

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดของหลักทรัพย์  
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ช่วงเวลาก่อนและระหว่างเกิดวิกฤต COVID-19  
The Relationship between Financial Ratios and Stock Prices of Listed  
Companies on the Stock Exchange of Thailand: Service Industry  
Before and During the COVID-19 Crisis

ญาณวัฒน์ ทนงรัตน์<sup>1</sup>, ยศวิณกาญจน์ กอบกาญจนพฤติ<sup>2</sup> และ อังสนา ศรีประเสริฐ<sup>3</sup>  
Yanapat Thanongrat<sup>1</sup>, Yodsawinkan Kobkanjanapued<sup>2</sup> and Angsana Sriprasert<sup>3</sup>

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต

Faculty of Accountancy, Rangsit University

E-mail: yanapat.t63@rsu.ac.th

Received September 18, 2023; Revised October 23, 2023; Accepted November 5, 2023

## บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และเพื่อศึกษาอิทธิพลของช่วงเวลาที่เกิดวิกฤต COVID-19 ต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ โดยเก็บรวบรวมข้อมูลที่อยู่ในระหว่างปี 2561 – 2564 โดยศึกษาจากข้อมูลงบการเงินรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดธุรกิจพาณิชย์ สื่อและสิ่งพิมพ์ บริการเฉพาะกิจ และการท่องเที่ยวและสันทนาการ ผลการศึกษาพบว่า ช่วงระหว่างเกิดวิกฤต COVID-19 ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยยะสำคัญทางสถิติ โดยส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ และส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราการหมุนของสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ ดังนั้น การศึกษาในครั้งนี้จึงสรุปได้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการในช่วงเวลาก่อนและระหว่างเกิดวิกฤต COVID-19 มีความแตกต่างกัน

**คำสำคัญ:** อัตราส่วนทางการเงิน; ราคาหลักทรัพย์; โควิด-19

## Abstract

The purpose of this study was to study the relationship between financial ratios and market prices of securities of listed companies on the Stock Exchange of Thailand and to study the influence of the period of the COVID-19 crisis on the relationship between financial ratios and market prices of listed companies on the Stock Exchange of Thailand, in the Service industry groups, by collecting data between 2018 – 2021. The information used to study was from the quarterly financial statements of listed companies on the Stock Exchange of Thailand in the service industry group, commercial business category, media and publishing ad hoc service, and tourism and recreation. The study found that during the COVID-19 crisis, the impact statistically significant effect on the stock price. This had a positive impact on the relationship between the debt-to-equity ratio and the stock price and a negative impact on the relationship between the liquidity ratio, the total asset turnover, the return on equity, and the stock price. Therefore, it can be concluded from this study that the relationship between financial ratios and market prices of listed companies on the Stock Exchange of Thailand in the service industry before and during the COVID-19 crisis was different.

**Keywords:** Financial Ratios; Stock Prices; COVID-19

## บทนำ

สถานการณ์ปัจจุบันที่สังคมโลกกำลังเผชิญกับวิกฤตโรคระบาดการแพร่กระจายของเชื้อไวรัสโคโรนาสายพันธุ์ใหม่ 2019 หรือ SARS-CoV-2019 ที่เรียกโดยย่อว่า โควิด-19 (COVID-19) ที่แพร่กระจายไปทั่วโลกในระยะเวลาอันรวดเร็ว ก่อให้เกิดผลกระทบต่อบรรยากาศเศรษฐกิจระดับโลกในวงกว้าง ในบริบทภายในประเทศไทย วิกฤตการณ์ในครั้งนี้ได้ส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมสาขาต่าง ๆ เป็นอย่างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่ง กลุ่มธุรกิจบริการในอุตสาหกรรมบริการ (Hospitality Industry) ทั้งนี้ อุตสาหกรรมบริการนับได้ว่าเป็นอุตสาหกรรมขนาดใหญ่ที่มีบทบาทสำคัญยิ่งทางด้านเศรษฐกิจของโลก และของประเทศไทยในปัจจุบัน จากการรายงานของศูนย์วิจัยกสิกรไทยพบว่า อุตสาหกรรมที่ได้รับผลกระทบจากโควิดในระดับลึก และมีแรงกดดันจากปัจจัยเฉพาะอื่นร่วมด้วย ได้แก่ อุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวอย่างโรงแรมและร้านอาหาร ซึ่งจะยังมีแนวโน้มถูกกระทบจากภาวะอุปทานส่วนเกินและการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยี ตลอดจนจนพฤติกรรมของผู้บริโภคในด้านการเดินทางท่องเที่ยวและการใช้บริการร้านอาหาร (Kasikorn Research, 2020)

นอกจากนี้ในภาคการเงินและตลาดทุน การแพร่ระบาดของโควิด-19 (Covid-19) ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน และส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก รวมถึงประเทศไทยตกต่ำในภาพรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หลังจากมีรายงานการพบผู้ป่วยโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 รายแรกในประเทศไทยในวันที่ 14 มกราคม 2563 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ลดลงจาก 1,586.16 จุด มาอยู่ที่ระดับ 1,581.05 จุด และในวันที่ 12 มีนาคม 2563 ดัชนีตลาดหุ้นไทย เปิดการซื้อขายภาคบ่าย ปรับตัวลดลงกว่า 125.05 จุด หรือคิดเป็นร้อยละ 10 ของมูลค่าการซื้อขายอยู่ที่ 61,326.06 ล้านบาท ส่งผลให้ทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสั่งหยุดการซื้อขายชั่วคราว (Circuit Breaker) นับเป็นครั้งที่ 4 ในประวัติศาสตร์ตลาดหุ้นไทย (Techsauce, 2020)

จากข้อมูลข้างต้นจะเห็นได้ว่า วิกฤตการณ์โควิด-19 ทำให้ธุรกิจในประเทศไทยต่างประสบปัญหาอย่างหนักทั้งด้านเศรษฐกิจ โดยเฉพาะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งถือเป็นแหล่งระดมเงินทุนที่สำคัญ โดยทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ให้เป็นไปตามข้อกำหนดมีความคล่องตัวและยุติธรรม ซึ่งสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ลงทุนและก่อให้เกิดการระดมเงินออมจากประชาชนไปลงทุนในกิจกรรมต่าง ๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมของประเทศ และเป็นทางเลือกหนึ่งของการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูง แต่ก็มีความเสี่ยงสูงเช่นเดียวกัน ดังนั้นก่อนที่ผู้ลงทุนจะตัดสินใจนำเงินมาลงทุน สิ่งสำคัญที่ผู้ลงทุนพิจารณาและให้ความสำคัญในลำดับต้น ๆ คือ งบการเงิน ซึ่งเป็นรายงานทางการเงินที่สะท้อนภาพผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของบริษัท นักลงทุนใช้การวิเคราะห์งบการเงินเพื่อวิเคราะห์ถึงความสามารถในการทำกำไร (Profitability analysis) หรือความเสี่ยงของบริษัท (Risk analysis) จากผลการดำเนินงานของบริษัทในอดีตที่ผ่านมาที่อยู่ในงบการเงิน เพื่อช่วยคาดการณ์ความสามารถในการทำกำไร รวมทั้งโอกาสที่บริษัทผู้ลงทุนจะสามารถดำเนินการต่อไปในอนาคต (Seaksiri et al, 2018) จากการศึกษาวิจัย พบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ ได้แก่ อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรขั้นต้น อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Boonyoung & Acaranupong, 2018) ดังนั้นสรุปได้ว่า อัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ จากเหตุผลดังกล่าว ผู้วิจัยจึงต้องการที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และศึกษาอิทธิพลของช่วงเวลาที่เกิดวิกฤต COVID-19 ต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

## วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลของช่วงเวลาที่เกิดวิกฤต COVID-19 ต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

## การทบทวนวรรณกรรม

### การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio Analysis)

อัตราส่วนทางการเงินเป็นข้อมูลที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของรายการแต่ละรายการที่รายงานในงบการเงิน ซึ่งจะเป็นประโยชน์ในการนำไปใช้ต่อไป อัตราส่วนทางการเงินแบ่งเป็นหลายประเภทและการคำนวณอัตราส่วนทางการเงินสามารถทำได้หลายรูปแบบ โดยคำนวณจากมูลค่าของแต่ละรายการที่แสดงในงบการเงิน (Boonyoung & Acaranupong, 2018) ในการศึกษาครั้งนี้ได้ทำการศึกษาอัตราส่วนทางการเงินที่แบ่งออกเป็น 4 กลุ่ม ได้แก่

- 1) อัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity Ratio) คือ อัตราส่วนเงินหมุนเวียน (Current Ratio: CR) แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นของบริษัท ถ้าอัตราส่วนนี้มีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่ากิจการมีหนี้สินหมุนเวียนมากกว่าสินทรัพย์หมุนเวียน อาจทำให้มีปัญหาในการชำระหนี้ระยะสั้น แต่ถ้าอัตราส่วนนี้มีค่ามากกว่า 1 แสดงว่ากิจการมีสินทรัพย์หมุนเวียนมากพอที่จะชำระหนี้ระยะสั้นทำให้มีความคล่องตัวในการชำระหนี้
- 2) อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Efficiency Ratio) คือ อัตราการหมุนของสินทรัพย์รวม (Total Assets Turnover Ratio: TATO) แสดงถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ที่มีอยู่ของกิจการ หากค่าที่ได้ต่ำก็แสดงถึงการมีสินทรัพย์ในกิจการมากเกินไป
- 3) อัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ (Leverage Ratio) คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) แสดงโครงสร้างของเงินทุน (Capital Structure) ของบริษัท โดยจะเป็นการวัดว่าบริษัทใช้เงินทุนจากภายนอก (จากการกู้ยืม) เมื่อเทียบกับเงินทุนภายในของบริษัทเองว่ามีสัดส่วนเท่าใด
- 4) อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio) คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) แสดงให้เห็นว่าเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของ (ผู้ถือหุ้น) จะได้รับผลตอบแทนกลับคืนมาจากการดำเนินการของกิจการนั้นในอัตราส่วนเท่าไร หากมีค่าสูง แสดงถึงประสิทธิภาพในการหากำไรสูงด้วย

## การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis)

แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน เป็นแนวคิดที่มุ่งวิเคราะห์ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนด อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงจากการลงทุน และมูลค่าของหลักทรัพย์ ซึ่งปัจจัยพื้นฐานดังกล่าว ได้แก่ วัฏจักรเศรษฐกิจ นโยบายการเงิน นโยบายการคลัง อัตราเงินเฟ้อ การใช้จ่ายของผู้บริโภคและของธุรกิจ ปัจจัยด้านภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง และปัจจัยที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงานรวมทั้งฐานะทางการเงินของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ซึ่งการพิจารณาปัจจัยดังกล่าว ผู้ลงทุนจะต้องวิเคราะห์องค์ประกอบต่าง ๆ เพื่อสรุปภาพรวมเศรษฐกิจของประเทศว่า ณ ปัจจุบันอยู่ในช่วงขาขึ้น (Upward Trend) หรือขาลง (Downward Trend) รวมถึงคาดการณ์ว่าในอนาคตอีก 1, 2 หรือ 5 ปีข้างหน้า ภาวะเศรษฐกิจจะอยู่ในช่วงใด ทั้งนี้ ก็เพื่อพิจารณาว่าอุตสาหกรรมใดจะได้รับประโยชน์จากภาวะเศรษฐกิจนั้น ๆ สุดท้ายสามารถเลือกบริษัทที่ควรลงทุนได้ (Stock Exchange of Thailand, 2015)

## ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Market Efficient)

Mankin (2016) กล่าวว่า ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ทั้งหลาย สะท้อนข่าวสารข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นอย่างรวดเร็วและทั่วถึง แนวคิดนี้มีรากฐานความเชื่อว่าผู้ลงทุนซึ่มีซึ่ข่าวสารที่มีอยู่ทั้งหมดในรูปของราคาหลักทรัพย์ที่ทำให้มีการตัดสินใจซื้อหรือขาย ดังนั้นราคาในปัจจุบันของหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลที่เป็นที่รู้แล้วทั้งหมด โดยไม่เพียงแต่เป็นข้อมูลในอดีต แต่รวมถึงข้อมูลในปัจจุบัน และข่าวที่ประกาศไปแล้วแต่เหตุการณ์นั้นยังไม่เกิดขึ้นจริง นอกจากนั้นข่าวสารข้อมูลที่อนุমানขึ้นก็เป็นข้อมูลที่สะท้อนอยู่ในราคาด้วยเช่นกัน นอกจากนี้ Pornchai & Banchuenvijit (2013) ยังกล่าวว่า ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดที่มีนักลงทุนจำนวนมาก โดยที่แต่ละคนล้วนแต่มีข้อมูลข่าวสารครบถ้วนสมบูรณ์เหมือน ๆ กันไม่มีข้อห้าม ข้อจำกัด หรือในการลงทุน ไม่มีการเก็บภาษี ไม่มีต้นทุนหรือค่าธรรมเนียม ในการทำธุรกรรมต่าง ๆ ซึ่งในตลาดนี้นักลงทุนจะมีเหตุผลในการลงทุน โดยการเลือกลงทุนในสิ่งที่ให้ผลตอบแทนมากที่สุดภายใต้ความเสี่ยงน้อย ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่า ตลาดที่มีประสิทธิภาพคือ ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงอยู่ตลอดเวลา

## งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Kobkanjanapued and Chotkunakitti (2021) ได้ทำการศึกษาความเกี่ยวข้องของมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนไทยในช่วงสถานการณ์ COVID-19 โดยช่วงเวลาที่ศึกษาตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 2562 ถึงไตรมาสที่ 3 ปี 2563 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษาทั้งสิ้น 350 บริษัท ผลการวิจัยพบว่าในช่วงก่อนการเกิดสถานการณ์ COVID-19 กำไรทางบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมาคือมูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ในขณะที่ช่วงการเกิดสถานการณ์ COVID-19 มูลค่าตามบัญชีมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์มากที่สุดรองลงมาคือกระแสเงินสดจากการ

ดำเนินงานและกำไรทางบัญชีเมื่อพิจารณาความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มสามารถยืนยันได้ว่ากำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องลดลง ขณะที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องเพิ่มขึ้นและมากกว่ากำไรทางบัญชีนอกจากนี้ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างทำให้สรุปได้ว่าการเกิดสถานการณ์ COVID-19 ส่งผลให้ความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแตกต่างกันไปจากเดิม

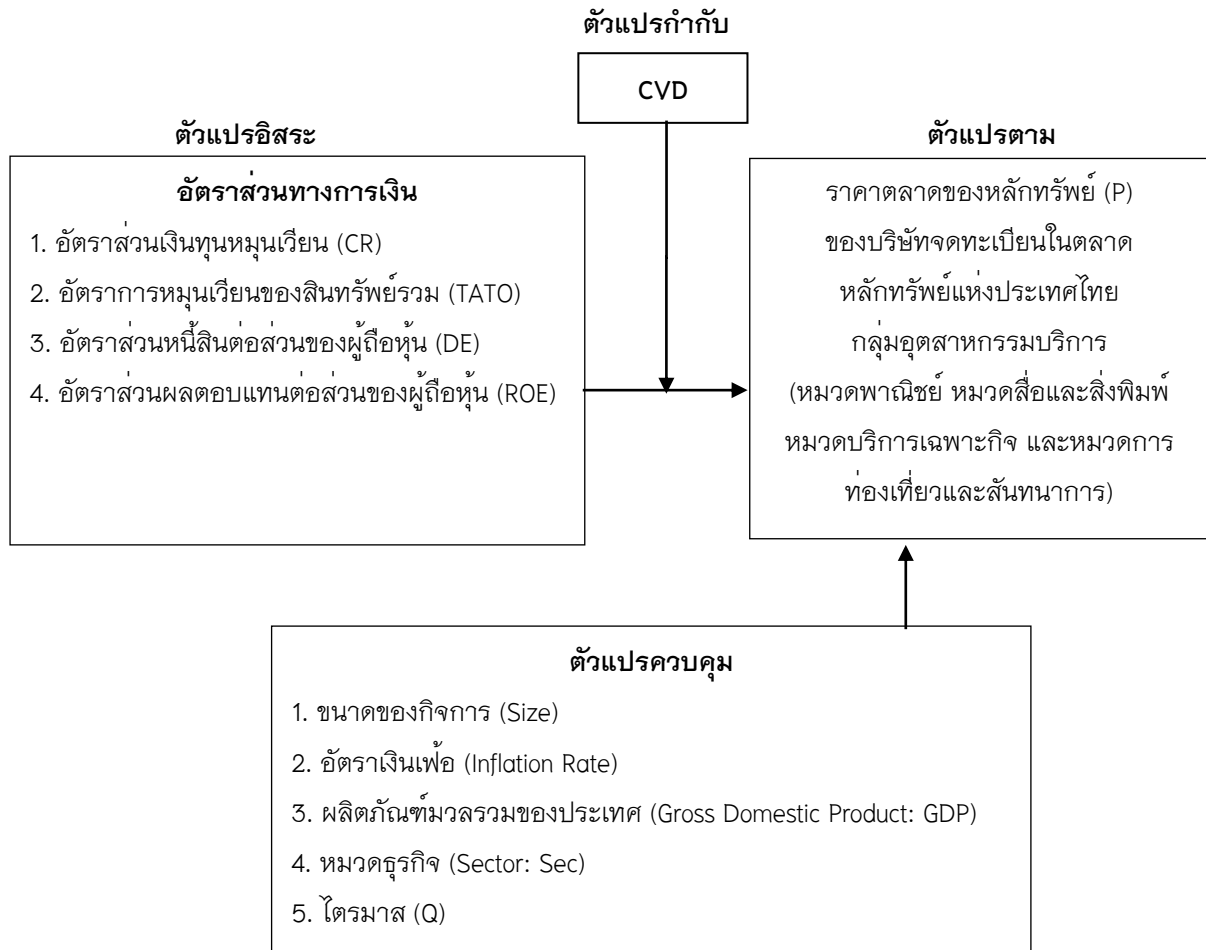
Tripattanasit et al. (2022) ได้ทำการศึกษาผลกระทบของวิกฤติโรคระบาดโควิด-19 ที่มีต่ออัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจโรงแรมและรีสอร์ท ในประเทศไทย การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ใช้ทฤษฎีการวิเคราะห์อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรเป็นกรอบการวิจัย พื้นที่วิจัยคือธุรกิจโรงแรมและรีสอร์ทที่อยู่ในประเทศไทย กลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ โรงแรมและรีสอร์ทที่เป็นสมาชิกของสมาคมธุรกิจท่องเที่ยวภายในประเทศไทย จำนวน 115 รายข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยมี 2 ชนิด คือ 1) งบการเงินย้อนหลัง 3 ปี 2018, 2019 และ 2020 2) อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ผลการวิจัยพบว่า 1) สถานการณ์โควิด-19 มีผลกระทบในทางลบต่ออัตรากำไรขั้นต้น กำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์ และ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และ 2) ขนาดกิจการ มีผลกระทบในทางบวกกับกำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และกำไรสะสมต่อสินทรัพย์ ในขณะที่อายุของกิจการมีผลกระทบในทางลบกับกำไรสะสมต่อสินทรัพย์องค์ความรู้จากงานวิจัยนี้ จะช่วยยืนยันทางสถิติถึงผลกระทบจากวิกฤติโรคระบาดโควิด-19 ที่มีต่ออัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร ของโรงแรมและรีสอร์ทที่มีขนาดต่างกัน

Jallow et al. (2022) ได้ทำการศึกษาประสิทธิภาพของอัตราส่วนทางการเงินในการทำนายแนวโน้มราคาตลาดของหลักทรัพย์ของธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในยุโรป ประเทศเคนยา ใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณโดยใช้อัตราส่วน P/E, อัตราส่วน P/CF, อัตราส่วน P/S, อัตราส่วน P/B, ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเป็นตัวแปรอิสระและราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทตัวแปรตาม ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนทางการเงินทั้งหมดมีผลอย่างมากต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ นอกจากนี้อัตราส่วนราคาต่อกำไร อัตราส่วนราคาต่อกระแสเงินสด อัตราส่วนราคาต่อบัญชี และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทมากกว่าอัตราส่วนอื่น ๆ

จากการทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่า งบการเงินเป็นรายงานทางการเงินที่สะท้อนภาพผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของบริษัท ซึ่งนักลงทุนใช้การวิเคราะห์ทั้งการเงินเพื่อวิเคราะห์ถึงความสามารถในการทำกำไร (Profitability analysis) หรือความเสี่ยงของบริษัท (Risk analysis) จากผลการดำเนินงานของบริษัทในอดีตที่ผ่านมาที่อยู่ในงบการเงิน เพื่อช่วยคาดการณ์ความสามารถในการทำกำไร รวมทั้งโอกาสที่บริษัทผู้ลงทุนจะสามารถดำเนินการต่อไปในอนาคต

โดยการวิเคราะห์งบการเงินใช้การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินซึ่งแบ่งเป็น 4 ประเภท ได้แก่ การวิเคราะห์สภาพคล่อง (Liquidity ratio) การวิเคราะห์ความสามารถในการดำเนินงาน (Efficiency ratio) การวิเคราะห์ความสามารถในการชำระหนี้ (Leverage ratio) และการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไร (Profitability ratio) ซึ่งจากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ช่วงเวลาก่อนและระหว่างเกิดวิกฤต COVID-19 จึงทำการศึกษาอัตราส่วนทางการเงินที่แบ่งออกเป็น 4 กลุ่ม ได้แก่ 1) อัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity Ratio) คือ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) 2) อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Efficiency Ratio) คือ อัตราการหมุนของสินทรัพย์รวม (TATO) 3) อัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ (Leverage Ratio) คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และ 4) อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio) คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

**กรอบแนวคิดงานวิจัย**



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดวิจัย

**ระเบียบวิธีวิจัย**

การศึกษาในครั้งนี้เป็นการวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ศึกษาเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ โดยศึกษาเฉพาะหมวดพาณิชย์ หมวดสื่อและสิ่งพิมพ์ หมวดบริการเฉพาะกิจ และหมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ ยกเว้นหมวดขนส่งและโลจิสติกส์ และหมวดการแพทย์ เนื่องจากธุรกิจนี้ในภาคบริการที่ได้รับผลกระทบเชิงบวกจากสถานการณ์วิกฤต COVID-19 คือ ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการแพทย์และธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการขนส่งและโลจิสติกส์ (Stock Exchange of Thailand, 2020) จากข้อมูลทางบัญชีรายไตรมาส ระหว่างปี 2561 – 2564 รวมระยะเวลา 4 ปี



## ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการเลือกแบบเจาะจง กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ 4 หมวดธุรกิจ ยกเว้นหมวดธุรกิจการแพทย์ (HEALTH) และหมวดธุรกิจขนส่งและโลจิสติกส์ ทั้งนี้กลุ่มตัวอย่างต้องมีข้อมูลครบถ้วนตลอดระยะเวลาที่ศึกษา รวมถึงต้องไม่มีข้อมูลที่ผิดปกติ ดังนั้นการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจึงแสดงได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 แสดงหมวดหมู่ธุรกิจและจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

หมวดธุรกิจ	จำนวน (บริษัท)
พาณิชย์ (COMM)	31
สื่อและสิ่งพิมพ์ (MEDIA)	26
บริการเฉพาะกิจ (PROF)	5
การท่องเที่ยวและสันทนาการ (TOURISM)	14
รวม	76
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนตลอดระยะเวลาที่ศึกษา	(11)
บริษัทที่มีข้อมูลผิดปกติ (Outliers)	(15)
กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น สำหรับ 1 ไตรมาส	50
กลุ่มตัวอย่างสำหรับ 8 ไตรมาส	400
กลุ่มตัวอย่างสำหรับ 16 ไตรมาส	800

## การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณโดยมีการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ SETSMART ผ่านเว็บไซต์ <https://www.setsmart.com> โดยเก็บรวบรวมข้อมูลที่อยู่ในระหว่างปี 2561 – 2564 รวมระยะเวลา 4 ปี โดยศึกษาจากข้อมูลในงบการเงินรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดธุรกิจพาณิชย์ สื่อและสิ่งพิมพ์ บริการเฉพาะกิจ และการท่องเที่ยวและสันทนาการ

## สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานการวิจัยที่ 1 ช่วงเวลาเกิดวิกฤต COVID-19 ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนกับราคาตลาดของหลักทรัพย์

สมมติฐานการวิจัยที่ 2 ช่วงเวลาเกิดวิกฤต COVID-19 ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์

สมมติฐานการวิจัยที่ 3 ช่วงเวลาเกิดวิกฤต COVID-19 ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาตลาดของหลักทรัพย์

สมมติฐานการวิจัยที่ 4 ช่วงเวลาเกิดวิกฤต COVID-19 ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาตลาดของหลักทรัพย์

### ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ได้ประยุกต์ใช้ตัวแบบการศึกษาตามงานวิจัยในอดีต (Boonyoung & Acaranupong, 2018) โดยจะทำการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบผลกระทบของการเกิดสถานการณ์ COVID-19 ที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์กับอัตราส่วนทางการเงินตามตัวแบบการศึกษา ดังนี้

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1CVD + \beta_2CR_{it} + \beta_3TATO_{it} + \beta_4ROE_{it} + \beta_5DE_{it} + \beta_6CVD * CR_{it} + \beta_7CVD * TATO_{it} + \beta_8CVD * LEV_{it} + \beta_9CVD * PRO_{it} + \beta_{10}Size_{it} + \beta_{11}IR_t + \beta_{12}GDP_t + \sum_{n=13}^{15} \beta_n Sec_i + \sum_{n=16}^{30} \beta_n Q_i + \epsilon_{it}$$

โดย

$P_{it}$  คือ ราคาตลาดของหลักทรัพย์ (ราคาปิด ณ วันส่งงบการเงินรายไตรมาส) ของบริษัทที่  $i$  ณ เวลา  $t$

$CR_{it}$  คือ อัตราส่วนสภาพคล่อง (Current Ratio) ของบริษัทที่  $i$  ณ เวลา  $t$

$TATO_{it}$  คือ อัตราการหมุนของสินทรัพย์รวม (Total Assets Turnover Ratio) ของบริษัทที่  $i$  ณ เวลา  $t$

$ROE_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) ของบริษัทที่  $i$  ณ เวลา  $t$

$DE_{it}$  คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) ของบริษัทที่  $i$  ณ เวลา  $t$

CVD คือ ตัวแปรหุ่น โดยให้ 1 แทน ช่วงระหว่างเกิดวิกฤต COVID-19 (2563–2564) และให้ 0 แทน ช่วงเวลาก่อนเกิดวิกฤต COVID-19 (2561–2562)

$Size_{it}$  คือ ขนาดกิจการ วัดค่าโดยลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม ของบริษัทที่  $i$  ณ เวลา  $t$

$IR_t$  คือ อัตราเงินเฟ้อ (Inflation Rate) ณ เวลา  $t$

$GDP_t$  คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (Gross Domestic Product: GDP) ณ เวลา  $t$

$Sec_i$  คือ หมวดธุรกิจของบริษัท  $i$  โดยที่แทนค่า 1 คือหมวดธุรกิจของบริษัทนั้น ๆ (หมวดพาณิชย์หรือหมวดสื่อและสิ่งพิมพ์หรือหมวดบริการเฉพาะกิจ) และแทนค่า 0 คือ อื่น ๆ ทั้งนี้ จะแทนค่า 1 เพียงสำหรับ 3 หมวดธุรกิจนั้น ๆ จากทั้งหมด 4 หมวดธุรกิจ เพื่อให้เป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ

$Q_i$  คือ ไตรมาสของบริษัท  $i$  โดยที่แทนค่า 1 คือไตรมาสนั้น ๆ และ 0 คือ อื่น ๆ

$\bar{E}_{it}$  คือ ค่าความคาดเคลื่อน

### การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วยการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมาน โดยสถิติเชิงพรรณนาที่ใช้วิเคราะห์ ได้แก่ ค่าต่ำสุด (Min) ค่าสูงสุด (Max) ค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) และสถิติเชิงอนุมานที่ใช้วิเคราะห์ ได้แก่ การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

### ผลการศึกษา

ผลการวิเคราะห์ลักษณะเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

การวิเคราะห์ลักษณะเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ลักษณะเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

Variable	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
P	0.490	50.500	9.383	11.940
CR	0.440	6.460	1.756	1.312
TATO	0.070	2.980	0.672	0.461
ROE	-28.640	31.970	5.645	11.977
DE	0.110	3.000	0.934	0.642
Total Asset	334,850.000	569,490,419.570	16,819,247.640	52,601,099.880
IR	-2.700	2.400	0.540	1.174
GDP	-12.200	7.500	0.558	4.697

หมายเหตุ: สินทรัพย์รวม (Total Asset) ใช้อธิบายสถิติเชิงพรรณนาแทนการอ่านค่าขนาดกิจการ (SIZE) ที่เป็นค่าลอการิทึม

จากตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาสำหรับตัวแปรตาม ได้แก่ ราคาตลาดของหลักทรัพย์ (P) มีค่าต่ำที่สุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.490 บาท 50.500 บาท 9.383 บาท และ 11.940 บาท ตามลำดับ ในส่วนของตัวแปรอิสระ ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่อง (CR) มีค่าต่ำที่สุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.440 เท่า 6.460 เท่า 1.756 เท่า และ 1.312 เท่า ตามลำดับ อัตราการหมุนของสินทรัพย์รวม (TATO) มีค่าต่ำที่สุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.070 เท่า 2.980 เท่า 0.672 เท่า และ 0.461 เท่า ตามลำดับ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าต่ำที่สุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย

และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ -28.640%, 31.970%, 5.645% และ 11.977% ตามลำดับ และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีค่าต่ำที่สุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.110 เท่า 3.000 เท่า 0.934 เท่า และ 0.642 เท่า ตามลำดับ สินทรัพย์รวม (Total Asset) มีค่าต่ำที่สุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 334,850.000 บาท 569,490,419.570 บาท 16,819,247.640 บาท และ 52,601,099.880 บาท ตามลำดับ และส่วนของตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ (IR) มีค่าต่ำที่สุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ -2.700%, 2.400%, 0.540% และ 1.174% ตามลำดับ และผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (GDP) มีค่าต่ำที่สุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ -12.200%, 7.500%, 0.558% และ 4.697% ตามลำดับ

### ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ศึกษา

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ศึกษา ด้วยวิธีสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) โดยใช้วิธีสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation) เพื่อทดสอบปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรที่ศึกษา

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	P	CR	TATO	ROE	DE	CVD	CVD*CR	CVD*TATO	CVD*ROE	CVD*DE	Size	IR	GDP
P	1	-.160***	.114**	-.333***	.204***	.006	-.118**	.127***	-.276***	.226***	.537***	.039	.033
CR		1	-.094**	.011	-.506***	.007	.760***	-.095**	-.029	-.356***	-.358***	.003	.004
TATO			1	.384***	.306***	-.144**	-.081**	.660***	.332***	.239***	-.065	-.007	.043
ROE				1	-.058	-.157***	-.028	.367***	.730***	.006	.112***	.081**	.109***
DE					1	.087**	-.351***	.274***	.007	.751***	.453***	-.061	-.079*
CVD						1	.005	-.115***	-.113***	.060	.064	-.291***	-.578***
CVD*CR							1	-.124***	-.038	-.468***	-.251***	.006	.012
CVD*TATO								1	.497***	.372***	.026	-.025	.016
CVD*ROE									1	.015	.081**	.086**	.088**
CVD*DE										1	.363***	-.062	-.069*
Size											1	.017	-.019
IR												1	.888***
GDP													1

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

\*\*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

\*. Correlation is significant at the 0.10 level (2-tailed).

จากตารางที่ 3 พบว่า ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ (P) ได้แก่ อัตราการหมุนของสินทรัพย์รวม (TATO) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อย่างมีนัยยะสำคัญทางสถิติที่ ๓ ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ ส่วนตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ (P) ได้แก่ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) และอัตรา

ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยยะสำคัญทางสถิติที่ ๑% ระดับ 0.01 และตัวแปรที่ไม่มี ความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ (P) ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ (IR) และผลิตภัณฑ์มวลรวมของ ประเทศ (GDP)

ความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) พบว่ามีเฉพาะตัวแปรอัตราเงิน เฟ้อ (IR) กับผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (GDP) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เกินกว่า 0.8 แสดงว่า อัตราเงินเฟ้อ (IR) กับผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (GDP) มีความสัมพันธ์กันเอง เพื่อป้องกันการเกิด ปัญหา Multicollinearity จึงพิจารณานำตัวแปรดังกล่าวออกจากตัวแบบการศึกษาครั้งนี้

**ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ**

การทดสอบอิทธิพลของช่วงเวลาที่เกิดวิกฤต COVID-19 ต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วน ทางการเงินกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ศึกษาระหว่างปี พ.ศ. 2561 ถึงปี พ.ศ. 2564 โดยการวิเคราะห์ความถดถอย เชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

**ตารางที่ 4** ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ช่วงเวลาก่อนและระหว่างเกิดวิกฤต COVID-19

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1CVD + \beta_2CR_{it} + \beta_3TATO_{it} + \beta_4ROE_{it} + \beta_5DE_{it} + \beta_6CVD * CR_{it} + \beta_7CVD * TATO_{it} + \beta_8CVD * LEV_{it} + \beta_9CVD * PRO_{it} + \beta_{10}Size_{it} + \beta_{11}IR_t + \beta_{12}GDP_t + \sum_{n=1}^{15} \beta_n Sec_i + \sum_{n=1}^{30} \beta_n Q_i + \epsilon_{it}$$

Variable	coefficient	t	p-value	VIF
Constant	0.195	0.266	0.790	
CVD	0.435	2.886***	0.004	5.566
CR	-0.064	-1.027	0.305	3.906
TATO	0.590	3.505***	0.001	2.795
DE	-0.445	-3.066***	0.002	4.345
ROE	0.019	3.722***	0.001	2.680
CVD*CR (H1)	-0.224	-2.467**	0.013	3.364
CVD*TATO (H2)	-0.232	-2.444**	0.014	2.654
CVD*DE (H3)	0.359	2.925***	0.003	3.782
CVD*ROE (H4)	-0.326	-4.178***	<0.0001	2.786
SIZE	0.517	12.03***	<0.0001	1.752
Sec	Yes			
Q	Yes			
	F	D-W	R <sup>2</sup>	Adjusted.R <sup>2</sup>
	34.032***	2.257	0.449	0.425

\*\*\*significant level at 0.01, \*\*significant level at 0.05, \*significant level at 0.10 (two-tailed test)

ทั้งนี้ CVA NIF และ GDP มีค่า VIF เกิน 10 ดังนั้นการวิเคราะห์ตามตารางที่ 4.4 จึงถอดตัวแปร NIF และ GDP ออกจากการทดสอบ

จากตารางที่ 4 พบว่า ช่วงระหว่างเกิดวิกฤต COVID-19 (CVD) ส่งผลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยยะสำคัญทางสถิติ โดยค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย ( $\beta_1$ ) เท่ากับ 0.435 ค่า p-value ที่คำนวณเท่ากับ 0.004 และผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ พบว่า อัตราการหมุนของสินทรัพย์รวม (TATO) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (P) อย่างมีนัยยะสำคัญทางสถิติ โดยค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย ( $\beta_3$  และ  $\beta_5$ ) เท่ากับ 0.590 และ 0.019 ตามลำดับ ค่า p-value ที่คำนวณเท่ากับ 0.001 และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ (P) โดยค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย ( $\beta_4$ ) เท่ากับ -0.445 ค่า p-value ที่คำนวณเท่ากับ 0.002 ในขณะที่อัตราส่วนสภาพคล่อง (CR) ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ (P) โดยค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย ( $\beta_2$ ) เท่ากับ -0.064 ค่า p-value ที่คำนวณเท่ากับ 0.305

การทดสอบอิทธิพลของช่วงระหว่างเกิดวิกฤต COVID-19 (CVD) กับอัตราส่วนทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ พบว่า ช่วงระหว่างเกิดวิกฤต COVID-19 (CVD) ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) กับราคาหลักทรัพย์ (P) อย่างมีนัยยะสำคัญทางสถิติ ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย ( $\beta_8$ ) เท่ากับ 0.359 ค่า p-value ที่คำนวณเท่ากับ 0.003 จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 3 และช่วงระหว่างเกิดวิกฤต COVID-19 (CVD) ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างอัตราส่วนสภาพคล่อง (CR) อัตราการหมุนของสินทรัพย์รวม (TATO) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับราคาหลักทรัพย์ (P) อย่างมีนัยยะสำคัญทางสถิติ ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย ( $\beta_6$ ,  $\beta_7$  และ  $\beta_9$ ) เท่ากับ -0.224, -0.232 และ -0.326 ตามลำดับ ค่า p-value ที่คำนวณเท่ากับ 0.013, 0.014 และ 0.001 ตามลำดับ จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 1 สมมติฐานการวิจัยที่ 2 และสมมติฐานการวิจัยที่ 4

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาในภาพรวมของตัวแบบการศึกษาพบว่าค่า F เท่ากับ 34.032 โดยค่านัยยะสำคัญที่คำนวณได้ เท่ากับ <0.001 และ Adjusted R<sup>2</sup> เท่ากับ 0.425 ซึ่งหมายความว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวแปรตามได้ 42.5%

## อภิปรายผลวิจัย

จากการศึกษาพบว่าอัตราการหมุนของสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในทิศทางตรงข้าม และเมื่อทดสอบกับตัวแปรกำกับพบว่าช่วงระหว่างเกิดวิกฤต COVID-19 ส่งผลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยยะสำคัญทางสถิติ โดยส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ และช่วงระหว่างเกิดวิกฤต COVID-19 ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างอัตราส่วนสภาพคล่อง

อัตราการผลิตของสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่า ในช่วงเวลาที่เกิดวิกฤต COVID-19 ส่งผลให้อัตรารัฐส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นกว่าช่วงเวลาก่อนเกิดวิกฤต COVID-19 ในขณะที่ในช่วงเวลาที่เกิดวิกฤต COVID-19 ส่งผลให้อัตรารัฐส่วนสภาพคล่อง อัตราการผลิตของสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ลดลงกว่าช่วงเวลาก่อนเกิดวิกฤต COVID-19 ผลงานวิจัยของ Kobkanjanapued and Chotkunakitti (2021) ระบุว่าในช่วงที่เกิดวิกฤต COVID-19 ส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปจากช่วงเวลาก่อนการเกิดวิกฤต COVID-19 ซึ่งการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวก็อาจส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับอัตราส่วนทางการเงินของกิจการในช่วงก่อนและช่วงเกิดวิกฤต COVID-19 มีความแตกต่างกัน นอกจากนี้งานวิจัยของ Tripattanasit et al. (2022) พบว่า การเกิดวิกฤต COVID-19 ส่งผลกระทบเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร เช่น อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงให้เห็นว่าการเกิดวิกฤต COVID-19 ส่งผลให้อัตรารัฐส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงอย่างมีนัยยะสำคัญ ดังนั้น การศึกษาในครั้งนี้จึงสรุปได้ว่าในช่วงเวลาก่อนและระหว่างเกิดวิกฤต COVID-19 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีความแตกต่างกัน

### สรุปผลการศึกษา

ผลการวิเคราะห์การวิจัย พบว่า ช่วงระหว่างเกิดวิกฤต COVID-19 ส่งผลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยยะสำคัญทางสถิติ โดยผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ พบว่า อัตราการผลิตของสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยยะสำคัญทางสถิติ และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยยะสำคัญทางสถิติ ในขณะที่อัตราส่วนสภาพคล่องไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ เมื่อทดสอบอิทธิพลของช่วงระหว่างเกิดวิกฤต COVID-19 กับอัตราส่วนทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ พบว่า ช่วงระหว่างเกิดวิกฤต COVID-19 ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยยะสำคัญทางสถิติจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 3 และช่วงระหว่างเกิดวิกฤต COVID-19 ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างอัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราการผลิตของสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยยะสำคัญทางสถิติ จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 1 สมมติฐานการวิจัยที่ 2 และสมมติฐานการวิจัยที่ 4 จากผลการศึกษาจึงกล่าวได้ว่า ในช่วงเวลาที่เกิดวิกฤต COVID-19 ส่งผลให้อัตรารัฐส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

หุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นกว่าช่วงเวลาก่อนเกิดวิกฤต COVID-19 ในขณะที่ในช่วงเวลาที่เกิดวิกฤต COVID-19 ส่งผลให้อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราการหมุนของสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ลดลงกว่าช่วงเวลาก่อนเกิดวิกฤต COVID-19

จากผลการศึกษาลักษณะสามารถสรุปผลได้ดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 สรุปผลการศึกษา

ช่วงเวลาที่เกิด	อิทธิพลของ Covid-19	ทิศทาง	ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทาง การเงินกับราคาหลักทรัพย์	สมมติฐาน การวิจัย
ช่วงเกิดวิกฤต COVID-19	ส่งผลต่อ	-	อัตราส่วนสภาพคล่อง	ยอมรับ H1
		-	อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม	ยอมรับ H2
		+	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	ยอมรับ H3
		-	อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	ยอมรับ H4

## ข้อเสนอแนะ

### ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัยที่จะนำไปใช้

ผลการศึกษาที่ค้นพบนี้เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ เฉพาะหมวดพาณิชย์ หมวดสื่อและสิ่งพิมพ์ หมวดบริการเฉพาะกิจ และหมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ ภายใต้สถานการณ์ทางเศรษฐกิจที่ไม่ปกติในอนาคตที่อาจเกิดขึ้น เช่น หากในอนาคตเกิดวิกฤติทางเศรษฐกิจขึ้น นักลงทุนควรเลือกลงทุนในกิจการที่มีอัตราส่วนสภาพคล่องสูง อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมสูง และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูง และหลีกเลี่ยงการลงทุนในกิจการที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูง เพื่อลดความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่อาจเปลี่ยนแปลงลดลง

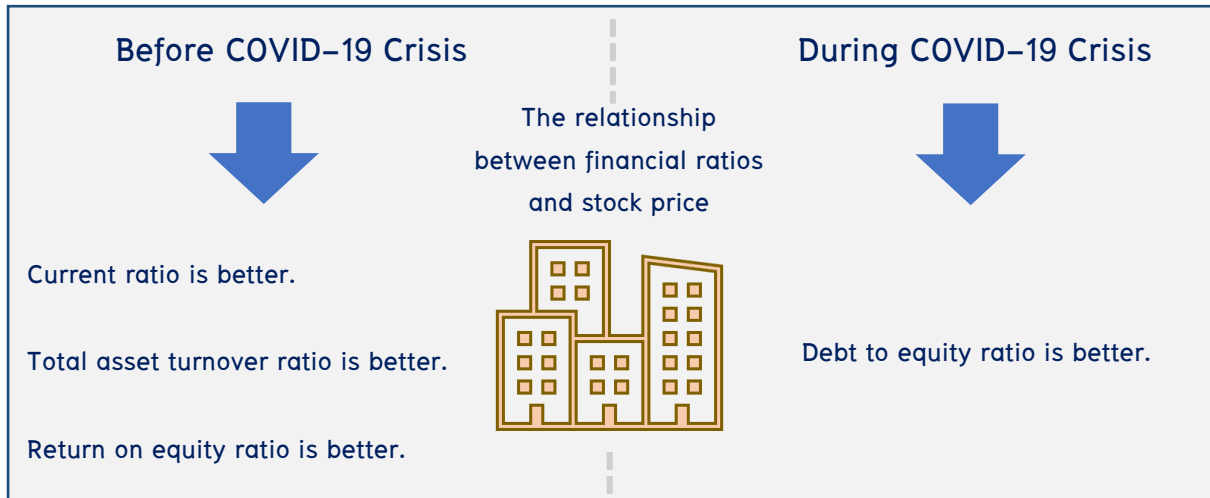
นอกจากนี้ ยังเป็นประโยชน์ต่อกิจการให้เตรียมพร้อมรับมือกับวิกฤติทางเศรษฐกิจที่จะเกิดขึ้น โดยการบริหารสินทรัพย์และผลการดำเนินงาน (การบริหารรายได้และค่าใช้จ่าย) เพื่อให้มีอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ให้อยู่ในระดับสูงหรือไม่ต่ำกว่าค่ามาตรฐาน และรักษาระดับสัดส่วนหนี้สินต่อทุนไม่ให้เพิ่มขึ้น เพื่อไม่ให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์ของกิจการลดลงเมื่อเกิดวิกฤติทางเศรษฐกิจขึ้น

### ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

การศึกษาอาจขยายขอบเขตของกลุ่มตัวอย่างออกไปยังกลุ่มอื่น ๆ เช่น กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มธุรกิจการเงิน หรือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ หรืออาจนำไปเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ของต่างประเทศที่มีความใกล้เคียงกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



## องค์ความรู้ใหม่



ภาพที่ 2 เปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ในช่วงก่อนและช่วงเกิดวิกฤต COVID-19

จากภาพที่ 2 แสดงให้เห็นความในช่วงก่อนวิกฤต COVID-19 อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (ยกเว้น ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการแพทย์และธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการขนส่งและโลจิสติกส์) อธิบายราคาหลักทรัพย์หรือมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่าในช่วงเกิดวิกฤต COVID-19 หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือในช่วงเกิดวิกฤต COVID-19 อัตราส่วนดังกล่าวทั้ง 3 อัตราส่วนมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ลดลง ในขณะที่อัตราส่วนนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับช่วงก่อนวิกฤต COVID-19

## References

- Boonyoung, Y., & Acaranupong, K. (2018). A Comparative Study of the Relationship Between Financial Ratios and Stock Prices of Companies Listed on Property Development Sector and Construction Materials Sector in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 14(42), 21–36. [https://doi.nrct.go.th/ListDoi/listDetail?Resolve\\_DOI=10.14456/jap.2018.13](https://doi.nrct.go.th/ListDoi/listDetail?Resolve_DOI=10.14456/jap.2018.13)

- Jallow, M. A., Abiodun, N. L., Weke, P., & Aidara, C. A. T. (2022). Efficiency of Financial Ratios in Predicting Stock Price Trends of Listed Banks at Nairobi Securities Exchange. *European Journal of Statistics*, 2, 1–12. <https://doi.org/10.28924/ada/stat.2.9>
- Kasikorn Research. (2020, March 5). *COVID–19 Drags the Thai Economy in 2020*. <https://www.kasikornresearch.com/th/analysis/k-econ/economy/Pages/Covid-ThaiEco-050363.aspx>
- 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. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RJPJ/article/view/250314>
- Mankan, N. (2016). *The Association Between Earnings Quality and Security Returns: Empirical Evidence from The Ex–Post Thailand Financial Crisis in 1997*[Master’s Thesis, Songkla University].
- Pornchai, S., & Banchuenvijit, W. (2013). Market Efficiency of the Stock Exchange of Thailand: The Case of Thai Rung Union Car Public Company Limited. *Journal of Finance, Banking and Investment*, 1(3), 355–373. <https://thaiejournal.com/journal/2556volumes3F/20.pdf>
- Seaksiri, K., Boonmunewai, S., & Wimonard, T. (2018). The Influence of Financial Ratio to Market Price of Listed Companies in the Securities Exchange of Thailand: A Case Study of The Service Industry. *NRRU Community Research Journal*, 12(2), 72–84. <https://so04.tci-thaijo.org/index.php/NRRU/article/view/164578>
- Stock Exchange of Thailand. (2015, August 15). *Fundamental Analysis*. [https://portal.set.or.th/education/th/begin/stock\\_content04.pdf](https://portal.set.or.th/education/th/begin/stock_content04.pdf)
- Stock Exchange of Thailand. (2020, March 12). *Sustainable Development Showcases 2020*. <https://www.setsustainability.com/download/pumfoiqxctdrj8k>
- Techsauce. (2020, March 12). *The Thai Stock Market Temporarily Suspended Trading. After the Index Fell More Than 125.05 Points or 10%*. <https://techsauce.co/news/set-circuit-breaker-covid-19>.
- Tripattanasit, P., Kobkanjanapued, Y., Suksanguan, W., & Chotkunakitti, P. (2022). The Effect of COVID–19 Pandemic Crisis on Financial Risk of Hotels and Resorts in Thailand. *Journal of Arts Management*, 6(4), 2186–2207.