจ ความเสี่ยงและโอกาส กลยุทธ์และการจัดสรรทรัพยากร มีผลต่อการสร้างคุณค่าทั้งในปัจจุบันและอนาคตอย่างไรด้วยทุน (Capital) ที่มีอยู่ 6 ประเภท คือ (1) ทุนที่เป็นตัวเงิน (2) ทุนทางการผลิต (3) ทุนทางปัญญา (4) ทุนมนุษย์ (5) ทุนทางสังคมและความสัมพันธ์ และ (6) ทุนทางธรรมชาติ (ธัญญรัตน์ วศวรรณวัฒน์, 2563)

ดังนั้นหากจะเปรียบเทียบรายงานเชิงบูรณาการกับรายงานทางการเงินแบบเดิมนั้นจะพบว่า รายงานทางการเงินแบบเดิมจะมุ่งเน้นไปที่ผลการดำเนินงานในงวดที่ผ่านมา แต่รายงานเชิงบูรณาการจะมีมุมมองที่กว้างกว่า มีความเป็นองค์รวม มีความสมดุลหลายด้าน และเป็นการมองภาพขององค์กรไปข้างหน้า

นอกจากรายงานความยั่งยืนและรายงานเชิงบูรณาการจะใช้เป็นตัวแทนข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินที่บริษัทได้จัดทำและเผยแพร่ต่อสาธารณชนแล้ว ยังมีข้อมูลอื่นๆ ที่นักวิจัยสามารถนำมาใช้งานวิจัย เช่น กลไกการกำกับดูแลกิจการในงานวิจัยของ Almujaed & Alfraih (2020); Habib & Azim (2018) เป็นต้น การสอบบัญชีในงานวิจัยของ Abdollahi, Pitenoel & Gerayli (2020); Alfraih (2015); Lee & Lee (2013) เป็นต้น

**4. ตัวแบบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์** สำหรับงานวิจัยที่ใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลในงบการเงินและตลาดทุนนั้น เรียกว่า Capital Market-based Accounting Research หรือ CMBAR (Beisland, 2009) โดยงานวิจัยที่เป็นจุดเริ่มต้นการหาความสัมพันธ์ดังกล่าว คืองานวิจัยของ Ball & Brown (1968) ซึ่งสรุปผลว่ากำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ หลังจากนั้นงานวิจัยในลักษณะ CMBAR จึงเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องจนถึงปัจจุบัน และตัวแบบที่ถูกนำมาใช้อย่างแพร่หลายและยังคงได้รับความนิยมคือ ตัวแบบ Ohlson (1995) ซึ่งแสดงได้ดังนี้

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BVS_{it} + \beta_3 V_{it} + \varepsilon_{it}$$

- โดยที่  $P_{it}$  = มูลค่าหลักทรัพย์หรือราคาหลักทรัพย์ของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$   
 $EPS_{it}$  = กำไรต่อหุ้นของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$   
 $BVS_{it}$  = มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้นของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$   
 $V_{it}$  = ข้อมูลอื่นที่เกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$





จากตัวแบบข้างต้นจะเห็นว่า กำไรต่อหุ้น (Earnings per Share: EPS) และมูลค่าตามบัญชีของ ส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้น (Book Value per Share: BVS) (ต่อไปจะเรียกโดยย่อว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น) เป็นข้อมูลที่เป็นตัวเงินที่มาจากงบการเงินหรืออาจเรียกว่า ตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิม (Traditional Accounting Measures) สามารถใช้อธิบายหรือมีความเกี่ยวข้องซึ่งกับราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ Ohlson (1995) ยังได้อธิบายไว้ว่า นอกจากตัววัดทางบัญชีแบบดั้งเดิมแล้ว ยังอาจมีข้อมูลอื่นที่เกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ ( $V_{it}$ ) ได้อีกด้วย ดังนั้นงานวิจัยความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ จึงยังสามารถจะขยายหรือเพิ่มตัวแปรที่นักวิจัยเห็นว่ามีความเกี่ยวข้องทั้งข้อมูลที่เป็นตัวเงินและข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน (Saha & Bose, 2017) โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปัจจุบันที่มีผู้มีส่วนได้เสียต่าง ๆ ให้ความสำคัญอย่างมากกับการเปิดเผยข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับบริษัททั้งในลักษณะภาคบังคับและภาคสมัครใจ (Tarquinio & Carolina Posadas, 2020)

สำหรับตัวแปร  $P_{it}$  นักวิจัยก็กำหนดนิยามที่แตกต่างกันไป เช่น งานวิจัยของ Badu & Appiah (2018) ใช้ราคาหุ้น 3 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี หรืองานวิจัยของ Endiana & Suryandari (2022) ใช้ราคาหุ้น 4 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี หรือในงานวิจัยของ Juniarti, Helena, Novitasari & Tjamdinata (2018) ที่ใช้ราคาหุ้นถัวเฉลี่ย 10 วันหลังจาก 3 เดือน หรือในงานวิจัยของ Shamki (2013) และ Ahamki & Rahman (2013) ที่ใช้ราคาหุ้น 3 ลักษณะคือ ราคาเฉลี่ย ราคาปิด และราคา 3 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี การกำหนดช่วงระยะเวลาของราคาหุ้นในงานวิจัยอาจขึ้นอยู่กับข้อกำหนดของกฎหมายในแต่ละประเทศ ในกรณีของประเทศไทย สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต้องเผยแพร่งบการเงินที่ผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีภายใน 3 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี ดังนั้น งานวิจัยที่ทำภายใต้บริบทของประเทศไทย เช่น กิติมา อัครนพวงศ์ (2560); อนุวัฒน์ ภัคดี และศิลปพร ศรีจันเพชร (2563) และกิติมา อัครนพวงศ์ (2565) จึงใช้ราคาหลักทรัพย์ 3 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยอาจทำการทดสอบเพิ่มเติมเพื่อยืนยันผล (Robustness Test) ในกรณีของประเทศไทยด้วยราคาหุ้น 4 เดือนหลังสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี เพื่อให้มั่นใจว่านักลงทุนได้รับข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยครบถ้วนแล้ว

## สรุปและอภิปรายผล

**1. สรุปผล** ข้อมูลที่จะถือว่ามีมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจจะต้องทำให้ผู้ใช้ข้อมูลสามารถตัดสินใจได้แตกต่างหากไม่มีข้อมูลนั้น ดังนั้น ข้อมูลที่นักลงทุนถือว่ามีมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ จึงหมายถึง ข้อมูลดังกล่าวต้องมีอิทธิพลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ ในอดีตนักลงทุนจะใช้เพียงข้อมูลที่เป็นตัวเงินที่อยู่ในรูปของงบการเงินประกอบการตัดสินใจ ซึ่งเป็นข้อมูลเพียงชุดเดียวที่ถูกเผยแพร่ต่อสาธารณชน แต่ในปัจจุบันเป็นที่ยอมรับว่าการใช้ข้อมูลที่เป็นตัวเงินเพียงอย่างเดียว อาจไม่เพียงพอสำหรับนักลงทุนที่จะใช้เป็นข้อมูลสำหรับตัดสินใจลงทุน ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการตลาดหุ้นให้ความสำคัญกับข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินเพิ่มมากขึ้น ทำให้หน่วยงานกำกับดูแลในแต่ละประเทศออกกฎเกณฑ์เพื่อให้บริษัทโดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ดำเนินการระดมทุนในวงกว้างจากสาธารณชนต้องเปิดเผยข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินอื่นนอกเหนือจากงบการเงิน เนื่องจากข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินนั้นสามารถสะท้อนภาพการดำเนินงานของธุรกิจในอนาคตที่กว้างขวางกว่าข้อมูลที่เป็นตัวเงิน เช่น สำนักงาน ก.ล.ต. ของประเทศไทย



กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนจัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืน โดยจะเปิดเผยข้อมูลความยั่งยืนภายใต้มิติ 3 ด้านคือ สิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการ เป็นต้น ดังนั้น นักวิจัยจึงพยายามค้นหาว่ามีปัจจัยใดบ้างที่เกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ และตัวแบบ Ohlson (1995) ก็ยังเป็นที่ยอมรับและยอมรับในการทำวิจัยเรื่องดังกล่าว โดยงานวิจัยในระยะหลังจะเพิ่มบทบาทของข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินเข้าไปในตัวแบบ ทั้งนี้ นักวิจัยสามารถกำหนดนิยามของข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินแตกต่างกันไป เพื่อใช้ตอบคำถามวิจัยที่กำหนดขึ้น

**2. อภิปรายผล** ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์หรือราคาหลักทรัพย์ ยังเป็นหัวข้อที่นักวิจัยให้ความสนใจ เนื่องจากงานวิจัยที่ผ่านมายังคงแสดงผลในลักษณะผสม (Mixed Results) กล่าวคือ ข้อมูลทางบัญชีอาจมีและไม่มีเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ รวมทั้งพบความเกี่ยวข้องในลักษณะที่เพิ่มขึ้นและลดลง ในที่นี้จะแยกอธิบายงานวิจัยความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์เป็น 2 ส่วน คือ ความเกี่ยวข้องของข้อมูลที่เป็นตัวเงิน และความเกี่ยวข้องของข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน ดังนี้

### 2.1 ความเกี่ยวข้องของข้อมูลที่เป็นตัวเงิน

ตามที่อธิบายไว้ในหัวข้อตัวแบบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ว่า ตัวแบบ Ohlson (1995) ระบุตัววัดทางบัญชีไว้ 2 ตัว คือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ซึ่งต่อมา นักวิจัยได้เพิ่มตัววัดทางบัญชีอื่นๆ เข้าไปในตัวแบบ เช่น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น (Cash Flow from Operating Activities: CFO) เป็นต้น ดังตัวอย่างงานวิจัยดังต่อไปนี้

Badu & Appiah (2018) ศึกษาความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในประเทศกานา โดยใช้ตัววัดทางบัญชี 2 ตัว คือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น พบว่า ทั้งกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น มีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Umar, Dikki & Yahaya (2018) ที่ศึกษาในประเทศไนจีเรีย และ Elshandidy (2014) ที่ศึกษาในประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน รวมทั้งสอดคล้องกับงานวิจัยที่ศึกษาในประเทศไทยคือ อนุวัฒน์ ภักดี และศิลปพร ศรีจันทเพชร (2563) แต่ถ้าพิจารณาในรายละเอียด งานวิจัยของ Badu & Appiah (2018) พบว่า สัมประสิทธิ์การตัดสินใจของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีค่าลดลง ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ Umar, Dikki & Yahaya (2018) ที่พบว่าความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นกลับเพิ่มขึ้น รวมทั้งในงานวิจัยของอนุวัฒน์ ภักดี และศิลปพร ศรีจันทเพชร (2563) กลับพบว่า กำไรต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องส่วนเพิ่มมากกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในช่วงปี พ.ศ. 2552-2561

สำหรับงานวิจัยที่เพิ่มตัววัดทางบัญชีอื่นก็ยังพบผลลัพธ์ในลักษณะผสมเช่นกัน เช่น งานวิจัยของ Juniarti, Helena, Novitasari & Tjandinata (2018) ที่เพิ่มกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นเข้าไปในตัวแบบ พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์และมีความเกี่ยวข้องเพิ่มขึ้นหลังจากที่ประเทศอินโดนีเซียใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (International Financial Reporting Standard: IFRS) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของกิติมา อัครนพวงศ์ (2560) ที่ทำการศึกษาข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ และ Kwon (2018) ที่ศึกษาใน 3 ประเทศคือ สาธารณรัฐเกาหลี ญี่ปุ่น และสาธารณรัฐ



ประชาชนจีน ก็พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยของ Shamki (2013) ที่พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้นไม่มีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ในประเทศจอร์แดน

## 2.2 ความเกี่ยวข้องข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน

ตัวอย่างงานวิจัยที่ศึกษาความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ โดยเพิ่มตัวแปรข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินเข้าไปในตัวแบบ Ohlson (1995) คือ งานวิจัยของ Endiana & Suyandari (2022) ที่ศึกษาความเกี่ยวข้องของรายงานเพื่อความยั่งยืนในประเทศอินโดนีเซีย พบว่า ระดับการเปิดเผยข้อมูลของรายงานเพื่อความยั่งยืนที่ได้จากการวิเคราะห์เนื้อหา (Content Analysis) มีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Permatasari & Narsa (2021) ที่ศึกษาเปรียบเทียบบริษัทในประเทศที่มีการจัดทำรายงานเพื่อความยั่งยืนกับบริษัทในประเทศที่มีการจัดทำรายงานเชิงบูรณาการ พบว่า หากพิจารณาจากตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) รายงานเพื่อความยั่งยืนมีความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์มากกว่ารายงานเชิงบูรณาการ แต่เมื่อพิจารณาผลกระทบร่วม (Interaction) กับตัววัดทางบัญชีจะพบว่า รายงานเชิงบูรณาการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้นในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Cooray, et al. (2020) ที่ศึกษาในประเทศศรีลังกา พบว่า การนำคะแนนการรายงานเชิงบูรณาการไป Interaction กับกำไรต่อหุ้นจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ แต่กลับพบความสัมพันธ์เชิงลบเมื่อนำไป Interaction กับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ซึ่งความสัมพันธ์เชิงลบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Fernando, et al. (2017) ที่ศึกษาจากบริษัทในอาเซียน พบว่า การประยุกต์ใช้รายงานเชิงบูรณาการไม่ส่งผลต่อความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ รวมทั้งรายงานเชิงบูรณาการยังทำให้ความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้นลดลงด้วย

## ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัยที่ผ่านมาที่ดำเนินการในหลายประเทศ หลายบริษัท และหลายช่วงระยะเวลา ยังพบผลลัพธ์ในลักษณะผสม ซึ่งนักวิจัยยังสามารถดำเนินการวิจัยในประเด็นนี้ได้ โดยเฉพาะการค้นหาข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินที่มีบทบาทช่วยเสริมความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ อันจะเป็นประโยชน์ต่อ (1) นักลงทุนที่จะสามารถนำผลการวิจัยไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน (2) นักวิชาการสามารถขยายขอบเขตงานวิจัยอันจะช่วยเพิ่มองค์ความรู้ให้แก่แวดวงวิชาการ และ (3) หน่วยงานกำกับดูแลนำผลการวิจัยไปกำหนดนโยบายหรือออกกฎเกณฑ์ให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อผู้เกี่ยวข้องกับตลาดทุนทุกฝ่ายต่อไป



## เอกสารอ้างอิง

- กิตติมา อัครนพวงศ์. (2560). การเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของกำไรมูลค่าตามบัญชี และกระแสเงินสด: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ในประเทศไทย. วารสารวิชาชีพบัญชี, 13(38), 95-114.
- กิตติมา อัครนพวงศ์. (2565). การเปลี่ยนแปลงของความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางการบัญชีหลังจากนำมาตราฐานการรายงานทางการเงินไทย (ปรับปรุง 2562) มาใช้: หลักฐานจากสถาบันการเงินในประเทศไทย. วารสารวิชาชีพบัญชี, 18(58), 82-115.
- ชยงการ ภมรมาศ. (2564). ความมีประสิทธิภาพของตลาด ในเอกสารการสอนชุดวิชาการลงทุนและการวิเคราะห์หลักทรัพย์. นนทบุรี: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช.
- ธกานต์ ชาตวิวงศ์. (2560). ทฤษฎีที่ใช้อธิบายงานวิจัยทางบัญชี: จากอดีตถึงอนาคต. วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ, 6(2), 203-212.
- ธัญญ์ศรม์ วศวรรณวัฒน์. (2563). การบัญชีเพื่อความยั่งยืนและการรายงานเชิงบูรณาการ ในเอกสารการสอนชุดวิชาการบัญชีเพื่อการจัดการขั้นสูง. นนทบุรี: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช.
- สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์. (2562). มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 1 เรื่อง การนำเสนองบการเงิน. สืบค้นจาก <https://www.tfac.or.th/upload/9414/HozohCadYC.pdf> วันที่ 25 ธันวาคม 2565
- สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์. (2563). กรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงิน. สืบค้นจาก <file:///C:/Users/msasspic/Downloads/Frame%20work.pdf> วันที่ 25 ธันวาคม 2565
- สมชาย ศุภธาดา. (2559). โฉมหน้าการสื่อสารในทศวรรษหน้า: การรายงานเชิงบูรณาการและรายงานของผู้สอบบัญชีแบบใหม่. วารสารวิชาชีพบัญชี, 12(34), 101-109.
- สำนักงาน ก.ล.ต. (2563). การเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืน...สำคัญจริงแท้. สืบค้นจาก <https://www.sec.or.th/TH/Template3/Articles/2563/100863.pdf> วันที่ 1 มีนาคม 2566
- สำนักงาน ก.ล.ต.. (2562). งบการเงินและรายงานตามมาตรา 65. สืบค้นจาก <https://www.sec.or.th/th/pages/lawandregulations/financialstatementsandreportsundersection56.aspx> วันที่ 25 ธันวาคม 2565
- อนุวัฒน์ ภักดี และศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2563). ความเกี่ยวข้องของข้อมูลบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน: มุมมอง 15 ปี. วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ, 9(1), 196-214
- Abdollahi, Ahmad., Pitenoei, Yasser Rezaei and Gerayli, Mehdi Safari. (2020). Auditor's report, auditor's size and value relevance of accounting information. Journal of Applied Accounting Research, 21(4), 721-739.
- Alfraih, Mishari M. (2015). The role of audit quality in firm valuation Evidence from anemerging capital market with a joint audit requirement. International Journal of Law and Management, 58(5), 575-598.



- Almujamed, Hesham I. and Alfraih, Mishari M. (2020). Corporate governance and value relevance of accounting information Evidence from Kuwait. *International Journal of Ethics and Systems*, 36(2), 249-262
- Badu, Bismark and Appiah, Kinsley Opoku. (2018). Value relevance of accounting information: an emerging country perspective. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 14(4), 473-491.
- Beisland, L.A. (2009). A Review of the Value Relevance Literature. *The Open Business Journal*, 2, 7-27.
- Bowerman, S., Sharma, U. (2016). The effect of corporate social responsibility disclosures on share prices in Japan and the UK. *Corporate Ownership & Control*, 13(2-1), 202-216. <https://doi.org/10.22495/cocv13i2c1p2>
- Cooray, Thilini, et al. (2020). Does Integrated Reporting Enhance the Value Relevance of Information? Evidence from Sri Lanka. *Sustainability*, 12(8183), 1-25.
- Elshandidy, T. (2014). Value relevance of accounting information: Evidence from an 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). DOI: 10.21002/jaki.2021.09
- Fernando, Kenny., et al. (2017). Does Integrated Reporting Approach Enhance the Value Relevance of Accounting Information?: Evidence from Asian Firms. *Advances in Economics, Business and Management Research*. 6<sup>th</sup> International Accounting Conference.
- Francis, J. and Schipper, K. (1999) Have Financial Statements Lost Their Relevance?. *Journal of Accounting Research*, 37, 319-352.  
<https://doi.org/10.2307/2491412>
- Habib, A. and Azim, I. (2008). Corporate Governance and the value-relevance of Accounting information Evidence from Australia. *Accounting Research Journal*, 21(2), 167-194.
- Juniarti, Helena, F., Novitasari and Tjamdinate, W. (2018). The Value Relevance of IFRS Adoption in Indonesia. *Journal Akuntansi dan Keuangan*, 20(1), 13-19.
- Kwon, Gee-Jung. (2018). Comparative value relevance of accounting information among Asian countries Focusing on Korea, Japan and China. *Managerial Finance*, 44(2), 110-126.
- Lee, Hsien-Li and Lee, Hua. (2013). Do Big 4 audit firms improve the value relevance of earnings and equity?. *Managerial Auditing Journal*, 28(7), 628-646.



- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687.  
<https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Permatasari, Ika and Narsa, I Made. (2021). Sustainability reporting or integrated reporting: Which one is valuable for investors?. *Journal of Accounting & Organizational Change*, DOI 10.1108/JAOC-12-2020-0204.
- Saha, Amitav and Bose, Sudipta. (2017). The Value Relevance of Financial and Non-Financial Information: Evidence from Recent Academic Literature. In M.O. North and J.V. Akkeren (Eds.) *Value Relevance of Accounting Information in Capital Markets* (pp.220-245). DOI:10.4018/978-1-5225-1900-3.ch015.
- Shamki, Dhiaia and Rahman, Azhar Abdul. (2013). Dose financial disclosure influence the value relevance of accounting information?. *Education, Business and Society: Contemporary Middle Eastern Issues*, 6(3/4), 216-232.
- Shamki, Dhiaa. (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.
- Tarquinio, Lara. and Carolina Posadas, Stefania. (2020). Exploring the term “non-financialinformation”: an academics’ view. *Meditari Accountancy Research*, 28(5), 727-749
- Umar, A.A., Dikki, A.C. and 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.
- Vafaei, Alireza., Taylor, Dennis and Ahmed, Kamran. (2011). The value relevance of Intellectual capital disclosures. *Journal of Intellectual Capital*, 12(3), 407-429.