

# การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยช่วงก่อนเกิด ระหว่างเกิด และหลังเกิด โรคระบาดโควิด-19

Testing the Relationship between Financial Ratios and Stock Prices of Listed  
Companies on the Stock Exchange of Thailand:  
Before, During and After the COVID-19 Pandemic

พิมลวรรณ ตริพัฒน์สิทธิ<sup>1</sup>, ภัทรณัชชา โชติคุณากิตติ<sup>2\*</sup>, วันฤดี สุขสงวน<sup>3</sup>

วัฒนา ศรีถาวร<sup>4</sup> และ ยศวินกาญจน์ กอบกาญจน์พฤติ<sup>5</sup>

Pimonwan Tripattanasit<sup>1</sup>, Phatnatcha Chotkunakitti<sup>2\*</sup>, Wanrudee Suksanguan<sup>3</sup>

Wattana Srithaworn<sup>4</sup>, and Yodsawinkan Kobkanjanapued<sup>5</sup>

*\*Corresponding Author*

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต<sup>1, 2\*, 3, 4</sup>

Faculty of Accountancy, Rangsit University, Thailand<sup>1, 2\*, 3, 4</sup>

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย<sup>5</sup>

Faculty of Accountancy, the University of the Thai Chamber of Commerce, Thailand<sup>5</sup>

E-mail: pimonwan.t@rsu.ac.th<sup>1</sup>, phatnatcha.c@rsu.ac.th<sup>2\*</sup>, wanrudee.s@rsu.ac.th<sup>3</sup>

wattana.s@rsu.ac.th<sup>4</sup>, yodsawinkan@gmail.com<sup>5</sup>

Received June 16, 2024; Revised August 14, 2024; Accepted August 30, 2024

## บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยช่วงก่อนเกิด ระหว่างเกิด และหลังเกิดโรคระบาดโควิด-19 อัตราส่วนทางการเงิน ประกอบด้วย 1) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) 2) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) 3) อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (TIE) 4) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และ 5) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) งานวิจัยนี้เก็บรวบรวมกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2561 ถึงปี 2565 รวมเป็นเวลา 5 ปี มีจำนวน 3,198 ชุดข้อมูล จากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การวิเคราะห์ข้อมูลสำหรับการศึกษานี้ ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ

ผลการวิจัยพบว่า 1) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และขนาดของกิจการจากสินทรัพย์รวม ส่งผลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่งผลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ 2) การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ของช่วงระหว่างเกิดโรคระบาดโควิด-19 พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ในช่วงระหว่างเกิดโรคระบาดโควิด-19 มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ลดลงกว่าช่วงก่อนเกิดโรคระบาดโควิด-19 3) การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ของช่วงหลังเกิดโรคระบาดโควิด-19 พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ในช่วงหลังการเกิดโรคระบาดโควิด-19 มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นกว่าช่วงระหว่างเกิดโรคระบาดโควิด-19

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

## Abstract

This study examines the Testing of the Relationship between Financial Ratios and Stock Prices of listed Companies on the Stock Exchange of Thailand: Before, During, and After the COVID-19 Pandemic. The financial ratios analyzed in this research are: 1) Current Ratio (CR), 2) Total Asset Turnover Ratio (TAT) 3) Times Interest Earned (TIE) 4) Debt to Equity Ratio (DE), and 5) Return of Asset (ROA). This study collected a sample listed on the Stock Exchange of Thailand between 2018 and 2022 a total of 5 years with 3,198 datasets from the Stock Exchange of Thailand database. The data were analyzed using Descriptive Statistics, Pearson Correlation Coefficient Analysis, and Inferential Statistics by Ordinary Least Analysis: OLS.

The results showed that 1) The Current Ratio, Total Asset Turnover, Times Interest Earned, and Return of Asset ratio positively affected stock prices. As for the Debt to debt-equity ratio, it has a negative effect on the stock prices. 2) The Testing of the Relationship between Financial Ratios and Stock Prices during the COVID-19 pandemic found that Return on total assets (ROA) during the COVID-19 outbreak is related to stock prices being lower than before the COVID-19 outbreak. Statistically significant at the 0.01 level. 3) The Testing of the Relationship between Financial Ratios and Stock Prices after the COVID-19 pandemic found that Return on total assets (ROA) after the COVID-19 outbreak is associated with an increase in stock prices more than during the COVID-19 outbreak.

**Keywords:** COVID-19 pandemic; financial ratios; stock prices

## บทนำ

การแพร่ระบาดของอย่างรวดเร็วของโรคโควิด 19 ส่งผลให้การดำเนินงานต่างๆ ทางเศรษฐกิจหยุดชะงัก ซึ่งส่งผลกระทบต่อธุรกิจต่างๆ ทำให้เกิดการลดการจ้างงานหรือมีหลายกิจการได้ปิดตัวลงไป ส่งผลให้เกิดปัญหาภาวะการว่างงาน ในส่วนของภาคอุตสาหกรรมเกิดการชะลอการผลิต เนื่องจากความจำเป็นในการควบคุมการระบาดของโรคโควิด 19 นอกจากนี้ยังส่งผลกระทบต่อภาคการเงินและตลาดทุน ปฏิเสธไม่ได้เลยว่าการระบาดของโรคนั้นส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและเป็นผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก รวมถึงประเทศไทยลดระดับลงอย่างรวดเร็ว ในภาพรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายหลังจากมีรายงานการพบผู้ป่วยโรคโควิด 19 รายแรกในประเทศไทยเมื่อวันที่ 14 มกราคม 2563 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ก็ตกลงจาก 1,586.16 จุด มาอยู่ที่ระดับ 1,581.05 จุด จนกระทั่งองค์การอนามัยโลกประกาศภาวะฉุกเฉินด้านสาธารณสุขระหว่างประเทศจากการระบาดของโรคติดเชื้อโควิด 19 ต่อมาในวันที่ 30 มกราคม 2563 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ลดระดับลงอย่างต่อเนื่องจนถึงจุดต่ำสุดที่ 1,099.76 จุด เมื่อวันที่ 27 มีนาคม 2563 ก่อนที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างช้าๆ (The Stock Exchange of Thailand, 2022)



ภาพที่ 1 แสดงดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยย้อนหลัง 5 ปี

ที่มา: <https://www.set.or.th/th/market/index/set/overview>

ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นแหล่งระดมเงินทุนสำคัญของระบบเศรษฐกิจ ซึ่งทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยหุ้นสามัญเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายมากที่สุด เนื่องจากมีต้นทุนที่ต่ำและไม่มีดอกเบี้ยในการระดมเงินทุน อีกทั้งผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนทั้งในรูปแบบของเงินปันผลและส่วนต่างจากการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับนั้นมีความไม่แน่นอนขึ้นอยู่กับผลประกอบการและการเก็งกำไรของนักลงทุนในตลาด ซึ่งจะทำให้ราคาหุ้นจะเติบโต และทำให้ผู้ลงทุนอาจได้กำไรส่วนต่างจากราคาซื้อขาย (The Stock Exchange of Thailand, 2019) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ได้รับความนิยมเชื่อถือมากที่สุดของนักลงทุน ราคาหลักทรัพย์

จึงเป็นปัจจัยสำคัญปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน ราคาหลักทรัพย์ยังสามารถสะท้อนผลของความเชื่อมั่นในการดำเนินงานของกิจการนั้น (Buranakanokthanasan, 2019) และสะท้อนถึงข้อมูลฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานได้อย่างถูกต้องและเที่ยงตรงที่สุดในการวัดมูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ที่อยู่ตลาดการทุนได้อย่างน่าเชื่อถือตามสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน (Efficient Market Hypothesis : EMH) ในงานวิจัยของ (Fama, 1991) อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาผลกระทบที่เกิดขึ้นในภาคอุตสาหกรรมพบว่าโรคระบาดโควิด 19 ส่งผลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรมบางกลุ่ม และยังพบว่าส่งผลกระทบต่อบางอุตสาหกรรมในทางลบซึ่งบางอุตสาหกรรมกลับได้รับผลกระทบในทางบวก (Ramelli & Wagner, 2020)

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าอัตราส่วนทางการเงิน นอกจากการแพร่ระบาดของโควิด-19 จะส่งผลกระทบต่อแต่ละอุตสาหกรรมอย่างแตกต่างกันแล้ว ผลกระทบที่เกิดขึ้นอาจมีความแตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลาที่แตกต่างกันออกไป ดังเช่น ช่วงเริ่มแรกของการแพร่ระบาดของโควิด-19 ตลาดหลักทรัพย์อาจได้รับผลกระทบอย่างมาก แต่เมื่อเวลาผ่านไประยะหนึ่งอาจมีการฟื้นตัวได้ ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงมีวัตถุประสงค์หลัก เพื่อการศึกษาอัตราส่วนทางการเงินสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่แตกต่างกัน ได้แก่ ช่วงก่อนเกิด ช่วงระหว่างเกิด และภายหลังโรคระบาดโควิด-19 และทำการเปรียบเทียบอัตราส่วนทางการเงินมีความแตกต่างกันหรือไม่ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ช่วงก่อนเกิด และช่วงระหว่างเกิดโรคระบาดโควิด-19 และอัตราส่วนทางการเงินมีความแตกต่างกันหรือไม่ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ช่วงก่อนเกิด และหลังโรคระบาดโควิด-19 โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561-2565 ประกอบด้วยอัตราส่วนทางการเงินมาเป็นเครื่องช่วยการวัดสภาพคล่องทางการเงิน การวัดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน การวัดสภาพหนี้สิน การวัดสามารถในการชำระหนี้ และการวัดความสามารถในการทำกำไร

## วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ช่วงก่อนเกิด ช่วงระหว่างเกิด และช่วงหลังโรคระบาดโควิด-19 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อทดสอบผลกระทบของสถานการณ์โควิดช่วงก่อนเกิด ช่วงระหว่างเกิด และช่วงหลังโรคระบาดโควิด-19 ต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## การทบทวนวรรณกรรม

### สถานการณ์โรคระบาดโควิด-19 (COVID-19)

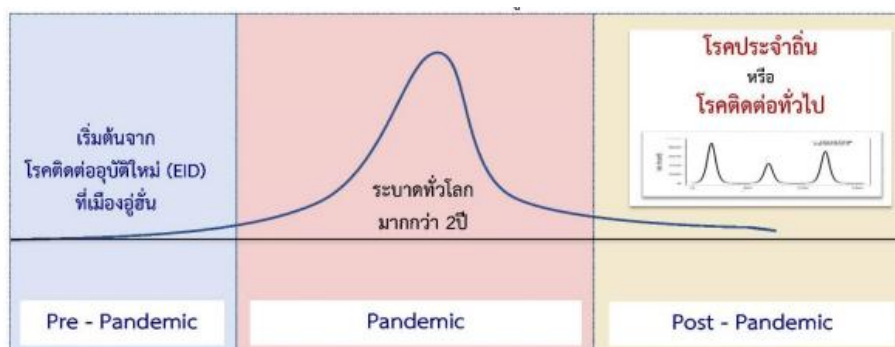
โรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 เป็นโรคระบาดสายพันธุ์ใหม่ที่เพิ่งถูกค้นพบ เป็นไวรัสที่สร้างความเสียหายให้กับเศรษฐกิจโลกรวมถึงประเทศไทยอย่างมาก การระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-19) เกิดขึ้นในเดือนธันวาคม พ.ศ. 2562 พบการติดเชื้อครั้งแรกในนครอู่ฮั่น มณฑลหูเป่ย์ สาธารณรัฐประชาชนจีน เมื่อวันที่ 30 ธันวาคม 2562 สำนักงานสาธารณสุขเมืองอู่ฮั่นมณฑลหูเป่ย์ได้มารายงานว่า พบโรคปอดอักเสบแบบไม่ทราบสาเหตุ ซึ่งตรวจพบสาเหตุที่เกี่ยวข้องกับตลาดอาหารทะเลที่เมืองอู่ฮั่น เป็นเหตุให้เกิดเป็นโรคติดเชื้อจากคนสู่คน โดยการสัมผัสกับเนื้อสัตว์ประเภทต่างๆ ที่วางขายในตลาดแห่งนั้น จึงเป็นเหตุทำให้การระบาดแพร่กระจายไปอย่างรวดเร็ว มีผู้ป่วยหนักและผู้เสียชีวิตจำนวนมาก

องค์การอนามัยโลก ได้รายงานไวรัสสายพันธุ์ใหม่นี้ว่า SARS-CoV-2 เรียกว่า COVID-19 ซึ่งเป็นโรคติดต่อทางเดินหายใจที่เกิดจากไวรัสโคโรนาสายพันธุ์ใหม่ 2019 พบการระบาดได้โดยแพร่เชื้อจากคนสู่คน ผ่านละอองฝอยขนาดเล็กขององค์การอนามัยโลก (WHO) จึงได้ประกาศให้การระบาดนี้เป็นภาวะฉุกเฉินทางสาธารณสุขระหว่างประเทศ (Public Health Emergency of International Concern – PHEIC) ในวันที่ 30 มกราคม 2563 ต่อมาได้พบผู้ป่วยติดเชื้อและเสียชีวิตจำนวนมากในช่วงปี พ.ศ. 2563-2564 ที่สามารถยืนยันในหลายประเทศทั่วโลก

เมื่อวันที่ 14 มกราคม 2563 ประเทศไทยได้รับรายงานการพบผู้ป่วยโรคโควิด 19 รายแรกเป็นนักท่องเที่ยวที่เดินทางมาจากประเทศจีนจนทำให้มีการแพร่เชื้อโควิด-19 กระจายเป็นวงกว้าง ทำให้ต่อมาในวันที่ 26 กุมภาพันธ์ 2563 รัฐมนตรีว่าการกระทรวงสาธารณสุขได้ประกาศให้โรคโควิด-19 เป็นโรคติดต่ออันตรายตามพระราชบัญญัติโรคติดต่อ พ.ศ. 2558 เพื่อประโยชน์ในการเฝ้าระวัง ป้องกัน และควบคุมโรคติดต่ออันตรายการระบาดของโรคโควิด-19 ภายหลังเริ่มมีการให้วัคซีนตั้งแต่วันที่ 28 กุมภาพันธ์ 2564 โดยในช่วงแรกเป็นการระดมฉีดวัคซีนให้กับบุคลากรทางการแพทย์และกลุ่มเสี่ยงเป็นหลัก ต่อมาวันที่ 7 มิถุนายน 2564 มีการรณรงค์ให้ฉีดวัคซีนให้แก่ประชาชนทั่วประเทศ ทำให้มียอดผู้ติดเชื้อลดลงอย่างต่อเนื่อง การระบาดของโรคโควิด-19 ใช้ระยะเวลาอย่างยาวนานนับตั้งแต่พบการระบาดครั้งแรกปลายปี พ.ศ.2562 จนถึงปัจจุบัน (Ministry of Public Health, 2022)

องค์การอนามัยโลก ได้กำหนดระยะการเปลี่ยนผ่านจาก COVID-19 Pandemic สู่ Endemic Disease แบ่งเป็น 3 ระยะ ได้แก่ ระยะ Pre-Pandemic เป็นระยะเริ่มต้นจากโรคติดต่ออุบัติใหม่ที่เมืองอู่ฮั่น ประเทศจีน (ก่อน ปี พ.ศ. 2563) ระยะต่อมาเป็น Pandemic ซึ่งเกิดการระบาดทั่วโลก ซึ่งเป็นระยะเวลากว่า 2 ปี (ระหว่าง ปี พ.ศ. 2563-2564) ที่ผ่านมา โดยองค์การอนามัยโลกได้ประกาศให้โรคโควิด 19 เป็น Pandemic เมื่อวันที่ 11 มีนาคม 2563 และเมื่อการแพร่ระบาดเริ่มลดลงจะเข้าสู่ระยะ

Post-Pandemic (ระหว่าง ปี พ.ศ. 2564–2565) กลายเป็นโรคประจำถิ่นหรือโรคติดต่อทั่วไป (Ministry of Public Health, 2022)



ภาพที่ 2 แสดงการเปลี่ยนผ่านจาก COVID – 19 Pandemic สู่ Endemic Disease

ที่มา: <https://www.pyomoph.go.th/backoffice/files/42148.pdf>

### ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand, SET) จัดตั้งขึ้นโดยพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 ภายใต้การกำกับดูแลโดย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ทำหน้าที่เป็นตลาดรองเพื่อแลกเปลี่ยนซื้อขายตราสารทุนให้กับบริษัทต่างๆ ที่ขึ้นทะเบียนไว้ที่ตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้กิจการสามารถระดมเงินทุนเพิ่มเติมจากสาธารณะได้โดยสะดวก รวดเร็วและน่าเชื่อถือ โดยมีการจัดโครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียน เพื่อให้บริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกันได้อยู่ในหมวดเดียวกัน เพื่อความเหมาะสมในการเปรียบเทียบระหว่างกันและสามารถใช้เป็นข้อมูลด้านการลงทุนได้อย่างเหมาะสมสะดวก รวดเร็วมากยิ่งขึ้น การจัดกลุ่มนั้นให้สามารถจำแนกประเภทธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนได้ชัดเจนสะท้อนให้เห็นถึงอุตสาหกรรมของประเทศได้มากขึ้น จะประกอบไปด้วย 8 กลุ่มอุตสาหกรรม และ 28 หมวดธุรกิจ (The Stock Exchange of Thailand, 2022)

### อัตราส่วนทางการเงิน

งานวิจัยของ Vichitsarawong (2017) พบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับการบริหารสินทรัพย์และการจัดการหนี้ ซึ่งถือว่าเป็นเรื่องสำคัญในการดำเนินธุรกิจให้มีประสิทธิภาพ ประกอบด้วย การวัดสภาพคล่องทางการเงิน การวัดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน การวัดสภาพหนี้สิน การวัดความสามารถในการชำระหนี้ การวัดความสามารถในการทำกำไร และการวัดมูลค่าราคาตลาดของหุ้น จากการทบทวนวรรณกรรมสามารถคัดเลือกอัตราส่วนที่สามารถนำมาสร้างตัวแบบทดสอบได้ดังนี้ 1) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio: CR) เป็นการวัดอัตราส่วนระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียนกับหนี้สินหมุนเวียน สามารถคำนวณได้จาก สินทรัพย์หมุนเวียน/หนี้สินหมุนเวียน



(เท่า) ค่าที่ได้หากมีค่ามากกว่า 1 แสดงว่า บริษัทมีสภาพคล่องดี เพราะมีสินทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าหนี้สินหมุนเวียนที่บริษัทต้องชำระ แต่หากมีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่า บริษัทขาดสภาพคล่อง เพราะมีสินทรัพย์หมุนเวียนไม่เพียงพอที่จะจ่ายหนี้สินหมุนเวียนที่บริษัทต้องชำระ 2) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Assets Turnover: TAT) เป็นการวัดประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการเพื่อก่อให้เกิดรายได้ว่ามีประสิทธิภาพเพียงใด สามารถคำนวณได้จาก รายได้จากการขายหรือบริการ/สินทรัพย์รวมเฉลี่ย (รอบ) ค่าที่ได้ยิ่งมีค่าสูง ยิ่งดี แสดงถึง ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์รวมก่อให้เกิดรายได้ หากมีค่าน้อยแสดงว่ากิจการมีสินทรัพย์มากเกินไปเกินความต้องการหรือยังสินทรัพย์ไม่เต็มประสิทธิภาพ 3) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity: DE) เป็นอัตราส่วนแสดงถึงแหล่งที่มาของเงินทุนว่ามาจากหนี้สินหรือส่วนของผู้ถือหุ้น ว่ามีมากน้อยเพียงใด สามารถคำนวณได้จาก หนี้สินรวม/ส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า) ค่าที่ได้ยิ่งต่ำ ยิ่งดี แสดงให้เห็นถึงความเสี่ยงในด้านเจ้าหนี้และเจ้าของกิจการ หากค่าที่ได้อัตราส่วนสูง แสดงว่ากิจการมีความเสี่ยงจากการกู้ยืมเงินมาใช้ในการดำเนินกิจการ 4) อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage หรือ Times Interest Earned: TIE) เป็นการวัดความสามารถของธุรกิจในการจ่ายดอกเบี้ยเงินกู้ สามารถคำนวณได้จาก กำไรสุทธิ+ดอกเบี้ยจ่าย+ภาษีเงินได้ / ดอกเบี้ยจ่าย (เท่า) ผลคำนวณออกมามีค่าสูง แสดงว่าธุรกิจมีความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยอยู่ในระดับสูง 5) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) เป็นการวัดความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ที่มีอยู่ก่อให้เกิดกำไรสุทธิได้มากน้อยเพียงใด สามารถคำนวณได้จาก กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม (เท่า) ค่าที่ได้ยิ่งสูง ยิ่งดี แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการใช้สินทรัพย์ก่อให้เกิดผลตอบแทนหรือกำไรสุทธิอยู่ในระดับสูง

### งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Kajonseree and Thongsomboon (2021) อัตราส่วนทางการเงินในหุ้นสามัญกลุ่มธนาคารพาณิชย์ช่วงก่อนและหลังโควิด-19 กำหนดให้ช่วงก่อนโควิด-19 (ปี 2562) และหลังโควิด-19 (ปี 2563) พบว่าโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 หรือโควิด-19 เป็นโรคระบาดทั่วโลก เหตุการณ์ดังกล่าวได้ส่งผลกระทบครั้งใหญ่ต่อตลาดหุ้นทั่วโลกทำให้ราคาหุ้นตกต่ำลง บ้างก็มีราคาต่ำกว่าราคาพื้นฐาน ในขณะที่ Darabee (2022) ได้ทำการวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบของโควิด-19 ที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปาลเลตโต โดยพิจารณาจากอัตราส่วนทางการเงินในการวัดผลการดำเนินงาน ซึ่งประกอบไปด้วยตัวแปร อัตราส่วนการวัดสภาพคล่อง อัตราส่วนเงินสด อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน อัตราส่วนกำไรสุทธิ และทำการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานช่วงก่อนเกิดโรคระบาดโควิด-19 (ค.ศ.2018-2019) และช่วงระหว่างเกิดโรคระบาดโควิด-19 (ค.ศ.2020-2021) พบว่าโรคระบาดโควิด-19 ไม่ส่งผลต่ออัตราส่วนอัตราส่วนหนี้สินในอุตสาหกรรมการผลิตและการลงทุนในทางกลับกันโรคระบาดโควิด-19 ส่งผลต่ออุตสาหกรรมบริการและอุตสาหกรรมอื่นทำให้มีหนี้สินเพิ่มขึ้น ซึ่ง Suksanguan et al. (2022) ได้ทำการศึกษาผลกระทบของวิกฤตโรคระบาดโควิด-19 ต่ออัตราส่วนทางการเงินของธุรกิจโรงแรมและรีสอร์ทในประเทศไทย พบว่าการระบาดของ COVID-19

ที่เกิดขึ้นเมื่อปี พ.ศ.2563 ส่งผลให้ธุรกิจโรงแรมและรีสอร์ทมีความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยลดลง เมื่อเปรียบเทียบกับปี 2561 และปี 2562 และยังพบว่า มีความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มขึ้น ในทางกลับกัน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมไม่ได้รับผลกระทบของการระบาดของ COVID-19

Makni (2023) พบว่า การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด ส่งผลด้านลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ทั้งในส่วนของ การลงทุนและยอดขายของบริษัท เช่นเดียวกับ Shabir et al. (2023) ศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจธนาคาร ของ 106 ประเทศ โดยผลการดำเนินงานนั้นวัดด้วยอัตราส่วนทางการเงิน เช่น ROA ROE พบว่า สถานการณ์โควิดส่งผลให้ผลการดำเนินงานของธนาคารลดลง อย่างไรก็ตามผลกระทบขึ้นอยู่กับคุณลักษณะของธนาคาร นโยบายทางการเงินของรัฐ คุณภาพของสถาบันการเงิน และการพัฒนาปรับปรุงของธนาคารจะช่วยเพิ่มความแข็งแกร่งและการฟื้นตัวของธนาคาร ซึ่ง Krongten and Kumansing (2022) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: SET100 ผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ไปในทิศทางเดียวกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 จากการทบทวนวรรณกรรมแสดงให้เห็นได้ว่า อัตราส่วนทางการเงินนั้นเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญที่นักลงทุนส่วนใหญ่มักนำมาพิจารณาประกอบการตัดสินใจในการการลงทุนในหลักทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

### ทฤษฎีการประเมินราคาหลักทรัพย์ของ Ohlson

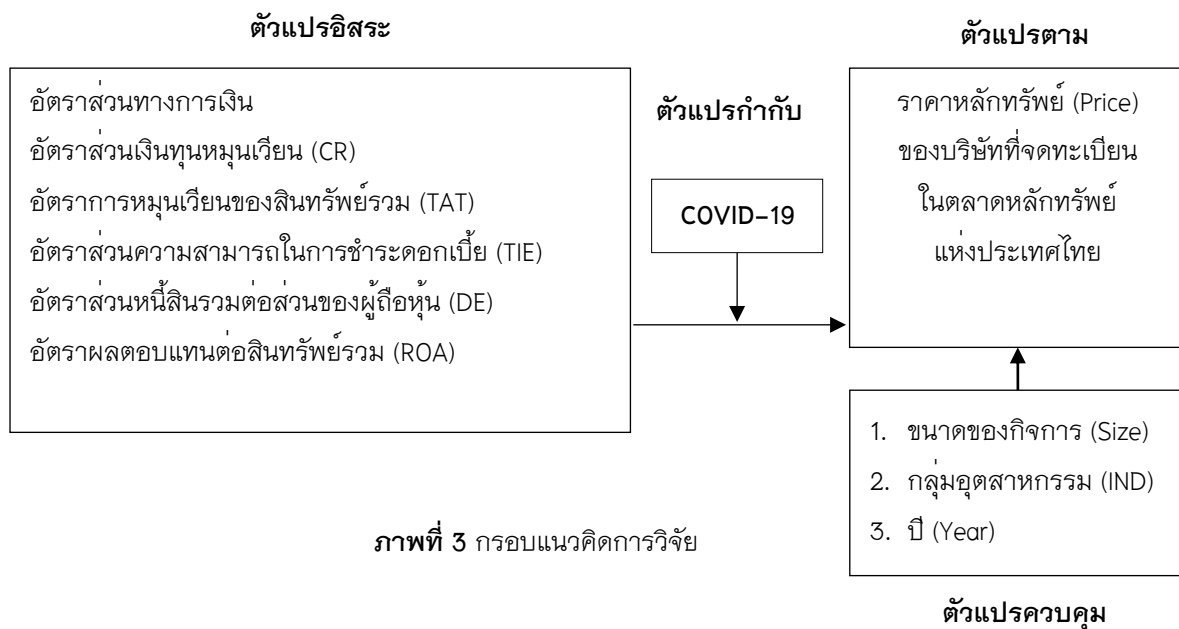
Ohlson (1995) ได้พัฒนาทฤษฎีการประเมินราคาหลักทรัพย์ด้วยวิธีการคิดลดเงินปันผลที่คาดหวังในอนาคตเป็นมูลค่าปัจจุบัน โดยเพิ่มสมมติฐานที่เกี่ยวกับ มูลค่าค่าปัจจุบันเท่ากับมูลค่าตามบัญชีในรอบก่อนหน้าบวกด้วยกำไรสุทธิในรอบปัจจุบันหักออกด้วยเงินปันผลในรอบปัจจุบัน ซึ่งสามารถแสดงเป็นตัวแปร หลักทรัพย์สามารถแสดงเป็นค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของมูลค่าทางบัญชีและกำไรทางบัญชี ทำให้ตัวแบบของ Ohlson (1995) กลายเป็นผลงานวิจัยที่ตรวจสอบความเกี่ยวข้องของการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์จากข้อมูลในงบแสดงฐานะการเงินและงบกำไรขาดทุน นอกจากนี้ Fama and French (1993) ได้พัฒนาปัจจัยขนาด (Size Factor) พบว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กจะมีความเสี่ยงมากกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่เป็นผลมาจากสถานะทางการเงิน รวมถึงความสามารถในการแข่งขัน

### กรอบแนวคิดการวิจัย

จากผลงานวิจัยที่ผ่านมาจะเห็นว่าอัตราส่วนทางการเงินส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ไม่ทางใดก็ทางหนึ่ง แต่หากมีการเปลี่ยนแปลงของสถานการณ์ต่างๆ เช่น การโรคระบาด COVID-19 เกิดขึ้นจะส่งผลต่อความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดอย่างไร จึงเป็นที่มาของกรอบแนวคิด



การวิจัย โดยเทียบเคียงจากสถานการณ์วิกฤตเศรษฐกิจโลก (Sakuldechphaiboon, 2010; Terdpaopong et al., 2020) อัตราส่วนทางการเงินก่อนและหลังการเกิดสถานการณ์มีการเปลี่ยนแปลง ซึ่งผลจากสถานการณ์แพร่ระบาดของไวรัสโควิด 19 อาจส่งผลต่ออัตราส่วนทางการเงินเช่นเดียวกัน งานวิจัย Suksanguan et al., (2022) ได้มีการศึกษาถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ช่วงก่อนและระหว่างเกิดสถานการณ์แพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 แต่ยังไม่มีการศึกษาอัตราส่วนทางการเงินทั้งหมดในช่วงก่อน ระหว่างเกิดและหลังจากเกิดโรคระบาดโควิด 19 ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงต้องการศึกษาโดยมีกรอบแนวคิดดังนี้



ภาพที่ 3 กรอบแนวคิดการวิจัย

## ระเบียบวิธีวิจัย

### 1) ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้มาจากฐานข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2561 ถึงปี 2565 รวมเป็นเวลา 5 ปี มีจำนวน 3,198 รายบริษัทรายปี และใช้การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจงตามลักษณะเฉพาะที่กำหนดตามเกณฑ์ดังนี้ 1) ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้น กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน รวมทั้งธุรกิจธนาคาร ประกันภัย บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวมและกองทรัสต์ เพราะรูปแบบการดำเนินธุรกิจมีลักษณะเฉพาะที่แตกต่างจากธุรกิจประเภทอื่น และมีรูปแบบของรายงานทางการเงินที่แตกต่างกันออกไป (Acaranupong, 2017; Kobkanjanapued, 2020) 2) เป็นบริษัทที่ปิดงบการเงินวันที่ 31 ธันวาคม เพื่อควบคุมผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์จากสภาพแวดล้อมภายนอก (Acaranupong, 2017; Kobkanjanapued, 2020) 3) บริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วน 4) บริษัทจดทะเบียนที่อยู่

ระหว่างพื้นฟูการดำเนินงาน และ 5) ไม่เป็นบริษัทที่มีค่าข้อมูลผิดปกติ (Outliers) ดังนั้น กลุ่มตัวอย่างมีจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 2,102 รายบริษัทรายปี ซึ่งสามารถแสดงได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

| การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง            |                                                         | ปี (บริษัท) |      |      |      |      | รวม   |
|-------------------------------------|---------------------------------------------------------|-------------|------|------|------|------|-------|
|                                     |                                                         | 2561        | 2562 | 2563 | 2564 | 2565 |       |
| บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์     |                                                         | 608         | 620  | 635  | 658  | 677  | 3,198 |
| หัก                                 | บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน กองทุนรวมและกองทรัสต์ | 251         | 235  | 224  | 234  | 242  | 1,186 |
|                                     | บริษัทที่ปิดการเงินไม่ใช้วันที่ 31 ธันวาคม              |             |      |      |      |      |       |
|                                     | บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน                             |             |      |      |      |      |       |
|                                     | บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างพื้นฟูการดำเนินงาน         |             |      |      |      |      |       |
|                                     | บริษัทที่มีข้อมูลผิดปกติ                                |             |      |      |      |      |       |
| จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น |                                                         | 357         | 385  | 411  | 424  | 435  | 2,102 |

### การรวบรวมข้อมูล

การวิจัยนี้เป็นงานวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical research) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) รายงานทางการเงินของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 ถึงปี พ.ศ. 2565 รวมทั้งสิ้น 5 ปี โดยใช้แหล่งข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART และฐานข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

### ขอบเขตการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยช่วงก่อนเกิด ระหว่างเกิด และหลังเกิดโรคระบาดโควิด-19 ของทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ระหว่างปี พ.ศ. 2561 – 2565 โดยจะเก็บรวบรวมข้อมูลรายปี ทั้งนี้จะศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม และต้องเป็นบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนตลอดระยะเวลา 5 ปี

### สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานการวิจัยที่ 1 ช่วงระหว่างเกิดโรคระบาด COVID-19 มีอิทธิพลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ (เปรียบเทียบกับช่วงก่อนเกิด โรคระบาด COVID-19)

สมมติฐานการวิจัยที่ 2 ช่วงเวลาเกิดวิกฤต COVID-19 มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ (เปรียบเทียบกับช่วงระหว่างเกิดโรคระบาด COVID-19)

### ตัวแบบการศึกษา

การวิจัยฉบับนี้ได้ประยุกต์ใช้ตัวแบบของ Ohlson (1995), Fama and French (1993) และเพิ่มตัวที่น่าสนใจเข้าไปในสมการ คือ อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรของบริษัท อ้างอิงจาก Suksanguan et al., (2022) ช่วงก่อนและระหว่างเกิดสถานการณ์แพร่ระบาดของไวรัสโควิด 19 ในตัวแบบการศึกษาเพื่อทำการวิเคราะห์ความถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) ซึ่งการศึกษาในครั้งนี้สามารถกำหนดตัวแบบการศึกษาได้ 3 ตัวแบบ ดังต่อไปนี้

$$\text{Priceit} = \beta_0 + \beta_1 \text{CRit} + \beta_2 \text{TATit} + \beta_3 \text{TIEit} + \beta_4 \text{DEit} + \beta_5 \text{ROAit} + \beta_6 \text{SIZEit} + \sum_{n=1}^6 \beta_n \text{INDt} + \sum_{k=1}^4 \beta_k \text{Yeart} + \varepsilon_{it} \quad \text{-- (1)}$$

$$\text{Priceit} = \beta_0 + \beta_1 \text{CVD} + \beta_2 \text{CRit} + \beta_3 \text{TATit} + \beta_4 \text{TIEit} + \beta_5 \text{DEit} + \beta_6 \text{ROAit} + \beta_7 \text{CVD} \times \text{CRit} + \beta_8 \text{CVD} \times \text{TATit} + \beta_9 \text{CVD} \times \text{TIEit} + \beta_{10} \text{CVD} \times \text{DEit} + \beta_{11} \text{CVD} \times \text{ROAit} + \beta_{12} \text{SIZEit} + \sum_{n=1}^6 \beta_n \text{INDt} + \sum_{k=1}^3 \beta_k \text{Yeart} + \varepsilon_{it} \quad \text{-- (2)}$$

$$\text{Priceit} = \beta_0 + \beta_1 \text{CVA} + \beta_2 \text{CRit} + \beta_3 \text{TATit} + \beta_4 \text{TIEit} + \beta_5 \text{DEit} + \beta_6 \text{ROAit} + \beta_7 \text{CVA} \times \text{CRit} + \beta_8 \text{CVA} \times \text{TATit} + \beta_9 \text{CVA} \times \text{TIEit} + \beta_{10} \text{CVA} \times \text{DEit} + \beta_{11} \text{CVA} \times \text{ROAit} + \beta_{12} \text{SIZEit} + \sum_{n=1}^6 \beta_n \text{INDt} + \sum_{k=1}^2 \beta_k \text{Yeart} + \varepsilon_{it} \quad \text{-- (3)}$$

### โดยที่

Priceit คือ ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท (ไตรมาสที่ 1 ของปีถัดไป) i ในปี t

CRit คือ อัตราส่วนเงินลงทุนหมุนเวียนของบริษัท i ในปี t

TATit คือ อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปี t

TIEit คือ อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ยของบริษัท i ในปี t

DEit คือ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ในปี t

ROAit คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปี t

SIZEit คือ วัดจากค่าลอการิทึมธรรมชาติของขนาดของกิจการจากสินทรัพย์รวม ของบริษัท i ในปี t

INDit คือ กลุ่มอุตสาหกรรมนั้นๆ แทนค่าเป็น 1 ส่วน อุตสาหกรรมอื่นๆ แทนค่า 0 (กลุ่มอุตสาหกรรมประกอบด้วย 7 กลุ่มอุตสาหกรรมได้แก่ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ทรัพยากร เทคโนโลยี บริการ สินค้าอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภคบริโภคและอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง)

Yeart คือ ปี โดย 1 แทนค่า ปีนั้นๆ และ 0 แทนค่า ปีอื่นๆ

CVD คือ ปีที่เกิดโรคระบาด COVID-19 โดยให้ 1 แทนช่วงก่อนโรคระบาด COVID-19 (ปีพ.ศ.2561-2562) และให้ 0 แทนช่วงระหว่างเกิดโรคระบาด COVID-19 (ปีพ.ศ.2563-2564)

CVA คือ ปีที่เกิดโรคระบาด COVID-19 โดยให้ 0 ระหว่างเกิดโรคระบาด COVID-19 (ปี พ.ศ.2563-2564) และให้ 1 แทนช่วงหลังเกิดโรคระบาด COVID-19 (ปีพ.ศ.2565)

### การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลสำหรับงานวิจัยนี้ ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ใช้เพื่อบรรยายถึงลักษณะของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัย การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เพื่อทดสอบปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จะมีค่าอยู่ระหว่าง -1 ถึง 1 โดยพิจารณาจากตรวจสอบจากที่คำนวณได้ ควร มีค่าไม่เกิน 0.800 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระจะไม่เกิดปัญหา Multicollinearity และการวิเคราะห์ความถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) โดยผลการวิเคราะห์จะพิจารณาระดับนัยสำคัญของค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอย (Coefficients) ของตัวแปรอิสระต่าง ๆ ทั้งนี้ ลักษณะของข้อมูลที่เก็บรวบรวมเป็นข้อมูลพาแนล (Panel data) ดังนั้น จึงจะใช้เทคนิคการวิเคราะห์แบบ Panel data analysis โดยจะมีการอธิบายผลการวิจัยจากการพิจารณาตัวแบบการวิเคราะห์ที่เหมาะสมระหว่าง 1) วิธี Pooled OLS Regression หรือ 2) วิธี Fixed Effect Regression Model (FEM) หรือ 3) วิธี random effect model (REM) ด้วยการทดสอบ Hausman test

## ผลการวิจัย

### การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาด้วยค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน พบว่า ราคาหลักทรัพย์ (Price) มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.010, 76.819, 2.399 และ 3.307 ตามลำดับ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.080, 76.819, 2.399 และ 3.307 ตามลำดับ อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.010, 5.560, 0.773 และ 0.644 ตามลำดับ อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (TIE) มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ -98.690, 993.590, 40.765 และ 116.203 ตามลำดับ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.010, 101.120, 1.348 และ 3.164 ตามลำดับ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ - 51.970, 64.170, 5.654 และ 8.728 ตามลำดับ ขนาดของกิจการจากสินทรัพย์รวม (Size) มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 11.962, 21.952, 15.867 และ 1.561 ตามลำดับ สามารถแสดงได้ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (n = 2,102)

| Variable | Minimum | Maximum | Mean   | Std. Deviation |
|----------|---------|---------|--------|----------------|
| Price    | 0.010   | 76.819  | 2.399  | 3.307          |
| CR       | 0.080   | 76.819  | 2.399  | 3.307          |
| TAT      | 0.010   | 5.560   | 0.773  | 0.644          |
| TIE      | -98.690 | 993.590 | 40.765 | 116.203        |
| DE       | 0.010   | 101.120 | 1.348  | 3.164          |
| ROA      | -51.970 | 64.170  | 5.654  | 8.728          |
| Size     | 11.962  | 21.952  | 15.867 | 1.561          |

### การวิเคราะห์สหสัมพันธ์

ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของ Pearson Correlation เพื่อทดสอบความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระหรือการทดสอบการเกิดปัญหา Multicollinearity พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระมีค่าไม่เกินกว่า 0.800 จึงไม่เกิดปัญหาค่าความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ สามารถแสดงผลได้ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของ Pearson Correlation (n = 2,102)

|         | Price  | CR      | TAT     | TIE     | DE      | ROA     | CVD     | CVBxCR  | CVBxTAT | CVBxDE  | CVBxTIE | CVBxROA | CVAxCR | CVAxTAT | CVAxDE | CVAxTIE | CVAxROA |
|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|
| Price   | 1      |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |        |         |        |         |         |
| CR      | -0.024 | 1       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |        |         |        |         |         |
| TAT     | -0.027 | -.054*  | 1       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |        |         |        |         |         |
| TIE     | .050*  | .297**  | .089**  | 1       |         |         |         |         |         |         |         |         |        |         |        |         |         |
| DE      | -0.017 | -.151** | -0.025  | -.110** | 1       |         |         |         |         |         |         |         |        |         |        |         |         |
| ROA     | .059** | .047*   | .273**  | .295**  | -.170** | 1       |         |         |         |         |         |         |        |         |        |         |         |
| CVD     | 0.008  | 0.015   | -.073** | -0.031  | -0.018  | 0.006   | 1       |         |         |         |         |         |        |         |        |         |         |
| CVBxCR  | -0.007 | .428**  | -0.017  | .290**  | -.079** | 0.006   | -.342** | 1       |         |         |         |         |        |         |        |         |         |
| CVBxTAT | -0.014 | -.051*  | .484**  | .046*   | 0.004   | 0.031   | -.446** | .324**  | 1       |         |         |         |        |         |        |         |         |
| CVBxDE  | 0.014  | .211**  | 0.029   | .715**  | -.066** | .127**  | -.168** | .492**  | .202**  | 1       |         |         |        |         |        |         |         |
| CVBxTIE | -0.009 | -.076** | 0.006   | -.054*  | .739**  | -.095** | -.174** | 0.035   | .181**  | -0.017  | 1       |         |        |         |        |         |         |
| CVBxROA | .062** | 0.011   | .101**  | .188**  | -.103** | .464**  | -.302** | .292**  | .418**  | .344**  | -0.011  | 1       |        |         |        |         |         |
| CVAxCR  | -0.013 | .531**  | -0.002  | 0.036   | -.053*  | 0.032   | -.207** | -.102** | -.133** | -.050*  | -.052*  | -.090** | 1      |         |        |         |         |
| CVAxTAT | -0.008 | -0.004  | .362**  | 0.02    | -0.017  | .111**  | -.321** | -.158** | -.206** | -.077** | -.080** | -.139** | .316** | 1       |        |         |         |
| CVAxDE  | .069** | .075**  | .063**  | .376**  | -.049*  | .161**  | -.139** | -.068** | -.089** | -0.033  | -0.035  | -.060** | .251** | .303**  | 1      |         |         |
| CVAxTIE | -0.009 | -.060** | -0.016  | -0.043  | .514**  | -.080** | -.140** | -.069** | -.089** | -0.034  | -0.035  | -.061** | .051*  | .194**  | 0.01   | 1       |         |
| CVAxROA | 0.02   | 0.029   | .132**  | .108**  | -.091** | .404**  | -.238** | -.117** | -.153** | -.057** | -.059** | -.103** | .282** | .552**  | .445** | 0.005   | 1       |

หมายเหตุ: \*\*, \* คือ ค่าระดับนัยสำคัญที่ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

## การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด ตัวแบบที่ 1 Pooled OLS และ Fixed Effects Model

| Variable                                 | Model 1 Before COVID-19 (2018-2022)                                                                                                                                                                                                                                                               |           |         |                               |           |         |       |
|------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|---------|-------------------------------|-----------|---------|-------|
|                                          | $\text{Price}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CR}_{it} + \beta_2 \text{TAT}_{it} + \beta_3 \text{TIE}_{it} + \beta_4 \text{DE}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{SIZE}_{it} + \sum_{n=1}^6 \beta_n \text{IND}_{it} + \sum_{k=1}^5 \beta_k \text{Year}_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$ |           |         |                               |           |         |       |
|                                          | Pooled OLS                                                                                                                                                                                                                                                                                        |           |         | Fixed Effects                 |           |         |       |
|                                          | Coefficient                                                                                                                                                                                                                                                                                       | t         | p-value | Coefficient                   | t         | p-value | VIF   |
| const                                    | 0.368                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 2.701***  | 0.007   | 0.310                         | 1.942*    | 0.053   |       |
| CR                                       | 0.024                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 3.048***  | 0.003   | 0.024                         | 2.720***  | 0.007   | 1.435 |
| TAT                                      | 0.029                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 1.247     | 0.213   | 0.056                         | 2.213**   | 0.028   | 1.415 |
| TIE                                      | 0.001                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 2.058**   | 0.040   | 0.001                         | 2.056**   | 0.041   | 1.654 |
| DE                                       | -0.053                                                                                                                                                                                                                                                                                            | -3.804*** | 0.001   | -0.055                        | -3.753*** | 0.001   | 1.528 |
| ROA                                      | 0.019                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 7.859***  | 0.001   | 0.015                         | 5.324***  | 0.001   | 1.530 |
| Size                                     | 0.186                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 21.81***  | 0.001   | 0.191                         | 19.13***  | 0.001   | 1.380 |
| IND (Control)                            | Yes                                                                                                                                                                                                                                                                                               |           |         | Yes                           |           |         |       |
| Year (Control)                           | Yes                                                                                                                                                                                                                                                                                               |           |         | Yes                           |           |         |       |
| n = 2,102                                | Durbin-Watson = 1.706                                                                                                                                                                                                                                                                             |           |         | Durbin-Watson = 2.1302        |           |         |       |
|                                          | Adj.R <sup>2</sup> = 0.343                                                                                                                                                                                                                                                                        |           |         | Whitin R <sup>2</sup> = 0.325 |           |         |       |
| F= 97.954***, p-value (F) = 0.001        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |           |         |                               |           |         |       |
| Hausman test (p-value) = 48.0348 (0.001) |                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |           |         |                               |           |         |       |

หมายเหตุ: ผลการวิเคราะห์ผลการถดถอยในตารางที่ 4 นั้นเป็นผลจากวิธีการวิเคราะห์แบบ Fixed Effects Regression Model เนื่องจากค่า p-value ของ Hausman test มีค่า p-value < 0.05 ดังนั้น Fixed Effects Model มีความเหมาะสม

\*\*\*significant level at 0.01 and \*\*significant level at 0.05

จากตารางที่ 4 จะพิจารณาผลการวิเคราะห์จากตัวแบบ Fixed Effect ซึ่งมีความเหมาะสมกว่าการวิเคราะห์ตัวแบบ Ordinary Least Squares เนื่องจากค่า Hausman test มีค่า p-value < 0.05 ผลการวิเคราะห์พบว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) และอัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (TIE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และขนาดของกิจการจากสินทรัพย์รวม (Size) ส่งผลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย  $\beta_1$  เท่ากับ 0.024 และ p-value เท่ากับ 0.007,  $\beta_2$  เท่ากับ 0.056 และ p-value เท่ากับ 0.028,  $\beta_3$  เท่ากับ 0.001 และ p-value เท่ากับ 0.041,  $\beta_5$  เท่ากับ 0.015 และ p-value เท่ากับ 0.001,  $\beta_6$  เท่ากับ 0.191 และ p-value เท่ากับ 0.001 มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 ในขณะที่ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ส่งผลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย  $\beta_4$  เท่ากับ -0.055 และ p-value เท่ากับ 0.001 มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01



นอกจากนี้เมื่อพิจารณาตัวแบบการศึกษาในภาพรวมยังพบว่าค่า F เท่ากับ 97.954 โดยมีระดับนัยสำคัญที่  $<0.001$  และ ค่า  $\text{Adj.R}^2$  เท่ากับ 34.300 ซึ่งอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวแปรตามได้ร้อยละ 34.30

**ตารางที่ 5** ผลการวิเคราะห์ความถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด ตัวแบบที่ 2 Pooled OLS และ Fixed Effects ช่วงก่อนเกิดโรคระบาด COVID-19 อัตราส่วนทางการเงินส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์

| Variable       | Model 2 During COVID-19 (2020–2021)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |           |         |                               |           |         |       |
|----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|---------|-------------------------------|-----------|---------|-------|
|                | $\text{Price}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{CVD} + \beta_2\text{CR}_{it} + \beta_3\text{TAT}_{it} + \beta_4\text{TIE}_{it} + \beta_5\text{DE}_{it} + \beta_6\text{ROA}_{it} + \beta_7\text{CVBxCR}_{it} + \beta_8\text{CVDxTAT}_{it} + \beta_9\text{CVDxTIE}_{it} + \beta_{10}\text{CVDxDE}_{it} + \beta_{11}\text{CVDxROA}_{it} + \beta_{12}\text{SIZE}_{it} + \sum_{n=1}^6 \beta_n\text{IND}_{it} + \sum_{k=1}^4 \beta_k\text{Year}_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$ |           |         |                               |           |         |       |
|                | Pooled OLS                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |           |         | Fixed effects                 |           |         |       |
|                | Coefficient                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | t         | p-value | Coefficient                   | t         | p-value | VIF   |
| const          | -0.014                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | -0.093    | 0.926   | 0.225                         | 1.329     | 0.185   |       |
| CVD            | 0.133                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 1.902*    | 0.058   | -0.261                        | -3.360*** | 0.001   | 8.418 |
| CR             | 0.002                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 0.196     | 0.845   | 0.006                         | 0.579     | 0.563   | 3.722 |
| TAT            | 0.086                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 2.137**   | 0.033   | 0.096                         | 1.975     | 0.049   | 2.522 |
| TIE            | 0.001                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 3.810***  | 0.000   | 0.001                         | 3.628***  | 0.001   | 3.290 |
| DE             | -0.086                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | -3.477*** | 0.001   | -0.069                        | -2.675*** | 0.008   | 3.107 |
| ROA            | 0.026                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 7.955***  | 0.001   | 0.026                         | 6.902***  | 0.001   | 2.962 |
| CVDxCR         | 0.015                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 1.085     | 0.279   | 0.002                         | 0.1636    | 0.870   | 5.391 |
| CVDxTAT        | -0.017                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | -0.335    | 0.738   | -0.025                        | -0.404    | 0.686   | 4.297 |
| CVDxTIE        | 0.009                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 0.300     | 0.764   | -0.023                        | -0.730    | 0.466   | 4.665 |
| CVDxDE         | 0.000                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | -0.396    | 0.692   | -0.000                        | -0.759    | 0.448   | 3.295 |
| CVDxROA        | -0.014                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | -3.058*** | 0.002   | -0.0143                       | -2.833*** | 0.005   | 3.734 |
| Size           | 0.205                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 22.690*** | 0.001   | 0.204                         | 18.68***  | 0.001   | 1.414 |
| IND (Control)  | Yes                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |           |         | Yes                           |           |         |       |
| Year (Control) | Yes                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |           |         | Yes                           |           |         |       |
| n = 1,577      | Durbin-Watson = 1.556                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |           |         | Durbin-Watson = 2.047         |           |         |       |
|                | Adj.R <sup>2</sup> = 0.401                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |           |         | Whitin R <sup>2</sup> = 0.373 |           |         |       |

F = 68.971\*\*\*, p-value (F) = 0.001

Hausman test (p-value) = 33.752 (0.014)

หมายเหตุ: ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยในตารางที่ 4 นั้นเป็นผลจากการวิเคราะห์แบบ Fixed Effects Regression Model เนื่องจากค่า p-value ของ Hausman test มีค่า p-value < 0.05 ดังนั้น Fixed Effects Model มีความเหมาะสม

\*\*\*significant level at 0.01 and \*\*significant level at 0.05

จากตารางที่ 5 จะพิจารณาผลการวิเคราะห์จากตัวแบบ Fixed Effect ซึ่งมีความเหมาะสมกว่าการวิเคราะห์ตัวแบบ Pooled OLS เนื่องจากค่า Hausman test มีค่า p-value < 0.05 ผลการวิเคราะห์พบว่าช่วงระหว่างเกิดโรคระบาด COVID-19 (CVD) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ส่งผลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ (Price) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย  $\beta_1$  เท่ากับ -0.261 ค่า p-value เท่ากับ 0.001 และ  $\beta_5$  เท่ากับ -0.069 ค่า p-value เท่ากับ 0.008) มีนัยสำคัญทางสถิติที่

ระดับ 0.01 และผลการวิเคราะห์พบว่า อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (TIE), อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และ ขนาดของกิจการจากสินทรัพย์รวม (Size) มีผลเชิงบวกต่อต่อราคาหลักทรัพย์ (Price) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย  $\beta_4$  เท่ากับ 0.001 และ p-value เท่ากับ 0.001,  $\beta_6$  เท่ากับ 0.026 และ p-value เท่ากับ 0.001,  $\beta_{12}$  เท่ากับ 0.204 และ p-value เท่ากับ 0.001 โดยมีระดับนัยสำคัญที่ 0.01

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ของช่วงระหว่างเกิดโรคระบาดโควิด-19 พบว่า ช่วงระหว่างเกิดโรคระบาดโควิด-19 (CVD) ส่งผลกระทบบางส่วนต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) กับราคาหลักทรัพย์ (Price) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย  $\beta_{11}$  เท่ากับ -0.0143 และ p-value เท่ากับ 0.005 โดยมีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 ซึ่งกล่าวได้ว่า การเกิดโรคระบาดโควิด-19 ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ลดลงเมื่อเทียบกับช่วงก่อนเกิดโรคระบาดโควิด-19

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาตัวแบบการศึกษาในภาพรวมยังพบว่าค่า F เท่ากับ 68.971 โดยมีระดับนัยสำคัญที่  $<0.001$  และ ค่า Adj.R2 เท่ากับ 40.010 ซึ่งอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวแปรตามได้ร้อยละ 40.10

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด ตัวแบบที่ 3 Pooled OLS และ Fixed Effects ช่วงเวลาเกิดวิกฤต COVID-19 มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดของหลักทรัพย์

| Variable       | Model 3 After COVID-19 (2020-2022)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |           |         |                               |           |         |       |
|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|---------|-------------------------------|-----------|---------|-------|
|                | $\text{Price}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{CVA} + \beta_2\text{CR}_{it} + \beta_3\text{TAT}_{it} + \beta_4\text{TIE}_{it} + \beta_5\text{DE}_{it} + \beta_6\text{ROA}_{it} + \beta_7\text{CVA} \times \text{CR}_{it} + \beta_8\text{CVA} \times \text{TAT}_{it} + \beta_9\text{CVA} \times \text{TIE}_{it} + \beta_{10}\text{CVA} \times \text{DE}_{it} + \beta_{11}\text{CVA} \times \text{ROA}_{it} + \beta_{12}\text{SIZE}_{it} + \sum_{n=1}^6 \beta_n \text{IND}_t + \sum_{k=1}^3 \beta_k \text{Year}_t + \varepsilon_{it} -$ |           |         |                               |           |         |       |
|                | (3)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |           |         |                               |           |         |       |
|                | Pooled OLS                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |           |         | Fixed effects                 |           |         |       |
|                | Coefficient                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | t         | p-value | Coefficient                   | t         | p-value | VIF   |
| const          | 0.002                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 0.011     | 0.991   | 0.642                         | 2.450**   | 0.015   |       |
| CVA            | -0.033                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | -0.706    | 0.481   | 0.787                         | 2.315**   | 0.022   | 1.213 |
| CR             | 0.028                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 3.382***  | 0.001   | 0.018                         | 1.885*    | 0.061   | 1.330 |
| TAT            | 0.081                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 2.511**   | 0.013   | 0.008                         | 0.265     | 0.791   | 1.821 |
| TIE            | 4.610                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 4.597***  | 0.001   | 4.066                         | 0.253     | 0.800   | 1.040 |
| DE             | -0.048                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | -4.185*** | 0.001   | -0.032                        | -2.487**  | 0.014   | 1.440 |
| ROA            | 0.010                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 3.703     | 0.001   | -0.002                        | -0.698    | 0.486   | 1.562 |
| CVAxCR         | -0.007                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | -0.378    | 0.706   | 0.030                         | 1.234     | 0.218   | 2.031 |
| CVAxTAT        | -0.071                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | -1.187    | 0.237   | 0.040                         | 0.558     | 0.577   | 3.120 |
| CVAxTIE        | -0.002                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | -0.062    | 0.951   | 0.043                         | 1.010     | 0.314   | 1.874 |
| CVAxDE         | 0.002                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 1.179     | 0.240   | -0.001                        | -0.409    | 0.683   | 2.179 |
| CVAxROA        | 0.005                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 0.971     | 0.333   | 0.023                         | 3.775***  | 0.001   | 2.738 |
| Size           | 0.210                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 18.540*** | 0.001   | 0.163                         | 11.620*** | 0.001   | 1.334 |
| IND (Control)  | Yes                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |           |         | Yes                           |           |         |       |
| Year (Control) | Yes                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |           |         | Yes                           |           |         |       |
| n = 1,270      | Durbin-Watson = 1.451                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |           |         | Durbin-Watson = 1.973         |           |         |       |
|                | Adj.R <sup>2</sup> = 0.332                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |           |         | Whitin R <sup>2</sup> = 0.229 |           |         |       |

F = 37.182\*\*\*, p-value (F) = 0.001

Hausman test (p-value) = 116.61 (0.001)

หมายเหตุ: ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยในตารางที่ 4 นั้นเป็นผลจากวิธีการวิเคราะห์แบบ Fixed Effects Regression Model เนื่องจากค่า p-value ของ Hausman test มีค่า p-value < 0.05 ดังนั้น Fixed Effects Model มีความเหมาะสม

\*\*\*significant level at 0.01 and \*\*significant level at 0.05 \*significant level at 0.10

จากตารางที่ 6 จะพิจารณาผลการวิเคราะห์จากตัวแบบ Fixed Effect ซึ่งมีความเหมาะสมกว่าการวิเคราะห์ตัวแบบ Pooled OLS เนื่องจากค่า Hausman test มีค่า p-value < 0.05 ผลการวิเคราะห์พบว่าช่วงหลังเกิดโรคระบาด COVID-19 (CVA) และขนาดของกิจการจากสินทรัพย์รวม (Size) ส่งผลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ (Price) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย  $\beta_1$  เท่ากับ 0.787 ค่า p-value เท่ากับ 0.022 และ  $\beta_{12}$  เท่ากับ 0.163 และ p-value เท่ากับ 0.001 มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีผลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย  $\beta_5 = -0.032$  และ p-value เท่ากับ 0.014 โดยมีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ส่วน อัตราส่วนเงินทุน

หมุนเวียน (CR) ส่งผลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ (Price) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย  $\beta_1$  เท่ากับ 0.018 ค่า p-value เท่ากับ 0.061 มีระดับนัยสำคัญที่ 0.10

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ของช่วงหลังเกิดโรคระบาดโควิด-19 พบว่า ช่วงเกิดโรคระบาดโควิด-19 (CVA) ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ต่อราคาหลักทรัพย์ (Price) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย  $\beta_{11}$  เท่ากับ 0.023 และ p-value เท่ากับ 0.001 ซึ่งกล่าวได้ว่า ช่วงภายหลังการเกิดโรคระบาดโควิด-19 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ (Price) เพิ่มขึ้นกว่าช่วงระหว่างเกิดโรคระบาดโควิด-19

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาตัวแบบการศึกษาในภาพรวมยังพบว่าค่า F เท่ากับ 37.182 โดยมีระดับนัยสำคัญที่  $<0.001$  และ ค่า Adj.R2 เท่ากับ 33.200 ซึ่งอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวแปรตามได้ร้อยละ 33.20

#### อภิปรายผลการวิจัย

ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่มีการซื้อขายตราสารทางการเงินที่มีสภาพคล่องสูง ให้ผลตอบแทนสูง น่าเชื่อถือและได้รับการยอมรับในระดับสากล ส่งผลให้กิจการส่วนใหญ่มีแนวโน้มใช้ตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดทุนนี้เป็นแหล่งจัดหาเงินทุน สร้างความมั่นคงทางการเงินให้กับกิจการ จะเห็นได้ว่าภาพรวมการลงทุนของตลาดหลักทรัพย์ในปี 2562 มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับปี 2561 (Limmanichotti, 2019)

อัตราส่วนอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ส่งผลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ อันเป็นผลมาจากในเศรษฐกิจในภาพรวมอยู่ระหว่างการเติบโตทำให้กิจการส่วนใหญ่มีเงินทุนหมุนเวียน มีความมั่นคงและมั่นคงทางการเงินอยู่ในระดับดี ส่งผลให้ราคาราคาหลักทรัพย์ปรับตัวไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Acaranupong (2017) ที่พบว่า อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม ส่งผลกระทบในทางบวกต่อราคาหลักทรัพย์ Sonpukdee and Yamkamang (2021) ที่พบว่า อัตราส่วนทางการเงินทุกอัตราส่วนต่างมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ในทางบวกตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ที่ส่งผลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์

จากการวิจัยตามสมมติฐานการวิจัยที่ 1 เพื่อทดสอบช่วงระหว่างที่เกิดโรคระบาด COVID-19 ส่งผลกระทบเชิงลบต่อความสัมพันธ์ของกับราคาหลักทรัพย์ พบว่า ช่วงระหว่างเกิดโรคระบาด COVID-19 มีอิทธิพลเชิงลบต่อความสัมพันธ์อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมกับราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 สามารถอธิบายได้ว่าเมื่อเกิดโรคระบาด COVID-19 ขึ้นระหว่างปี 2563-2564 นั้นทำให้เศรษฐกิจในภาพรวมหยุดชะงัก ซึ่งสอดคล้องกับ (Shen H et al., 2020; Hu & Zhang, 2021) พบว่าโรคติดต่อเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-19) ส่งผลกระทบในทิศทางลบต่อ

ผลการดำเนินงานของบริษัท และยังสอดคล้องกับ (Ashraf, 2020; Zhang et al., 2020) ที่พบว่าโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-19) ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของตลาดหุ้น และ (Corbet et al., 2020; Zhang et al., 2020) พบว่าตลาดหุ้นได้รับผลกระทบจากโรคระบาดโควิด-19

จากการวิจัยตามสมมติฐานการวิจัยที่ 2 การทดสอบช่วงหลังเกิดโรคระบาด COVID-19 ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ของกับราคาหลักทรัพย์ พบว่า COVID-19 มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมกับราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 อาจมีผลมาจากการแพร่ระบาดของโควิด-19 ทำให้เกิดวิถีชีวิตแบบใหม่ (New Normal) ประชาชนมีการเรียนรู้และปรับตัวให้เข้ากับสถานการณ์ เช่นเดียวกันกับนักลงทุนที่ยังคงสามารถลงทุนซื้อ-ขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งพบว่านักลงทุนรายย่อยเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ทั้งนี้อาจเป็นผลมาจากมาตรการผ่อนปรน หรือมาตรการส่งเสริมการลงทุนจากหน่วยงานภาครัฐ

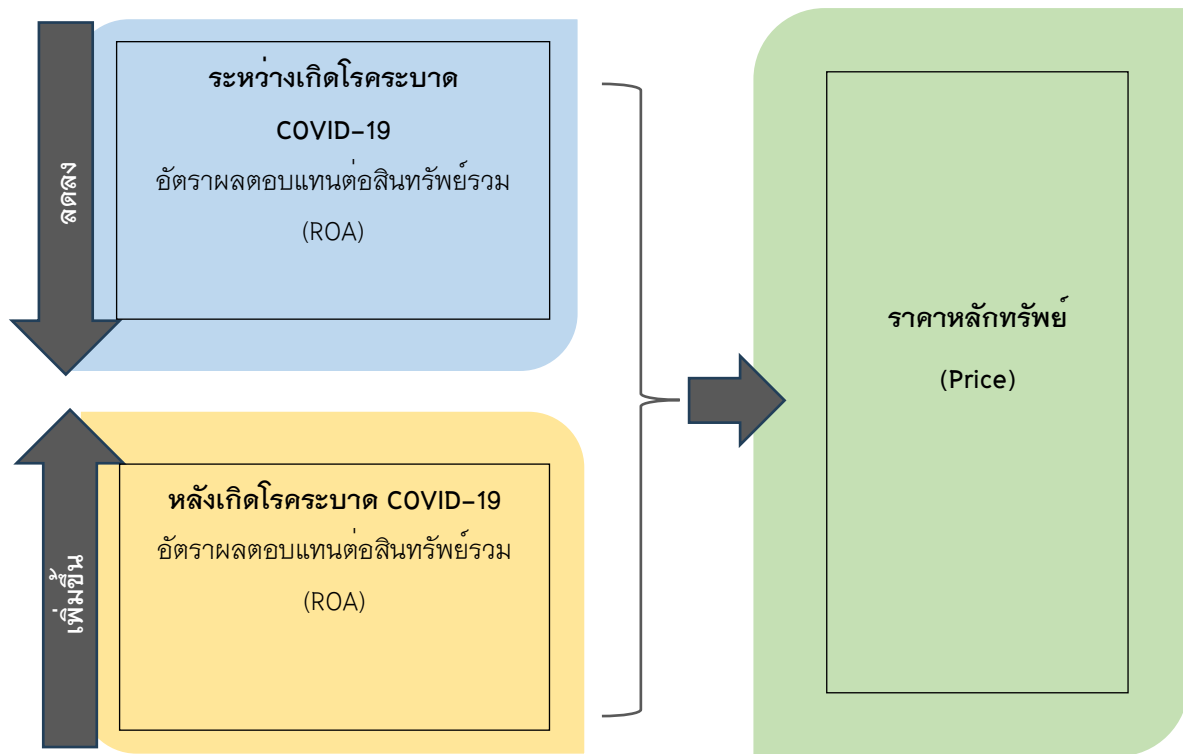
### องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย 3 ช่วงระยะเวลาแบ่งเป็น ช่วงก่อนเกิด ระหว่างเกิด และหลังเกิดโรคระบาดโควิด-19 ทำให้ทราบผลการทดสอบว่า พบว่า ระหว่างเกิดโรคระบาด COVID-19 ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ลดลงเมื่อเทียบกับช่วงก่อนเกิดโรคระบาด COVID-19 อีกนัยหนึ่งคือ โรคระบาด COVID-19 นักลงทุนใช้ข้อมูล อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ได้ดีกว่าช่วงระหว่างเกิด COVID-19

หลังเกิดโรคระบาด COVID-19 ข้อมูล อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับช่วงระหว่างเกิด COVID-19 แสดงให้เห็นว่านักลงทุนสามารถใช้ข้อมูล อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้นกว่าช่วงระหว่างเกิด COVID-19

ในขณะที่อัตราส่วนอื่น ๆ ได้แก่ อัตราส่วนอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ โดยพบว่าจากสถานการณ์ COVID-19 ระหว่างทั้งสามช่วงเวลา ที่ศึกษาไม่มีความแตกต่างกัน ดังนั้น องค์ความรู้ใหม่ที่ได้จากการศึกษาในครั้งนี้สามารถสรุปได้ดังตารางที่ 7

ตารางที่ 7 องค์ความรู้ใหม่จากผลการวิจัย



## สรุป

การวิจัยฉบับนี้ได้ทำการศึกษาเรื่อง การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยช่วงก่อนเกิด ระหว่างเกิด และหลังเกิดโรคระบาดโควิด-19 สามารถสรุปได้ดังนี้ 1) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม และ อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และขนาดของกิจการจากสินทรัพย์รวม ส่งผลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่งผลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ 2) การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ของช่วงระหว่างเกิดโรคระบาดโควิด-19 พบว่า ช่วงระหว่างเกิดโรคระบาดโควิด-19 ส่งผลกระทบบางอย่างต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) กับราคาหลักทรัพย์ 3) การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ของช่วงหลังเกิดโรคระบาดโควิด-19 พบว่า ช่วงหลังเกิดโรคระบาดโควิด-19 ส่งผลกระทบบางอย่างต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมกับราคาหลักทรัพย์



## ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัย ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

### 1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์

การวิจัยฉบับนี้ได้ทำการศึกษาเรื่อง การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยช่วงก่อนเกิด ระหว่างเกิด และหลังเกิดโรคระบาดโควิด-19 ซึ่งเป็นเพียงศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนเพียง 5 ตัวแปรเท่านั้น ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษาการศึกษาปัจจัยเสริม พิจารณาปัจจัยเสริมที่สามารถมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ เช่น ปัจจัยทางเศรษฐกิจทั่วไป เช่น อัตราการเติบโตของ GDP อัตราเงินเฟ้อ และนโยบายการเงินของรัฐบาล ข้อมูลเชิงคุณภาพ การนำเข้าข้อมูลเชิงคุณภาพ เช่น นโยบายของบริษัท สภาพแวดล้อม และการวิเคราะห์เชิงลึกของสภาพการเงินและกำไรขาดทุนของบริษัท เพื่อให้การตัดสินใจการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นไปอย่างถูกต้องแม่นยำ นักลงทุนควรพิจารณาข้อมูลเพิ่มเติมในการวิเคราะห์ตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้การตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ได้อย่างถูกต้องแม่นยำมากยิ่งขึ้น

### 2. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

การวิจัยครั้งต่อไปควรติดตามความความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยโดยเพิ่มปัจจัยปัจจัยทางเศรษฐกิจ ผลกระทบทั้งหมดในประเทศ การนำเข้าข้อมูลเชิงคุณภาพหรือปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์มาใช้ในการวิเคราะห์หรือการพัฒนาข้อเสนอแนะที่มีประโยชน์สำหรับนักลงทุนและผู้บริหารบริษัทในการดำเนินธุรกิจในสภาวะที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว การวิจัยที่พัฒนาขึ้นจะช่วยให้มีความเข้าใจภาพรวมและแนวโน้มของตลาดหลักทรัพย์ที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจในการลงทุนและกำหนดกลยุทธ์ทางธุรกิจในอนาคต

## References

- Acaranupong, K. (2017). Comparative value relevance of earnings, book values and cash flows: empirical evidence from listed companies on SET100 in Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 13(38), 95–114. <http://www.jap.tbs.tu.ac.th/files/Article/Jap38/Full/Jap38Kittima.pdf>
- Anderson, D., Sweeney, D., & Williams, T. (2002). *Statistics for business and economics*. Thomson South-Western.
- Ashraf, B. N. (2020). Stock markets' reaction to COVID-19: Cases or fatalities?. *Finance Research Letters*, 34, 1–7. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101249>
- Buranakanokthanasan, W. (2019). KUN executives gradually collect 23.99 million shares to build confidence. After the stock price dropped. <https://www.thunhoon.com/article/216399>

- Corbet, S., Larkin, C., & Lucey, B. (2020). The contagion effects of the COVID-19 pandemic: Evidence from gold and cryptocurrencies, *Finance Research Letters*, 35, 1–7.  
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101554>
- Darabee, T. (2022). The impact of COVID-19 on the financial performance of the listed firms in Palestine. *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 8(3), 398–407.  
<https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/1739783>
- Fama, E. F. (1991). “Efficient capital markets: II”. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575–1617.  
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405x(93)90023-5)
- Hu, S., & Zhang., Y. Z. (2021). COVID-19 pandemic and firm performance: Cross-country evidence. *International Review of Economics & Finance*, 74, 365–372.  
<https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.03.016>
- Kajonseree, K., & Thongsomboon, C. (2021). Financial ratios of the commercial banking group common stocks before and after COVID-19. *Journal of Business and Industrial Development*, 1(1), 70–81.
- Kobkanjanapued, Y. (2020). The value relevance of book value and earnings per share to explain the stock prices before and early stage after TFRS 15 applications: evidence from the stock exchange of Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 16(52), 24–44.  
<http://www.jap.tbs.tu.ac.th/files/Article/Jap52/Full/JAP52Yodsawinkan.pdf>
- Krongten, M., & Kumansing, S. (2022). Relationship between financial ratio and stock prices of listed companies in the stock exchange of Thailand: SET100. *Disciplinary Journal of Buriram Rajabhat University*, 6(2), 117–126.
- Limmanichotti, P. (2019). *Investment strategies for outstanding stocks in 2019*.  
[https://forbesthailand.com/commentaries/ Stock investment strategy in 2019](https://forbesthailand.com/commentaries/Stock%20investment%20strategy%20in%202019)
- Makni, M. S. (2023). Analyzing the impact of COVID-19 on the performance of listed firms in Saudi market. *Technological Forecasting and Social Change*, 187, 1–7.  
<https://doi.org/10.1016/j.techfore.2022.122171>
- Ministry of Public Health. (2022). *Endemic approach to COVID-19*.  
<https://www.pyomoph.go.th/backoffice/files/42148.pdf>

- Na-nirot, T., Charungsutjaritkul, W., Chumtongdo, S., & Na-Nakorn, C. (2023). Analysis of financial ratios of companies in the financial sector listed in the stock exchange of Thailand during the COVID-19. *Journal of MCU Nakhondhat*, 9(7), 103–118.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values and dividends in security valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687.
- Ramelli, S., & Wagner, F.A. (2020). Feverish stock price reactions to COVID-19. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 622–655, <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa012>
- Sakuldechphaiboon, S. (2010). *The comparative study of financial statements before and after the financial crisis in 2008: A case study of electronics industry*[Independent Studies, Bangkok University].
- Shabir, M., Jiang, P., Wang W., & Işık, Ö. (2023). COVID-19 pandemic impact on banking sector: A cross-country analysis, *Journal of Multinational Financial Management*, 67, 1–39. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2023.100784>
- Shen, H., Fu, M., Pan, H., & Yu, Z. (2020). The impact of the COVID-19 pandemic on firm performance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2213–223.
- Sonpukdee, C., & Yamkamang, T. (2021). Financial ratios that correlate with the securities prices of listed companies in the stock exchange of Thailand. *Journal of Management and Development Ubon Ratchathani Rajabhat University*, 8(1), 151–163.
- Suksanguan, W., Chotkunakitti, P., Tripattanasit, P., & Kobkanjanapued. Y. (2022). The impact of COVID-19 pandemic crisis on profitability ratio of hotels and resorts in Thailand. *Journal of Multidisciplinary in Humanities*, 5(4), 1583–1600.
- Terdpaopong, K., Rickards, C. R. & Manapreechadeelert, P. (2020). The 2011 floods’ impact on the Thai industrial estates’ financial stability: A ratio analysis with policy recommendations. *Environment Development and Sustainability*, 22(1), 1991–2014.
- The Stock Exchange of Thailand. (2019). *SET Index Series*. <https://www.set.or.th/th/market/product/stock/overview>
- The Stock Exchange of Thailand. (2022). *Classification of industry group and sector*. <https://www.set.or.th/th/listing/equities/industry-sector-classification>
- The Stock Exchange of Thailand. (2022). *SET index series*. <https://www.set.or.th/th/market/product/stock/overview>

Vichitsarawong, T. (2017). *In-depth analysis of financial reports and equity valuations*.

Chulalongkorn University.

Wanaset, A. (2021). The effect of financial ratios to stock price of listed companies in Thailand and Indonesia. *Journal of Federation of Accounting Professions*, 3(7), 49–68.