

ความเกี่ยวข้องเชิงมูลค่าของกระแสเงินสดอิสระต่อหุ้น: หลักฐาน
เปรียบเทียบจากประเทศไทยและอินโดนีเซีย

The Value Relevance of Free Cash Flow per Share: Comparative Evidence
from Thailand and Indonesia

¹ยศวินกาญจน์ กอบกาญจนพฤติ, ^{2*}พิมลวรรณ ตรีพัฒนสิทธิ์

³ดาวพระศุกร์ ทองกลืน, และ ⁴จันทร์เจ้า สุภรรุ่งเจริญ

¹Yodsawinkan Kobkanjanapued, ^{2*}Pimonwan Tripattanasit

³Dawprasug Thongglin, and ⁴Janjao Supornrungcharoen

**Corresponding author*

^{1, 3, 4}คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

^{1, 3, 4}School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce, Thailand

^{2*}คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต

^{2*}Faculty of Accountancy, Rangsit University, Thailand

E-mail: ¹yodsawinkan_kob@utcc.ac.th, ^{2*}pimonwan.t@rsu.ac.th

³dawprasug_tho@utcc.ac.th, ⁴janjao_sup@utcc.ac.th

Received January 28, 2026; Revised March 9, 2026; Accepted March 22, 2026

บทคัดย่อ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความแตกต่างของความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระต่อหุ้น (FCFPS) ระหว่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซีย โดยใช้ข้อมูลทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ที่แปลงเป็นสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐในช่วงปี 2021–2024 การวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วยสถิติเชิงพรรณนา การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการถดถอยเชิงพหุ ผลการวิจัยพบว่า บริษัทในประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยของราคาหลักทรัพย์ กำไรต่อหุ้น (EPS) มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (BVS) และ FCFPS สูงกว่าบริษัทในอินโดนีเซียอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่อินโดนีเซียมีอัตราการเติบโตของ GDP สูงกว่าบริษัทในประเทศไทย การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ระบุว่าราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกในระดับสูงกับ EPS และ BVS และมีความสัมพันธ์ในระดับปานกลางกับ FCFPS สำหรับผลการวิเคราะห์ถดถอย พบว่า FCFPS มีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์โดยรวม อย่างมีนัยสำคัญ แต่ Interaction term ระหว่างตัวแปรหุ้นด้านประเทศกับ FCFPS มีค่าสัมประสิทธิ์เชิงลบ

อย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนถึงความแตกต่างของความเกี่ยวข้องต่อมูลค่าของ FCFPS ระหว่างตลาดหุ้นไทยและอินโดนีเซีย ข้อค้นพบนี้ชี้ให้เห็นว่า FCFPS มีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ในทั้งสองประเทศ แต่มีอิทธิพลและบทบาทแตกต่างกันตามบริบทของแต่ละตลาดหุ้น ผลการศึกษานี้เป็นประโยชน์ต่อทั้งนักลงทุน ผู้กำหนดนโยบาย และผู้วิจัยที่ต้องการเข้าใจบทบาทของ FCFPS ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นอาเซียน

คำสำคัญ: ความเกี่ยวข้องต่อมูลค่า; กระแสเงินสดอิสระต่อหุ้น; ราคาหลักทรัพย์; ประเทศไทย; ประเทศอินโดนีเซีย

Abstract

This article aims to examine the differences in the value relevance of free cash flow per share (FCFPS) between listed companies in Thailand and Indonesia, using financial and stock price data converted to U.S. dollars from 2021 to 2024. The data analysis includes descriptive statistics, mean difference tests, correlation analysis, and multiple regression analysis. The results show that Thai companies have significantly higher average stock prices, earnings per share (EPS), book value per share (BVS), and FCFPS compared to Indonesian companies, while Indonesia demonstrates a higher GDP growth rate. Correlation analysis reveals that stock prices are strongly positively correlated with EPS and BVS, and moderately correlated with FCFPS. The regression results indicate that FCFPS has a significant positive effect on stock prices overall; however, the interaction term between country and FCFPS is significantly negative, reflecting a difference in the value relevance of FCFPS between the Thai and Indonesian stock markets. These findings suggest that while FCFPS is relevant to stock prices in both countries, its influence and role differ depending on the context of each capital market. The study provides valuable insights for investors, policymakers, and researchers seeking to understand the role of FCFPS in stock price determination within ASEAN equity markets.

Keywords: Value Relevance; Free Cash Flow per Share; Stock Price; Thailand; Indonesia

บทนำ

ตลาดหุ้นในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้มีพลวัตการเปลี่ยนแปลงสูง ส่งผลให้ความสามารถของข้อมูลทางบัญชีในการสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทกลายเป็นประเด็นสำคัญสำหรับนักลงทุน ผู้กำหนดนโยบาย และนักวิจัยด้านการเงิน ในบรรดาตัวชี้วัดทางการเงินต่าง ๆ กระแสเงินสดอิสระต่อหุ้น (Free Cash Flow per Share: FCFPS) ได้รับการยอมรับในฐานะตัวแปรที่สะท้อนความสามารถของบริษัทในการสร้างกระแสเงินสดสำหรับการลงทุน ชำระหนี้ และจ่ายเงินปันผล (Maksy, 2017;

Adame et al., 2020) ตามแนวคิด Value Relevance ข้อมูลทางบัญชีที่มีคุณภาพสูงช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลในตลาดทุนและเพิ่มประสิทธิภาพในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Ohlson, 1995; Francis & Schipper, 1999) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยที่ผ่านมาชี้ว่าระดับความเกี่ยวข้องต่อมูลค่า (Value Relevance) ของ FCFPS ยังแตกต่างกันตามบริบทของแต่ละตลาด (Francis & Schipper, 1999; Mirza et al., 2019; Puspa et al., 2023)

แม้ว่าการศึกษาจำนวนมากจะทดสอบความเกี่ยวข้องของตัวแปรทางบัญชี เช่น กำไรสุทธิ มูลค่าทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กับราคาหลักทรัพย์ในหลายตลาด ได้แก่ สหรัฐอเมริกา ออสเตรเลีย มาเลเซีย อินโดนีเซีย และไทย (Bepari et al., 2013; Maksy, 2017; Mirza et al., 2019; Kobkanjanapued & Chotkunakitti, 2021; Puspa et al., 2023; Kobkanjanapued & Tripathanasit, 2023) แต่การศึกษาเชิงเปรียบเทียบ Value Relevance ของ FCFPS โดยตรงระหว่างประเทศไทยและอินโดนีเซียยังมีอยู่อย่างจำกัด ซึ่งถือเป็นช่องว่างทางวิชาการที่สำคัญ

ทั้งนี้ ประเทศไทยและอินโดนีเซียมีบริบทที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ อินโดนีเซียมีการเติบโตของ GDP ที่แข็งแกร่งและฐานนักลงทุนที่ขยายตัวต่อเนื่อง ขณะที่ไทยเผชิญกับการเติบโตที่ชะลอตัวและความท้าทายเชิงโครงสร้าง (Reuters, 2024; World Bank, 2021; SET, 2025; PwC Indonesia, 2024) ความแตกต่างเหล่านี้อาจส่งผลให้พฤติกรรมนักลงทุนและการตอบสนองต่อข้อมูล FCFPS แตกต่างกัน กล่าวคือ ในตลาดที่มีการเติบโตสูงอย่างอินโดนีเซีย นักลงทุนมีแนวโน้มให้น้ำหนักกับกระแสเงินสดอิสระในฐานะสัญญาณของศักยภาพการขยายธุรกิจสูงกว่าตลาดที่เติบโตช้าอย่างไทย

ดังนั้น ผู้วิจัยคาดว่า FCFPS จะมี value relevance ที่สูงกว่าในตลาดอินโดนีเซียเมื่อเทียบกับตลาดไทย จากช่องว่างทางวิชาการดังกล่าว งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบและเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องเชิงมูลค่า (Value Relevance) ของ FCFPS กับราคาหลักทรัพย์ระหว่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยและอินโดนีเซีย ผลการศึกษาคาดว่าจะเติมเต็มองค์ความรู้เชิงเปรียบเทียบด้าน Value Relevance ในตลาดทุนอาเซียน และให้ข้อมูลเชิงประจักษ์ที่เป็นประโยชน์ต่อการพัฒนานโยบายการเปิดเผยข้อมูลและการตัดสินใจลงทุนในภูมิภาค

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อทดสอบความแตกต่างของความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระระหว่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซีย

การทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ

Fama (1970) ได้แบ่งประเภทของสมมติฐานที่เกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาด ออกเป็น 3 ระดับตามข้อมูลข่าวสารหรือข้อมูลใหม่ที่นักลงทุนได้รับ ซึ่งนักลงทุนจะใช้ข้อมูลข่าวสารหรือข้อมูล

ใหม่ในการประกอบการตัดสินใจเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยสมมติฐานที่เกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาดระดับแรกคือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak Form Efficient Market Hypothesis) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลตลาด (Market Information) ที่เกี่ยวข้องกับราคาและข้อมูลการซื้อขายของหลักทรัพย์ทั้งหมดในอดีต ระดับที่สองคือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (Semi-Strong Form Efficient Market Hypothesis) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะปรับตัวทันทีต่อข้อมูลสาธารณะทั้งหมด (Public Information) หรืออาจกล่าวได้ว่า ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลสาธารณะทั้งหมดอย่างเต็มที่ และระดับที่สามคือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong Form Efficient Market Hypothesis) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลทั้งหมดทั้งที่เป็นข้อมูลสาธารณะ (Public Information) และข้อมูลส่วนบุคคลที่ไม่ได้เปิดเผยต่อสาธารณะ (Private Information) อย่างเต็มที่

กระแสเงินสดอิสระ

กระแสเงินสดอิสระต่อหุ้น (Free Cash Flow per Share: FCFPS) เป็นตัวชี้วัดทางการเงินที่สำคัญในการประเมินความสามารถของบริษัทในการสร้างกระแสเงินสดที่สามารถนำไปใช้ในการลงทุน การชำระหนี้ หรือการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น FCFPS คำนวณโดยการนำกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash Flow from Operations: CFO) หักด้วยค่าใช้จ่ายลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Capital Expenditures: CapEx) และหักด้วยเงินปันผลที่จ่ายให้แก่หุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Stock Dividends) แล้วหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญที่มีอยู่ สูตรการคำนวณสามารถแสดงได้ ดังนี้

$$FCFPS = (CFO - CapEx - Preferred Dividends) / \text{Number of Common Shares Outstanding}$$

การใช้ FCFPS เป็นเครื่องมือในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์มีความสำคัญเนื่องจากให้ข้อมูลที่สะท้อนถึงความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดที่แท้จริงของบริษัท ซึ่งต่างจากกำไรสุทธิที่อาจได้รับผลกระทบจากรายการบัญชีหรือรายการที่ไม่ใช่เงินสด Maksy (2017) พบว่า FCFPS มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับราคาหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคของสหรัฐอเมริกา โดยเฉพาะเมื่อคำนวณ FCF โดยใช้สูตรที่กล่าวถึงข้างต้น

นอกจากนี้ การศึกษาโดย Adame et al. (2020) พบว่าตลาดหุ้นมีการตอบสนองต่อข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระอย่างมีนัยสำคัญ และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเมื่อเวลาผ่านไป โดยเฉพาะในบริษัทที่มีระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลสูงหรือในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่กำลังเติบโตอาจไม่สะท้อนถึงความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดที่แท้จริง

ความเกี่ยวข้องต่อมูลค่า

ความเกี่ยวข้องต่อมูลค่า (Value Relevance) เป็นแนวคิดที่สำคัญในด้านการบัญชีและการเงิน ซึ่งมุ่งเน้นการประเมินว่าข้อมูลทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของบริษัทหรือไม่ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชี เช่น กำไรสุทธิ หรือมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ แนวคิดนี้มีรากฐานมาจากการวิจัยของ Ball and Brown

(1968) และ Beaver (1968) ซึ่งพบว่าข้อมูลทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

การวิจัยในด้าน Value Relevance มักใช้แบบจำลองการถดถอย (Regression Models) เพื่อวัดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ เช่น แบบจำลองของ Ohlson (1995) ซึ่งได้เสนอว่า มูลค่าของบริษัทสามารถอธิบายได้โดยกำไรสุทธิและมูลค่าทางบัญชี การศึกษานี้ช่วยให้เข้าใจถึงวิธีที่ข้อมูลทางบัญชีสะท้อนมูลค่าของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์

อย่างไรก็ตาม การวิจัยบางส่วนชี้ให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์อาจลดลงในบางช่วงเวลา เช่น Francis and Schipper (1999) พบว่าความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีลดลงในช่วงเวลาหนึ่ง ซึ่งอาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในลักษณะของธุรกิจหรือการเปลี่ยนแปลงในมาตรฐานการรายงานทางการเงิน

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งในประเทศไทยและอินโดนีเซีย

การศึกษาความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีกับมูลค่าหุ้นได้รับความสนใจอย่างต่อเนื่องในประเทศไทยและอินโดนีเซีย โดยเฉพาะในบริบทของกระแสเงินสดอิสระต่อหุ้น (FCFPS) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดที่สำคัญในการประเมินมูลค่าบริษัท งานวิจัยของ Yochalee et al. (2024) ได้ศึกษาความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าทางบัญชี กำไรต่อหุ้น และกระแสเงินสดอิสระของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก่อนและระหว่างสถานการณ์ COVID-19 ผลการวิจัยพบว่าความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของตัวแปรเหล่านี้ลดลงจาก 67.40% เป็น 51.10% โดยกำไรต่อหุ้นยังคงเป็นตัวแปรที่มีความสำคัญสูงสุดในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ทั้งก่อนและระหว่างสถานการณ์ COVID-19 ขณะที่ Kobkanjanapued and Chotkunakitti (2021) พบว่าในตอนที่ช่วงการเกิดสถานการณ์ COVID-19 ข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีระดับความสัมพันธ์ต่อราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นและมากกว่ากำไรทางบัญชี

Puspa et al. (2023) ได้ศึกษาความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชี ได้แก่ กำไรสุทธิ มูลค่าทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในภาคการผลิต หลังจากการนำมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) มาใช้ ผลการวิจัยพบว่า กำไรสุทธิและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ ขณะที่มูลค่าทางบัญชีไม่มีความเกี่ยวข้องอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ การศึกษาโดย Nuramanda et al. (2023) ได้ประเมินผลกระทบของกระแสเงินสดอิสระต่อมูลค่าของบริษัทในภาคเหมืองแร่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียในช่วงปี 2020–2021 ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีระดับกระแสเงินสดอิสระสูงมีแนวโน้มที่จะมีมูลค่าบริษัทที่สูงขึ้น ซึ่งสะท้อนถึงความสามารถในการลงทุน ชำระหนี้ หรือคืนมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น

จากงานวิจัยที่กล่าวมาข้างต้น แสดงให้เห็นว่าความเกี่ยวข้องของ FCFPS กับราคาหลักทรัพย์มีความแตกต่างกันไปตามบริบทของแต่ละประเทศและอุตสาหกรรม การศึกษาความสัมพันธ์นี้ในบริบท

ของประเทศไทยและอินโดนีเซียจึงเป็นสิ่งที่มีความสำคัญในการเติมเต็มช่องว่างทางวิชาการและเสริมสร้างความเข้าใจในระดับภูมิภาค

ข้อแตกต่างด้านสถานะเศรษฐกิจและโครงสร้างตลาดระหว่างประเทศไทยและอินโดนีเซีย

ในช่วงปี 2021 ถึง 2024 ประเทศไทยและอินโดนีเซียมีพัฒนาการทางเศรษฐกิจและโครงสร้างตลาดที่แตกต่างกันอย่างชัดเจน โดยมีปัจจัยหลายประการที่ส่งผลกระทบต่อทิศทางการเติบโตและความมั่นคงทางเศรษฐกิจของทั้งสองประเทศ

สถานะเศรษฐกิจ

ประเทศไทยเผชิญกับการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัว โดยในปี 2024 คาดว่า GDP จะเติบโตเพียง 2.5% ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอาเซียน สาเหตุหลักมาจากการพึ่งพาการส่งออกและการท่องเที่ยวที่ได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอก เช่น การแข่งขันจากสินค้านำเข้าราคาถูกจากจีน และการปิดโรงงานในภาคการผลิตกว่า 2,000 แห่งในช่วงปีที่ผ่านมา ส่งผลให้เกิดการเลิกจ้างงานและความไม่มั่นคงทางเศรษฐกิจในระดับครัวเรือน (Reuters, 2024)

ในทางตรงกันข้าม อินโดนีเซียมีการเติบโตทางเศรษฐกิจที่มั่นคง โดย GDP เติบโตเฉลี่ย 5.0% ต่อปีในช่วงเวลาดังกล่าว การบริโภคภาคเอกชนและการลงทุนภาครัฐเป็นปัจจัยหลักที่ขับเคลื่อนเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม อินโดนีเซียยังคงเผชิญกับความท้าทาย เช่น การลดลงของชนชั้นกลางจาก 21.5% ในปี 2019 เหลือ 17.1% ในปี 2024 ซึ่งอาจส่งผลต่อการบริโภคภายในประเทศในระยะยาว (Reuters, 2024)

โครงสร้างตลาดทุน

ตลาดหลักทรัพย์ของทั้งสองประเทศมีความแตกต่างกันในด้านขนาดและโครงสร้าง ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีบริษัทจดทะเบียนประมาณ 858 แห่ง โดยมีการเปิดตลาดสำหรับบริษัทขนาดเล็กและสตาร์ทอัพผ่านตลาด mai และ LiVE Exchange อย่างไรก็ตาม ตลาดหุ้นไทยยังคงเผชิญกับความผันผวนและความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่ลดลงในช่วงปี 2024 (SET, 2025) สำหรับตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (IDX) มีบริษัทจดทะเบียนประมาณ 964 แห่ง โดยมีมูลค่าตลาดรวมประมาณ 736 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ อย่างไรก็ตาม การระดมทุนผ่าน IPO ในปี 2024 ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีเพียง 40 บริษัทที่เข้าจดทะเบียนใหม่ เทียบกับ 79 บริษัทในปี 2023 ซึ่งสะท้อนถึงความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจและการเมืองในประเทศ (PwC Indonesia, 2024)

การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

การพัฒนาสมมติฐานการวิจัยสำหรับการศึกษาความเกี่ยวข้องต่อมูลค่าของกระแสเงินสดอิสระต่อหุ้น (FCFPS) สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยและอินโดนีเซีย มีพื้นฐานจากแนวคิด Value Relevance ที่เชื่อว่าข้อมูลทางบัญชีมีความสามารถในการสะท้อนมูลค่าของบริษัทในตลาดทุน (Ohlson, 1995; Francis & Schipper, 1999) โดย FCFPS เป็นหนึ่งในตัวแปรทางบัญชี

และการเงินที่นักลงทุนให้ความสำคัญเนื่องจากสะท้อนถึงศักยภาพในการสร้างกระแสเงินสดซึ่งสามารถนำไปใช้ในการลงทุน ชำระหนี้ หรือจ่ายปันผล (Maksy, 2017)

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยที่ผ่านมาพบว่าระดับความเกี่ยวข้องของ FCFPS กับราคาหลักทรัพย์อาจแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศหรือแต่ละตลาดทุน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับโครงสร้างตลาด นโยบายการเปิดเผยข้อมูล และบริบทเศรษฐกิจของแต่ละประเทศ (Mirza et al., 2019; Puspa et al., 2023) ตัวอย่างเช่น ผลการศึกษาของ Yochalee et al. (2024) พบว่า ในประเทศไทย กำไรต่อหุ้น (EPS) มีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์สูงกว่า FCFPS ขณะที่การศึกษาของ Nuramanda et al. (2023) ในอินโดนีเซีย พบว่า FCFPS มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าบริษัทอย่างมีนัยสำคัญในกลุ่มบริษัทเหมืองแร่

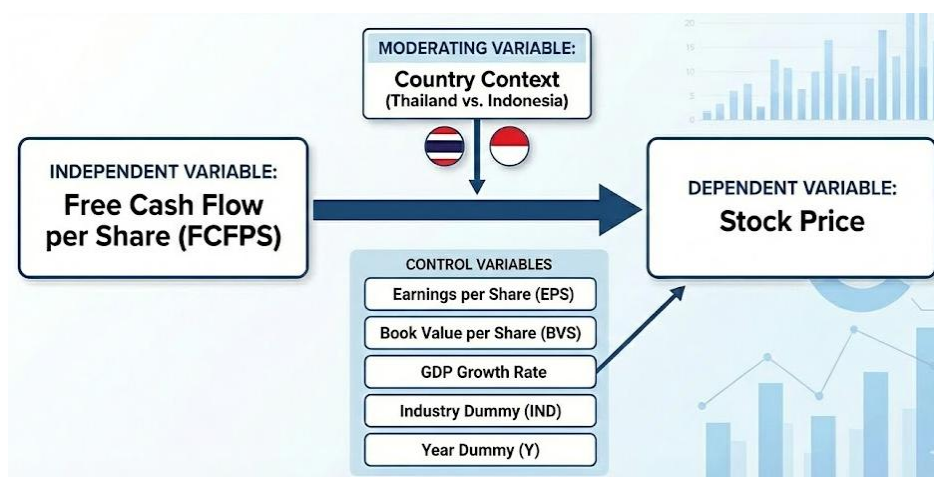
นอกจากนี้ ความแตกต่างด้านสภาวะเศรษฐกิจและโครงสร้างตลาดของแต่ละประเทศย่อมส่งผลกระทบต่อตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนและความเชื่อมั่นในข้อมูลทางการเงิน (World Bank, 2021; Reuters, 2024) ตัวอย่างเช่น ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียมีลักษณะตลาดทุนที่กำลังเติบโตและมีขนาดบริษัทหลากหลายมากกว่าประเทศไทย ซึ่งอาจทำให้ปัจจัยที่อธิบายราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันระหว่างสองประเทศ

จากการทบทวนวรรณกรรมดังกล่าว ผู้วิจัยจึงพัฒนาสมมติฐานได้ดังนี้

สมมติฐานการวิจัย

กระแสเงินสดอิสระต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซียแตกต่างกัน ทั้งนี้ สมมติฐานที่กำหนดขึ้นนี้มีรากฐานจากความแตกต่างของปัจจัยเชิงสถาบัน เศรษฐกิจ และโครงสร้างตลาดทุนระหว่างสองประเทศ

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

Note: P คือ ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท; FCFPS คือ กระแสเงินสดอิสระต่อหุ้น; C คือ ตัวแปรหุ่นแทนประเทศ (Country Dummy); BVS คือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น; EPS คือ กำไรต่อหุ้น; SIZE คือ ขนาดกิจการ; DER คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น; ROE คือ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น; GDP คือ อัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ; IND คือ ตัวแปรหุ่นแทนประเภทอุตสาหกรรม และ Y คือ ตัวแปรหุ่นแทนช่วงเวลาการศึกษา

ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (IDX) โดยกลุ่มตัวอย่างถูกคัดเลือกตามเกณฑ์ (ตารางที่ 1) ดังต่อไปนี้

1. ไม่เป็นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน กองทุนรวม และกองทรัสต์
2. บริษัทต้องจัดทำงบการเงินที่สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคมของแต่ละปี
3. บริษัทต้องมีมูลค่าตามบัญชีเป็นบวกตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา
4. บริษัทต้องมีข้อมูลทางการเงินครบถ้วนสำหรับระยะเวลาที่ศึกษา และไม่มีข้อมูลที่เป็นค่าผิดปกติ (outlier)

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ได้ข้อมูลที่มีความสมบูรณ์และเปรียบเทียบกันได้ระหว่างสองตลาดหลักทรัพย์

ตารางที่ 1 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง		Thailand	Indonesia
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (2021–2024)		2,832	3,856
หัก	กลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน กองทุนรวมและกองทรัสต์	352	640
	งบการเงินไม่ใช่ 31 ธันวาคม	220	492
	มูลค่าตามบัญชีติดลบ	24	164
	ข้อมูลผิดปกติและข้อมูลไม่ครบถ้วน	1,212	1,712
กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา		1,024	848

การรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลในการวิจัยครั้งนี้ดำเนินการโดยใช้ฐานข้อมูล LSEG Workspace ซึ่งเป็นแหล่งข้อมูลสากลที่ได้รับความเชื่อถือ โดยครอบคลุมข้อมูลทางการเงิน ข้อมูล GDP และราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอินโดนีเซีย ระหว่างปี ค.ศ. 2021 ถึง 2024 รวมระยะเวลา 4 ปี ทั้งนี้ ข้อมูลได้รับการตรวจสอบความถูกต้องและความครบถ้วนก่อนนำไปวิเคราะห์ทางสถิติ

ตัวแบบการศึกษา

งานวิจัยนี้ใช้แบบจำลองการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Model) เพื่อทดสอบความแตกต่างของความสัมพันธ์ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระระหว่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซีย โดยกำหนดตัวแบบสมการ ดังนี้

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 C_i + \beta_2 FCFPS_{it} + \beta_3 (C_i * FCFPS_{it}) + \beta_4 BVS_{it} + \beta_5 EPS_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 DER_{it} + \beta_8 ROE_{it} + \beta_9 GDP_t + \sum_{j=10}^{18} \beta_j IND_{ji} + \sum_{k=19}^{21} \beta_k Y_{kt} + \epsilon_{it}$$

โดยที่ P_{it} คือ ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท i ในปี t , C_i คือ ตัวแปรแทนประเทศ (Country Dummy) ถ้าเป็นบริษัทในอินโดนีเซีย กำหนดค่าเป็น 0 ถ้าเป็นบริษัทในประเทศไทย กำหนดค่าเป็น 1, $FCFPS_{it}$ คือ กระแสเงินสดอิสระต่อหุ้นของบริษัท i ในปี t , $C_i * FCFPS_{it}$ คือ Interaction term (พจน์ปฏิสัมพันธ์) สำหรับตรวจสอบความแตกต่างของ FCFPS ระหว่างสองประเทศ, BVS_{it} คือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัท i ในปี t , EPS_{it} คือ กำไรต่อหุ้นของบริษัท i ในปี t , $SIZE_{it}$ คือ ขนาดกิจการวัดจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปี t , DER_{it} คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ในปี t , ROE_{it} คือ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ในปี t , GDP_t คือ อัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP growth rate) ในปี t ของแต่ละประเทศ และ ϵ_{it} คือ ค่าคลาดเคลื่อนของสมการ (Error term) นอกจากนี้ ยังควบคุมผลกระทบของลักษณะกลุ่มอุตสาหกรรมและช่วงเวลาการศึกษา โดยที่ IND_{ji} คือ ตัวแปรเชิงหุ่น (Dummy) สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรม (ตามเกณฑ์ Global Industry Classification Standard: GICS) ของบริษัท i (รวม 9 กลุ่มอุตสาหกรรม ใช้ค่า 0 หรือ 1), Y_{kt} คือ ตัวแปรเชิงหุ่น (Dummy) สำหรับปีที่ศึกษา (Year Fixed Effects) ในแต่ละปี (เช่น 2021–2024)

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์

การวิเคราะห์ข้อมูลในการวิจัยครั้งนี้ใช้ทั้งสถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมาน ดังนี้

สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ใช้เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูลตัวแปรหลัก ซึ่งประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ใช้เพื่อทดสอบสมมติฐานและอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ดังนี้

การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่ม (Independent Samples t-test) ทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย FCFPS ระหว่างบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยและอินโดนีเซีย

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามแบบรายคู่ และระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเอง

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ใช้วิธีถดถอยเชิงพหุแบบ Ordinary Least Squares (OLS) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระต่อหุ้น (FCFPS) และตัวแปรควบคุมอื่น ๆ กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอินโดนีเซีย รวมถึงวิเคราะห์ผลของ interaction term ระหว่างประเทศกับ FCFPS ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างประเทศไทยกับประเทศอินโดนีเซีย

ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงบรรยาย

ตารางที่ 2 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรสำคัญสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (IDX) ระหว่างปี 2021–2024 โดยแปลงค่าเงินทั้งสองสกุลเป็นดอลลาร์สหรัฐเพื่อความเทียบเคียง

ภาพรวมที่โดดเด่นที่สุดคือ บริษัทจดทะเบียนในไทยมีค่าเฉลี่ยของตัวแปรทางการเงินทุกตัวสูงกว่าอินโดนีเซียอย่างชัดเจน ไม่ว่าจะเป็นราคาหลักทรัพย์ (P) กระแสเงินสดอิสระต่อหุ้น (FCFPS) มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ความแตกต่างนี้สะท้อนถึงโครงสร้างราคาหลักทรัพย์และขนาดธุรกิจที่แตกต่างกันของสองตลาด มากกว่าจะบ่งชี้ถึงความสามารถในการสร้างมูลค่าที่เหนือกว่า ในด้านการกระจายตัวของข้อมูล ตัวแปรของไทยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงกว่าอินโดนีเซีย สำหรับ P, FCFPS, BVS และ EPS ขณะที่ ROE ของอินโดนีเซียกลับมีการกระจายตัวกว้างกว่า ซึ่งชี้ให้เห็นถึงความหลากหลายของผลการดำเนินงานในตลาดอินโดนีเซีย

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่าบริษัทในไทยมีขนาดกิจการ (SIZE) และอัตราส่วนหนี้สิน (DER) สูงกว่าอินโดนีเซียเล็กน้อย ในขณะที่ ROE เฉลี่ยของทั้งสองประเทศอยู่ในระดับใกล้เคียงกัน (ไทย 6.85% และอินโดนีเซีย 5.93%) แม้ว่าในช่วงเวลาเดียวกัน อินโดนีเซียจะมีอัตราการเติบโตของ GDP เฉลี่ยสูงกว่าไทยอย่างต่อเนื่อง (ราว 4.75% ต่อปี เทียบกับ 2.25% ต่อปี) บ่งชี้ว่าการเติบโตทางเศรษฐกิจในระดับมหภาคและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดทุนอาจเคลื่อนไหวในทิศทางที่ไม่สอดคล้องกันเสมอไป (โดยที่ข้อมูล GDP ไม่ได้ถูกแสดงไว้ในตาราง)

ผลจากการวิเคราะห์เชิงพรรณนาในขั้นนี้เป็นเพียงภาพรวมเบื้องต้น การทดสอบนัยสำคัญทางสถิติของความแตกต่างและความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรจะนำเสนอในลำดับต่อไป

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

Variable	Country	Mean	SD	Minimum	Maximum
P	Thailand	0.14303	0.13970	0.00082	0.90749
	Indonesia	0.01907	0.01809	0.00032	0.12634
FCFPS	Thailand	0.00354	0.00873	-0.02462	0.03819
	Indonesia	0.00070	0.00152	-0.00420	0.00676
BVS	Thailand	0.12269	0.10684	0.00558	0.59560
	Indonesia	0.01737	0.01477	0.00017	0.08174
EPS	Thailand	0.00815	0.01074	-0.02439	0.05255
	Indonesia	0.00107	0.00167	-0.00438	0.00841
SIZE	Thailand	18.87289	1.27284	16.48287	22.59746
	Indonesia	18.22826	1.54347	14.74511	22.03851
DER	Thailand	0.50985	0.54319	<0.00001	2.41507
	Indonesia	0.30921	0.35392	<0.00001	1.86170
ROE	Thailand	6.85156	8.28743	-15.14387	36.54011
	Indonesia	5.93433	9.60238	-22.17652	39.03202

ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย

ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย FCFPS ระหว่างบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยและอินโดนีเซียโดยใช้ Student's t-test ตามตารางที่ 3 พบว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($t = -9.36$, $df = 1,870$, $p < .001$) โดยค่าเฉลี่ย FCFPS ของบริษัทในประเทศไทยสูงกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทในอินโดนีเซีย นอกจากนี้ Levene's test มีนัยสำคัญ ($p < .05$) แสดงว่าการทดสอบนี้ไม่ได้มีสมมติฐานของความแปรปรวนเท่ากัน (equal variances not assumed) สำหรับขนาดอิทธิพลของความแตกต่าง (effect size) ซึ่งวัดด้วย Cohen's d มีค่า -0.43 สะท้อนว่าความแตกต่างนี้อยู่ในระดับปานกลาง โดยที่ 0 แทนกลุ่มบริษัทในอินโดนีเซีย และ 1 แทนกลุ่มบริษัทในประเทศไทย

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของ FCFPS ระหว่างบริษัทในประเทศไทยกับประเทศอินโดนีเซีย

		Statistic	df	p	Effect Size	
FCFPS	Student's t	-9.35744 ^a	1870.000	< .001	Cohen's d	-0.43447

Note: $H_a: \mu_0 \neq \mu_1$

^a Levene's test is significant ($p < .05$), suggesting a violation of the assumption of equal variances

Mean Difference = $\bar{x}_{\text{Indonesia}} - \bar{x}_{\text{Thailand}}$

ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์

ก่อนการวิเคราะห์การถดถอย งานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เป็นขั้นตอนเบื้องต้นเพื่อตรวจสอบทิศทางและระดับความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปร โดยไม่ได้มีนัยเชิงเหตุผล ผลจากตารางที่ 4 ซึ่งรายงานทั้ง Pearson's r และ Spearman's rho แสดงให้เห็นรูปแบบที่สอดคล้องกันในสองวิธี ดังนี้

ประการแรก ราคาหลักทรัพย์ (P) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับตัวแปรทางการเงินทุกตัว โดย EPS และ BVS แสดงระดับความสัมพันธ์สูงสุด รองลงมาคือ FCFPS ในระดับปานกลาง และ SIZE กับ DER ในระดับต่ำ ผลนี้บ่งชี้เบื้องต้นว่า FCFPS มีความเชื่อมโยงกับราคาหลักทรัพย์ในทิศทางที่สอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัย

ประการที่สอง FCFPS มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ EPS และ BVS ในระดับที่สังเกตเห็นได้ชัด สะท้อนว่าตัวแปรเหล่านี้อาจสะท้อนมิติที่ทับซ้อนกันของผลการดำเนินงานทางการเงิน อย่างไรก็ตาม ไร้ก็ดี ระดับความสัมพันธ์ดังกล่าวยังไม่ถึงขั้นที่อาจก่อปัญหา multicollinearity ในแบบจำลองการถดถอย ซึ่งจะได้รับการตรวจสอบในขั้นตอนต่อไป

ประการที่สาม GDP มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์และตัวแปรทางการเงินส่วนใหญ่อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งน่าจะสะท้อนถึงความแตกต่างเชิงโครงสร้างระหว่างสองประเทศในกลุ่มตัวอย่าง มากกว่าที่จะหมายความว่า การเติบโตทางเศรษฐกิจส่งผลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์โดยตรง

โดยสรุป ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ในเบื้องต้นสนับสนุนความเหมาะสมของตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลอง และให้ภาพรวมที่เป็นประโยชน์ก่อนการตีความผลการถดถอยในลำดับถัดไป

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Pooled data)

Variable	Correlation	P	FCFPS	BVS	EPS	SIZE	DE	ROE
FCFPS	Pearson's r	0.40265***	—					
	Spearman's rho	0.38102***	—					
BVS	Pearson's r	0.66635***	0.30610***	—				
	Spearman's rho	0.83337***	0.35317***	—				
EPS	Pearson's r	0.72073***	0.61654***	0.59892***	—			
	Spearman's rho	0.71659***	0.59936***	0.62932***	—			
SIZE	Pearson's r	0.27773***	0.15068***	0.29320***	0.27586***	—		
	Spearman's rho	0.30855***	0.20181***	0.39759***	0.32151***	—		
DE	Pearson's r	0.10425***	0.07197**	0.06842**	0.06291**	0.41892***	—	
	Spearman's rho	0.12220***	0.09284***	0.15193***	0.06015**	0.42592***	—	
ROE	Pearson's r	0.30220***	0.36239***	0.04547*	0.51653***	0.16804***	-0.03483	—
	Spearman's rho	0.40841***	0.50791***	0.16822***	0.76933***	0.18839***	0.01267	—
GDP	Pearson's r	-0.50250***	-0.21139***	-0.49471***	-0.37413***	-0.19784***	-0.19438***	-0.07222**
	Spearman's rho	-0.67161***	-0.21042***	-0.67170***	-0.40466***	-0.17035***	-0.16452***	-0.10168***

Note: * $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุตามตารางที่ 5 แสดงให้เห็นว่าตัวแบบสามารถอธิบายความผันแปรของราคาหุ้น (P) ได้เป็นอย่างดี โดยมีค่า R^2 เท่ากับ 74.59% และ Adjusted R^2 เท่ากับ 74.30% ซึ่งสะท้อนถึงความเหมาะสมของตัวแบบในการทำนายราคาหลักทรัพย์

สำหรับตัวแปรสำคัญ พบว่า FCFPS (กระแสเงินสดอิสระต่อหุ้น) มีค่าสัมประสิทธิ์บวกอย่างมีนัยสำคัญ (Coefficient = 29.928, $t = 4.222$, $p < 0.001$) แสดงว่า FCFPS มีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหุ้นในภาพรวม อย่างไรก็ตาม interaction term ระหว่างประเทศกับ FCFPS ($C \times FCFPS$) มีค่าสัมประสิทธิ์ติดลบอย่างมีนัยสำคัญ (Coefficient = -35.009, $t = -4.930$, $p < 0.001$) บ่งชี้ว่าผลของ FCFPS ต่อราคาหุ้นของบริษัทในประเทศไทย ($C = 1$) มีขนาดต่ำกว่าบริษัทในอินโดนีเซีย ($C = 0$) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้

นอกจากนี้ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) กำไรต่อหุ้น (EPS) ขนาดกิจการ (SIZE) และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีผลบวกต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.001$) ส่วนตัวแปร GDP มีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหุ้น (Coefficient = -10.638, $t = -8.994$, $p < 0.001$) ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER) ไม่แสดงความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับราคาหุ้น ($p = 0.1642$)

สำหรับตัวแปรควบคุมอื่น ๆ ทั้ง dummy อุตสาหกรรม (IND) และ dummy ปี (Y) รวมอยู่ในโมเดลและมีผลควบคุมความแตกต่างเฉพาะด้านตามกลุ่มอุตสาหกรรมและปี

การทดสอบสมมติฐานร่วม (F-test) พบว่าสมการมีความเหมาะสมอย่างมีนัยสำคัญ ($F = 65.290$, $p < 0.001$) และค่าคะแนน Durbin-Watson อยู่ที่ 1.5549 ซึ่งอยู่ในเกณฑ์ที่ไม่มีปัญหา autocorrelation อย่างรุนแรง และเพื่อควบคุมปัญหา heteroscedasticity และ autocorrelation ที่อาจมี

อยู่ในข้อมูล งานวิจัยนี้ได้ประมาณค่า standard errors ด้วยวิธี Robust (HAC) standard errors ตามแนวทางของ Newey and West (1987) เพื่อให้ผลการวิเคราะห์มีความน่าเชื่อถือมากขึ้น

อย่างไรก็ตาม แม้จะมีการ mean-centering ตัวแปร FCFPS แล้ว แต่ค่า VIF ของ FCFPS และ interaction term ยังคงสูงกว่า 10 จึงควรแปลผลสัมประสิทธิ์ด้วยความระมัดระวัง (Wooldridge, 2020; O'Brien, 2007) แต่ถึงแม้ตัวแปรปฏิสัมพันธ์จะมีค่า VIF สูง แต่ถือเป็น Structural Multicollinearity ซึ่ง Allison (1977) ระบุว่าไม่ได้ส่งผลกระทบต่อความเที่ยงตรงของการทดสอบนัยสำคัญในส่วนของการ Interaction effects

เพราะฉะนั้น ผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่า FCFPS และตัวแปรทางการเงินหลักอื่น ๆ มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งในประเทศไทยและอินโดนีเซีย แต่ผลของ FCFPS มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญระหว่างสองประเทศ

ตารางที่ 5 Multiple regression analysis results

Model: $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 C_{it} + \beta_2 FCFPS_{it} + \beta_3 (C_{it} * FCFPS_{it}) + \beta_4 BVS_{it} + \beta_5 EPS_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 DER_{it} + \beta_8 ROE_{it} + \beta_9 GDP_{it} + \sum_{j=10}^{18} \beta_j IND_{ji} + \sum_{k=19}^{21} \beta_k Y_{kt} + \varepsilon_{it}$				
	Coefficient	t-ratio	p-value	
const	2.058	14.870	<0.0001	***
C	0.212	5.841	<0.0001	***
FCFPS	29.928	4.222	<0.0001	***
C*FCFPS	-35.009	-4.930	<0.0001	***
BVS	2.348	17.570	<0.0001	***
EPS	9.347	6.204	<0.0001	***
SIZE	0.023	3.672	0.0003	***
DER	0.025	1.393	0.1642	
ROE	0.017	12.880	<0.0001	***
GDP	-10.638	-8.994	<0.0001	***
IND	Yes			
Y	Yes			
F-test = 65.290	P-value(F) = < 0.001	R ² = 0.7459	Adjusted R ² = 0.7430	
Durbin-Watson = 1.5549		Robust (HAC) standard errors		

1) All variables exhibited VIF values below 10, with the exception of FCFPS and the interaction term (C*FCFPS).

2) Although mean-centering FCFPS did not sufficiently reduce VIF values below 10 for FCFPS and the interaction term, these variables are essential to our research question. We therefore report the results with a caution regarding potential multicollinearity and interpret the coefficients carefully (Wooldridge, 2020; O'Brien, 2007).

Note: *** p < .01

อภิปรายผลการวิจัย

ผลการศึกษาพบว่า FCFPS มีความเกี่ยวข้องเชิงมูลค่ากับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญในทั้งสองตลาด ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิด Value Relevance ของ Ohlson (1995), and Francis and Schipper (1999) ที่ระบุว่าข้อมูลทางการเงินที่สะท้อนความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดมีบทบาทต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในตลาดทุน นอกจากนี้ BVS และ EPS ยังแสดงความเกี่ยวข้องเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับงานของ Mirza et al. (2019), and Yochalee et al. (2024) ที่ยืนยันบทบาทของกำไรและมูลค่าทางบัญชีในการอธิบายราคาหุ้นในตลาดกำลังพัฒนา

ข้อค้นพบที่สำคัญของงานวิจัยนี้คือ ระดับของความสัมพันธ์ระหว่าง FCFPS กับราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันระหว่างสองประเทศอย่างมีนัยสำคัญ โดย Interaction term พบค่าสัมประสิทธิ์เชิงลบ บ่งชี้ว่า FCFPS มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดอินโดนีเซียสูงกว่าไทย ผลนี้ขยายข้อค้นพบของ Puspa et al. (2023), and Kobkanjanapued and Tripattanasit (2023) ที่ชี้ว่าความเกี่ยวข้องเชิงมูลค่าของข้อมูลทางบัญชีแตกต่างกันตามบริบทของแต่ละตลาด โดยงานวิจัยนี้นำเสนอหลักฐานเชิงเปรียบเทียบโดยตรงระหว่างสองตลาดในอาเซียนซึ่งยังขาดอยู่ในวรรณกรรมที่ผ่านมา

ความแตกต่างดังกล่าวน่าจะอธิบายได้จากสองปัจจัยหลัก ประการแรก คือบริบทการเติบโตของตลาด ประเทศอินโดนีเซียมีอัตราการเติบโตของ GDP เฉลี่ยสูงกว่าประเทศไทยในช่วงปี 2021–2024 ในตลาดที่กำลังขยายตัวเช่นนี้ นักลงทุนมีแนวโน้มตีความ FCFPS ในฐานะสัญญาณของศักยภาพการลงทุนและการขยายธุรกิจ ทำให้ข้อมูลนี้มีน้ำหนักในการกำหนดราคาหุ้นสูงกว่า ประการที่สอง คือโครงสร้างตลาดทุนและฐานนักลงทุน ตลาดหุ้นไทยมีการกระจุกตัวในกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ที่มีประวัติจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอ นักลงทุนจึงอาจให้น้ำหนักกับ EPS และ BVS มากกว่า FCFPS ในการตัดสินใจลงทุน ขณะที่ตลาดอินโดนีเซียซึ่งมีบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กเพิ่มขึ้น กระแสเงินสดอิสระจึงเป็นสัญญาณที่นักลงทุนให้ความสำคัญมากกว่าในการประเมินความแข็งแกร่งทางการเงิน (SET, 2025; PwC Indonesia, 2024)

ผลการศึกษาที่มีนัยสำคัญต่อนักลงทุนในตลาดทุนอาเซียน กล่าวคือ FCFPS มีประสิทธิภาพสูงกว่าในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ในตลาดอินโดนีเซีย ขณะที่การใช้ FCFPS เป็นเกณฑ์หลักในตลาดไทยควรทำด้วยความระมัดระวัง และควรพิจารณาพร้อมกับ EPS และ BVS ซึ่งมีน้ำหนักในการอธิบายราคาหุ้นสูงกว่า สำหรับผู้กำหนดนโยบาย ความแตกต่างนี้ชี้ให้เห็นถึงความจำเป็นในการพัฒนามาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลกระแสเงินสดที่สอดคล้องกับบริบทของแต่ละตลาด เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในภูมิภาค

องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

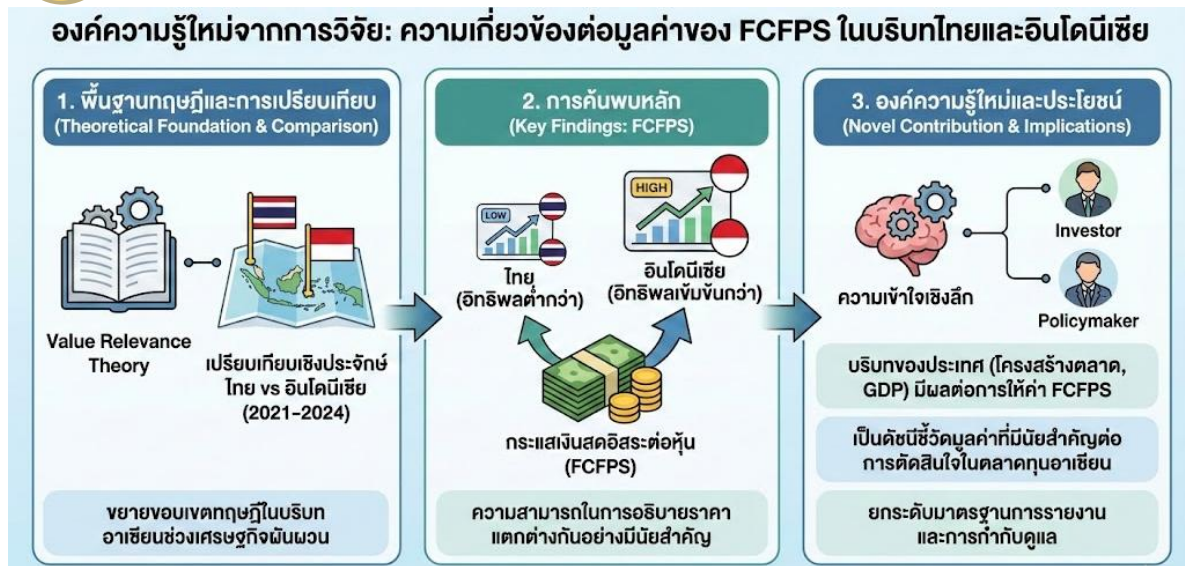
งานวิจัยนี้สร้างองค์ความรู้ใหม่ใน 3 ด้านที่แตกต่างจากงานวิจัยที่ผ่านมาอย่างชัดเจน

ด้านที่ 1 หลักฐานเชิงเปรียบเทียบข้ามประเทศในอาเซียน แม้ว่างานวิจัยก่อนหน้านี้จะศึกษา Value Relevance ของ FCFPS ในบริบทของประเทศเดียวหรือในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว งานวิจัยนี้เป็นงานที่ทดสอบและเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องเชิงมูลค่าของ FCFPS ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ไทยและอินโดนีเซียโดยตรง โดยใช้ข้อมูลช่วงปี 2021–2024 ซึ่งเป็นช่วงที่เศรษฐกิจโลกมีความผันผวนสูง ข้อค้นพบที่ว่า FCFPS มีความสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญระหว่างสองตลาดนี้ช่วยเติมเต็มช่องว่างทางวรรณกรรมที่ยังมีจำนวนมาก และขยายกรอบแนวคิด Value Relevance ให้ครอบคลุมบริบทของตลาดทุนกำลังพัฒนาในอาเซียน

ด้านที่ 2 การพิสูจน์เชิงสถิติด้วย Interaction Term องค์ความรู้ที่โดดเด่นของงานนี้คือการใช้ interaction term ระหว่างตัวแปรประเทศและ FCFPS ในแบบจำลองการถดถอย ซึ่งเป็นวิธีการที่งานวิจัยด้าน Value Relevance ในอาเซียนยังใช้ไม่แพร่หลาย การออกแบบนี้ทำให้สามารถพิสูจน์ได้ในเชิงสถิติว่าข้อมูลทางบัญชีชนิดเดียวกันถูกตลาดให้ค่าแตกต่างกันตามบริบทของประเทศ มากกว่าการเพียงรายงานผลแยกรายประเทศแล้วเปรียบเทียบเชิงพรรณนาอย่างที่ทำกันก่อนหน้านี้มาก

ด้านที่ 3 ความเข้าใจเชิงลึกเกี่ยวกับบริบทที่กำหนดน้ำหนักของ FCFPS งานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่าโครงสร้างตลาดทุนและอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจมหภาคมีผลต่อระดับที่นักลงทุนให้ความสำคัญกับ FCFPS ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ในตลาดที่เติบโตสูงอย่างอินโดนีเซีย กระแสเงินสดอิสระทำหน้าที่เป็นสัญญาณของศักยภาพการเติบโต ขณะที่ในตลาดที่เติบโตช้าอย่างไทย นักลงทุนพึ่งพา EPS และ BVS มากกว่า องค์ความรู้นี้ขยายความเข้าใจเกินกว่าการระบุเพียงว่า FCFPS มีหรือไม่มี ความเกี่ยวข้องเชิงมูลค่า ไปสู่การอธิบายว่า เงื่อนไขใดที่กำหนดระดับความเกี่ยวข้องดังกล่าว

องค์ความรู้ทั้งสามด้านนี้ วางรากฐานสำหรับการศึกษาข้ามประเทศในตลาดทุนอาเซียนในอนาคต โดยเฉพาะการขยายการทดสอบไปยังตลาดอื่น เช่น มาเลเซีย เวียดนาม และฟิลิปปินส์ เพื่อทดสอบว่าบริบทเชิงสถาบันและเศรษฐกิจมหภาคมีอิทธิพลต่อ Value Relevance ของข้อมูลทางบัญชีในลักษณะเดียวกันหรือไม่



ภาพที่ 2 องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

สรุป

งานวิจัยนี้ทดสอบและเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องเชิงมูลค่า (Value Relevance) ของกระแสเงินสดอิสระต่อหุ้น (FCFPS) กับราคาหลักทรัพย์ระหว่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทยและอินโดนีเซีย ช่วงปี 2021-2024 ข้อค้นพบหลักมี 2 ประการ

ประการแรก FCFPS มีความเกี่ยวข้องเชิงมูลค่ากับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญในทั้งสองตลาด ยืนยันว่ากระแสเงินสดอิสระเป็นข้อมูลที่ตลาดทุนให้ความสำคัญในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ สอดคล้องกับแนวคิด Value Relevance ของ Ohlson (1995)

ประการที่สอง และสำคัญกว่า น้าหนักของ FCFPS ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญระหว่างสองประเทศ โดยอินโดนีเซียแสดงระดับความเกี่ยวข้องที่สูงกว่าไทย สะท้อนว่าโครงสร้างตลาดทุนและบริบทเศรษฐกิจมหภาคมีผลต่อการที่นักลงทุนให้ค่ากับข้อมูล FCFPS แตกต่างกัน ผลการศึกษานี้ช่วยเติมเต็มช่องว่างทางวรรณกรรมด้านการเปรียบเทียบ Value Relevance ในตลาดทุนอาเซียน และเป็นรากฐานสำหรับการศึกษาข้ามประเทศในภูมิภาคนี้ต่อไปในอนาคต

ข้อเสนอแนะ

จากผลการศึกษาสามารถนำไปสู่ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายและเชิงปฏิบัติสำหรับผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดทุนทั้งประเทศไทยและอินโดนีเซีย กล่าวคือ นักลงทุนและผู้วิเคราะห์การเงินควรให้ความสำคัญกับการวิเคราะห์กระแสเงินสดอิสระต่อหุ้น (FCFPS) ควบคู่กับตัวชี้วัดทางการเงินอื่น ๆ เช่น กำไรต่อหุ้น (EPS) และมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) เนื่องจากตัวแปรเหล่านี้มีบทบาทสำคัญในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ การประเมินมูลค่าหุ้นโดยพิจารณาข้อมูลทางการเงินหลายมิติ จะช่วยให้การตัดสินใจลงทุนมีประสิทธิภาพและลดความเสี่ยงมากยิ่งขึ้น

ในขณะเดียวกัน หน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนและผู้กำหนดนโยบายควรส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลทางบัญชีและการเงิน โดยเฉพาะกระแสเงินสดอิสระและตัวชี้วัดที่เกี่ยวข้องอย่างครบถ้วนและโปร่งใสมากขึ้น เพื่อเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุนและยกระดับประสิทธิภาพของตลาดทุน การปรับปรุงหรือยกระดับมาตรฐานการรายงานทางการเงินให้สอดคล้องกับความต้องการของผู้ใช้การเงินในบริบทของภูมิภาคจะช่วยเสริมสร้างเสถียรภาพให้กับระบบตลาดทุนในระยะยาว

สำหรับบริษัทจดทะเบียนเอง ควรตระหนักถึงความสำคัญของการบริหารจัดการกระแสเงินสดอิสระ การดำเนินงานที่มีวินัยทางการเงิน และการเปิดเผยข้อมูล FCFPS อย่างถูกต้องและโปร่งใส การดำเนินการดังกล่าวจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นในหมู่นักลงทุนและเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันและดึงดูดเงินลงทุนจากทั้งในและต่างประเทศ

สำหรับข้อเสนอแนะในเชิงวิชาการ งานวิจัยนี้มุ่งเน้นศึกษาความแตกต่างของ FCFPS ระหว่างบริษัทจดทะเบียนในสองประเทศในช่วงปี ค.ศ. 2021–2024 ดังนั้นการศึกษาค้างต่อไปควรขยายขอบเขตไปยังประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาคอาเซียนหรือขยายช่วงเวลาวิจัยให้ครอบคลุมวัฏจักรเศรษฐกิจที่หลากหลายขึ้น นอกจากนี้ควรพิจารณาปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจส่งผลต่อ value relevance ของ FCFPS เช่น คุณภาพของการกำกับดูแลกิจการ ระดับความโปร่งใส หรือพฤติกรรมนักลงทุน รวมถึงอาจนำเทคนิคการวิเคราะห์ขั้นสูง หรือวิธีการจัดการกับปัญหา multicollinearity มาใช้ เพื่อให้ได้ข้อสรุปที่มีความถูกต้องและน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- Adame, K., Koski, J., Lem, K., & McVay, S. (2020). *Why are investors paying (more) attention to free cash flows? (Working paper)*. University of Washington. Retrieved from <https://www.hbs.edu/faculty/Shared%20Documents/conferences/2019-imo/McVay%20paper.pdf>
- Allison, P. D. (1977). Testing for interaction in multiple regression. *American Journal of Sociology*, 83(1), 144–153. <https://doi.org/10.1086/226510>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–178. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67–92. <https://doi.org/10.2307/2490070>
- Bepari, M. K., Rahman, S. F., & Mollik, A. T. (2013). Value relevance of earnings and cash flows during the global financial crisis. *Review of Accounting and Finance*, 12(3), 226–251. <https://doi.org/10.1108/RAF-May-2012-0050>

- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance?. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319–352. <https://doi.org/10.2307/2491412>
- Kobkanjanapued, Y., & Chotkunakitti, P. (2021). Value relevance of book value, accounting earnings and operating cash flows in explaining security prices of Thai listed companies during the COVID–19 Situation. *Rajapark Journal*, 15(40), 79–95. Retrieved from <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RJPJ/article/view/250314>
- Kobkanjanapued, Y., & Tripattanasit, P. (2023). The value relevance of accounting information of listed companies in Asian countries. *Arts of Management Journal*, 7(4), 1618–1643. Retrieved from <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/jam/article/view/266328>
- Maksy, M. M. (2017). Is free cash flow value relevant? The case of the U.S. consumer staples industry sector. *Journal of Accounting and Finance*, 17(9), 1–14. Retrieved from <https://www.wiu.edu/cbt/jcbi/documents/NAAS2017/SpecialNAASIssue2017Article2Maksy.pdf>
- Mirza, A., Malek, M., & Abdul–Hamid, M. A. (2019). Value relevance of financial reporting: Evidence from Malaysia. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1651623. <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1651623>
- Newey, W. K., & West, K. D. (1987). A simple, positive semi–definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. *Econometrica*, 55(3), 703–708. <https://doi.org/10.2307/1913610>
- Nuramanda, A. A., Ruma, Z., Anwar, A., Romansyah, R., & Burhanuddin, B. (2023). The effect of free cash flow on company value in mining sector companies on the Indonesian stock exchange. *Marginal: Journal of Management, Accounting, General Finance and International Economic Issues*, 2(2), 1–10. Retrieved from <https://www.researchgate.net/publication/379194842>
- O'Brien, R. M. (2007). A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors. *Quality & Quantity*, 41(5), 673–690. <https://doi.org/10.1007/s11135-006-9018-6>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Puspa, D. F., Nazaruddin, I., Muslim, R. Y., & Minovia, A. F. (2023). Relevance of earnings value, book value, and operating cash flow in manufacturing companies in Indonesia. *Journal of Accounting and Investment*, 24(1), 120–136. <https://doi.org/10.18196/jai.v24i1.15903>

- PwC Indonesia. (2024). *Indonesia IPO markets watch – H2 2024*. Retrieved December 4, 2025, from <https://www.pwc.com/id/en/publications/capital-markets/indonesia-ipo-markets-watch-2024-h2.pdf>
- Reuters. (2024). *Thai economy faces upheaval due to factory closures and cheap Chinese imports*. Retrieved December 4, 2025, from <https://www.reuters.com/markets/asia/thai-economy-faces-upheaval-due-factory-closures-cheap-chinese-imports-2024-07-14/>
- SET. (2025). *SET Index Overview*. Retrieved December 3, 2025, from <https://www.set.or.th/en/market/index/set/overview>.
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4), 817–838. <https://doi.org/10.2307/1912934>
- Wooldridge, J. M. (2020). *Introductory econometrics: A modern approach*. (7th ed.). Cengage Learning.
- World Bank. (2021). *Thailand overview*. Retrieved December 4, 2025, from <https://www.worldbank.org/en/country/thailand/overview>
- Yochalee, R., Chalatharawat, J., Wutipphan, J., & Baotham, S. (2024). Value relevance of book value, earnings per share and free cash flow of listed companies in the stock exchange of Thailand before and during the COVID–19 situation. *Journal of Accountancy and Management*, 16(1), 45–59. Retrieved from <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/mbs/article/view/262986>