

การเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานทางการบัญชีต่อ  
ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
เอ็ม เอ ไอ (ในช่วงก่อนและช่วงเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19)

## Compare the Relation of Accounting Performance on the Stock Price of Listed Company in the Market for Alternative Investment Before and During the Covid-19 Crisis Situation

สรินญา จันทรช้าว<sup>1\*</sup> และสมใจ บุญหมื่นไวย<sup>1</sup>

Sarinya Junkav<sup>1\*</sup> and Somjai Boonmunewai<sup>1</sup>

*Received: October 29, 2023; Revised: February 27, 2024; Accepted: February 27, 2024*

### บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานทางการบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงก่อนและช่วงเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 จำนวน 113 บริษัท เก็บข้อมูลรายไตรมาสระหว่างปี พ.ศ. 2561 – 2564 รวมจำนวนข้อมูลในการวิเคราะห์ 1,808 ข้อมูล โดยรวบรวมข้อมูลจากรายงานทางการเงินประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา สถิติการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ และสถิติ T-test ผลการวิจัยพบว่า ผลการดำเนินงานทางการบัญชี ได้แก่ กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงก่อนและช่วงเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 ในขณะที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เฉพาะช่วงสถานการณ์ปกติ แต่ไม่พบผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าในสถานการณ์ปกตินักลงทุนให้ความสำคัญกับปัจจัยสภาพคล่องมากกว่าเนื่องจากนักลงทุนอาจไม่เชื่อว่ากิจการส่วนใหญ่จะสามารถสร้างกระแสเงินสดได้ในช่วงเกิดสถานการณ์ไม่ปกติ นอกจากนี้ยังพบว่าค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานทางบัญชีทุกตัวแปรส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ไม่แตกต่างกัน แสดงให้เห็นว่าโดยทั่วไปแล้วนักลงทุน ย่อมคำนึงถึงผลตอบแทน ความสามารถในการทำกำไรและความมั่นคงของบริษัทเป็นหลัก ทั้งเมื่ออยู่ในภาวะเศรษฐกิจปกติหรือในช่วงเกิดสถานการณ์ไม่ปกติ

คำสำคัญ : ผลการดำเนินงานทางการบัญชี; ราคาหลักทรัพย์; COVID-19

<sup>1</sup> คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน

<sup>1</sup> Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Isan

\* Corresponding Author, Tel. 08 8594 5748, E - mail: Sarina.jan1985@gmail.com, Sarinya.ju@rmu.ac.th

## Abstract

The purpose of this research is to study and compare the relation of accounting performance on the price of securities of companies listed on the Stock Exchange of Thailand-MAI before and during the COVID-19 crisis. 113 companies were included between 2018 and 2021. A total of 1,808 samples were collected. Analyze data Descriptive statistics were used to describe the general characteristics of the data. Correlation coefficients were analyzed. between independent variables and multiple regression analysis to test hypotheses. By collecting Annual financial report information and annual information report form (Form 56-1), information from the Stock Exchange of Thailand. The research results found that all accounting performance affects the price of the company's securities Listed on the Stock Exchange of Thailand, MAI Group, both before and during the COVID-19 crisis expected Cash Flow from Operations and Return on Assets. This shows that in normal situations, investors more attention to liquidity factors, because investors may not believe that most businesses will be able to generate cash flow during abnormal situations. In addition, it was found that the average of all accounting performance variables had no different impact on stock prices.

**Keywords:** Accounting Performance; Stock Price; COVID-19

## บทนำ

จากการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (โควิด-19) ที่ผ่านมา ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลก เช่นที่ สหรัฐอเมริกาพบว่าเศรษฐกิจเกิดความผันผวน ส่งผลให้ GDP ไตรมาสที่ 4 ปี ค.ศ. 2020 หดตัวลง 11 % และประมาณ 60 % ของการหดตัวของ GDP คาดการณ์ว่าเกิดจากการระบาดของโรคโควิด-19 (Baker, S. R. et al., 2020) และการระบาดของโรคโควิด-19 ยังส่งผลในทางลบอย่างมากต่อเศรษฐกิจไทย โดยเฉพาะผลกระทบต่อกลุ่มตลาดหุ้นที่ได้รับผลกระทบอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เกิดความผันผวนต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนทั้งในตลาดหุ้นอย่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) (จิณณา, 2565) ผลกระทบดังกล่าวส่งผลให้เกิดการหยุดการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราวหลายครั้ง ในปี พ.ศ. 2563 (Circuit Breaker) หลักทรัพย์ส่วนใหญ่ได้รับผลกระทบในทางลบจากการระบาด ทั้งในแง่ของราคาที่ลดลงและความผันผวนที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก และผลการดำเนินงานของบริษัทบางอุตสาหกรรมลดลง

ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ซึ่งเป็นตลาดหุ้นสำหรับธุรกิจขนาดเล็ก และได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 มากกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นตลาดหุ้นขนาดใหญ่ เนื่องจากธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาด เอ็ม เอ ไอ (MAI) นี้มักจะมีเงินทุนน้อยกว่า และจากการศึกษาผลการดำเนินงานในช่วงไตรมาสแรก ปี พ.ศ. 2563 พบว่าบริษัทส่วนใหญ่ในตลาด เอ็ม เอ ไอ (MAI) มียอดขายรวมลดลง ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรลดลง (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564) เพื่อลดความเสียหายในการลงทุนของนักลงทุน นักลงทุนอาจต้องให้ความสำคัญกับปัจจัยในการพิจารณาการลงทุนที่เป็นผลมาจากการดำเนินงานทางบัญชีในงบการเงินของธุรกิจ ไม่ว่าจะเป็นกำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจ่ายปันผล และอัตราส่วนทางการเงิน ได้แก่ กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี แตกต่างจากในช่วงสถานการณ์ปกติของการดำเนินงานของธุรกิจ

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาเปรียบเทียบถึงความสัมพันธ์ของปัจจัยด้านผลการดำเนินงานทางการเงิน ในการเงิน ได้แก่ กำไรทางบัญชี กระแสเงินสด และอัตราส่วนทางการเงิน ที่ใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เอ็ม เอ ไอ (MAI) ระหว่างการดำเนินงานในสถานการณ์ปกติกับการดำเนินงานภายใต้สถานการณ์โควิด-19 เพื่อให้ทราบว่าปัจจัยที่นักลงทุนให้ความสนใจในการพิจารณาราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันหรือไม่ทั้ง 2 ช่วงสถานการณ์ เนื่องจากสถานการณ์โควิด-19 อาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นในผลการดำเนินงานของธุรกิจ ทำให้ปัจจัยที่ใช้ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์แตกต่างไปจากเดิมได้

#### วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของปัจจัยผลการดำเนินงานทางการเงินที่ต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงก่อนและช่วงเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

วิกฤตการณ์ต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของทุกบริษัท มากน้อยแตกต่างกัน รวมถึงกระทบต่อตลาดทุนอย่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยเฉพาะอย่างยิ่งวิกฤตโควิด-19 ปี พ.ศ. 2563 ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความผันผวน รวมถึงมีการหยุดการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราวหลายครั้ง ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (โควิด-19) ส่งผลกระทบต่อตลาดทุนมากกว่าวิกฤตการณ์อื่น ๆ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564) ทำให้นักลงทุนต้องพิจารณาปัจจัยผลประกอบการของแต่ละบริษัท ที่แสดงในงบการเงินก่อนตัดสินใจลงทุน ซึ่งปัจจัยที่ต้องพิจารณาเหล่านั้นนั้นนักลงทุนอาจให้ความสำคัญแตกต่างจากสถานการณ์ปกติที่ใช้ในการพิจารณาการลงทุน การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินที่ต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงก่อนและในช่วงเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 ผู้วิจัยได้ทำการทบทวนแนวคิด และทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

1. แนวคิดทฤษฎีสถิติฐานเรื่องความมีประสิทธิภาพของตลาดทุน (Efficient Market Hypothesis: EMH) ซึ่งเชื่อว่าราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงตามระดับความมีประสิทธิภาพของข่าวสารข้อมูล ที่แพร่ไปยังผู้ลงทุน ซึ่งปัจจุบันประเทศไทยมีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ (สหชาติ และประสิทธิ์, 2561) แสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์ได้ถูกสะท้อนตามข้อมูลข่าวสารและข้อมูลของงบการเงินที่เปิดเผยต่อสาธารณะชน เช่น กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และหากนักลงทุนต้องการทราบว่าข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ที่ไปถึงระดับตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง และระดับสูง นักลงทุนต้องติดตามข่าวสารการลงทุนอย่างสม่ำเสมอเพราะข้อมูลใหม่ ๆ จะสะท้อนในราคาหุ้นล่าสุด และอาจมีปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนทั้งระยะสั้นและระยะยาว

2. กำไรทางบัญชี ซึ่งถือว่าเป็นตัวเลขที่มีความสำคัญ เพราะแสดงถึงข้อมูลที่สรุปผลการดำเนินงานของกิจการในรอบเวลาหนึ่ง ๆ ข้อมูลกำไรในปัจจุบันจะแสดงให้เห็นถึง สมรรถภาพในการบริหารงานของผู้บริหาร และความสามารถในการทำกำไรในอนาคต รวมถึงความสามารถในการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น แสดงว่าเมื่อกิจการมีกำไรสูงจะสามารถสร้างความมั่นใจในการลงทุนให้กับผู้ถือหุ้นได้ ดังนั้นแสดงให้เห็นว่าหากกิจการมีกำไรทางบัญชีที่สูง กำไรนั้นสามารถสะท้อนไปสู่ราคาหลักทรัพย์ได้ (วัลลภ และสุรศักดิ์, 2561; ธาวารัตน์ และสมใจ, 2562; โดยในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้พิจารณาเลือกกำไรจากการดำเนินงาน (Operating Income) กำไรสุทธิ (Net Income) และกำไรต่อหุ้น (Earning Per Share) เป็นตัวแปรอิสระในการศึกษาความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cashflow for Operations) ซึ่งเป็นเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมหลัก ที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ และจากกิจกรรมอื่นที่ไม่ใช่กิจกรรมการลงทุน เงินสดรายการนี้จะแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการดำเนินงานตามปกติของกิจการ หากกิจการมีกระแสเงินสดที่เพียงพอในการดำเนินงาน กิจการก็ไม่จำเป็นต้องพึ่งพาการจัดหาเงินจากแหล่งเงินภายนอก หากกิจการมีกระแสเงินสดเหลือ จะช่วยสร้างโอกาสให้กิจการในการเติบโต รวมทั้งเพิ่มความสามารถในการจ่ายเงินปันผลคืนให้ผู้ถือหุ้นได้ ทำให้กระแสเงินสด

จากกิจกรรมดำเนินงานเป็นอีกข้อมูลที่นักลงทุนใช้ในการประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ (วีระวรรณ และคณะ, 2561; ธารรัตน์ และสมใจ, 2562; ภัชญาณีย์ และพรทิศา, 2565) ดังนั้นกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานจึงมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

4. อัตราส่วนทางการเงิน คือ ตัวเลขที่แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างรายการที่สำคัญต่าง ๆ ในงบการเงิน และถือเป็นเครื่องมือที่นักลงทุนใช้ในการประเมินศักยภาพและประสิทธิภาพในด้านต่าง ๆ ของบริษัท รวมถึงสามารถใช้เพื่อเปรียบเทียบผลการดำเนินงานกับอุตสาหกรรมอื่น ๆ ในช่วงเวลาเดียวกันได้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564) ดังนั้น นักลงทุนจึงมักใช้อัตราส่วนทางการเงินเพื่อพิจารณาบริษัทที่สนใจลงทุน โดยอัตราส่วนทางการเงินที่ผู้วิจัยใช้ในการศึกษาค้างนี้ ได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return On Assets: ROA) และอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return On Equity: ROE)

โดยที่ ROA ถือเป็นเครื่องมือชี้วัดที่แสดงถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ ถ้าอัตราส่วนนี้สูงแสดงว่ากิจการสามารถสร้างผลประโยชน์ตอบแทนจากสินทรัพย์ที่มีอยู่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้กิจการมีกำไรที่สามารถสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นได้ (ขวัญภา และคณะ, 2561; ภาวิณี และณกมล, 2564; ชูดาพร และทริศา, 2564; Saputra, F., 2022) ส่วน ROE เป็นเครื่องมือชี้วัดที่แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทว่าสามารถสร้างผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นได้เท่าไร ถ้าอัตราส่วนนี้สูงแสดงว่ากิจการมีความสามารถในการนำเงินทุนของเจ้าของไปสร้างผลตอบแทนให้สูงออกเลยได้ ดังนั้น นักลงทุนมักจะมองหากิจการที่มีอัตราส่วนของ ROE ที่สูง ดังนั้นจึงทำให้ ROE ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ (ยิ่งเจริญ และกิตติมา, 2561; สุภาวรรณ และจิรพงษ์, 2565)

งานวิจัยฉบับนี้ได้รวมตัวแปรอิสระจำนวน 6 ตัวแปรไว้ในฉบับเดียวกัน ได้แก่ กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กำไรต่อหุ้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่การทบทวนงานวิจัยอื่นข้างต้น จะพบว่ามักทำการศึกษาเพียงแค่ผลการดำเนินงานทางการบัญชีบางตัวที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เท่านั้น นอกจากนี้งานวิจัยฉบับนี้ยังได้ทำการศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานทางการบัญชีต่าง ๆ ข้างต้นกับราคาหลักทรัพย์ ทั้งในช่วงก่อนและในระหว่างเกิดสถานการณ์โควิด-19 เพื่อให้เห็นว่านักลงทุนยังคงพิจารณาใช้ผลการดำเนินงานทางการบัญชีดังกล่าวข้างต้นในการพิจารณาการลงทุนหรือไม่โดยทำการศึกษากับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม เอ็ม เอ ไอ (MAI) ดังนั้น เพื่อให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์การศึกษา ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐาน ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ผลการดำเนินงานทางการบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงก่อนสถานการณ์วิกฤตโควิด-19

สมมติฐานที่ 2 ผลการดำเนินงานทางการบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19

สมมติฐานที่ 3 เปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เอ็ม เอ ไอ (MAI) แตกต่างกันในช่วงก่อนและช่วงเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19

#### กรอบแนวคิด

แสดงการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการบัญชีในช่วงก่อนและช่วงเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 โดยการวิเคราะห์เปรียบเทียบถึงปัจจัยต่าง ๆ ในงบการเงิน ได้แก่ กำไรทางบัญชี กระแสเงินสด และอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้อธิบายความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม MAI โดยจะทำการเปรียบเทียบสภาวะการดำเนินงานปกติกับภายใต้สถานการณ์โควิด-19 เนื่องจากสถานการณ์โควิด-19 ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานของธุรกิจต่าง ๆ อาจทำให้ความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีที่ใช้ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์แตกต่างไปจากเดิมจากการศึกษางานวิจัย ตลาด MAI เป็นธุรกิจขนาดเล็ก ซึ่งได้รับผลกระทบมากกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ ผู้วิจัยใช้ขนาดบริษัทในการศึกษาตัวแปรควบคุม เพื่อใช้วัดขนาดของกิจการ

## วิธีดำเนินการวิจัย

### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยเป็นบริษัทที่มีการดำเนินงานรายไตรมาส ระหว่างปี พ.ศ. 2561 - 2564 จำนวน 184 บริษัท โดยผู้วิจัยกำหนดกลุ่มตัวอย่างโดยเลือกเก็บข้อมูลเฉพาะบริษัทที่ไม่ถูกจัดประเภทให้อยู่ในกลุ่มที่เข้าข่าย อาจถูกเพิกถอนเนื่องจากบริษัทหยุดประกอบกิจการและผู้สอบบัญชีไม่แสดงความเห็น 3 ปีติดต่อกัน รวมถึงต้องไม่เป็นบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน และต้องเป็นบริษัทที่มีข้อมูลที่สำคัญสำหรับการวิจัยที่ครบถ้วน คงเหลือจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 113 บริษัท เก็บข้อมูลรายไตรมาส ได้จำนวนข้อมูลเพื่อการวิเคราะห์รวมทั้งสิ้น 1,808 ตัวอย่าง

### การเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานทางการเงิน รายงานประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ในฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th) โดยแบ่งการเก็บข้อมูลออกเป็น 2 ช่วงเวลา คือ ช่วงก่อนสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 เก็บข้อมูลปี พ.ศ. 2561 - 2562 และช่วงเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 เก็บข้อมูลปี พ.ศ. 2563 - 2564 เนื่องจากเป็นช่วงที่เกิดการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (โควิด-19) อย่างหนัก และรัฐบาลได้ประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินใน เขตท้องที่ทั่วราชอาณาจักร (ศูนย์ปฏิบัติการภาวะฉุกเฉิน กรมควบคุมโรค กระทรวงสาธารณสุข, 2563)

### การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล 1) สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) โดยสถิติที่ใช้ ได้แก่ ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation) 2) การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตัวแปร (Multiple Correlation Analysis) 3) การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) และ 4) การวิเคราะห์สถิติ T-test

## ผลการวิจัย

1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาของตัวแปรในการวิจัยในช่วงก่อนเกิดโควิด-19 ในปี พ.ศ. 2561 - 2562 ดังตารางที่ 1 และข้อมูลของตัวแปรในช่วงเกิดโควิด-19 ในปี พ.ศ. 2563 - 2564 ดังตารางที่ 2 จากการวิเคราะห์ทั้ง 2 ตารางเปรียบเทียบกันพบว่า ในช่วงก่อนเกิดโควิด-19 กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กำไรต่อหุ้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น รวมถึงราคาหลักทรัพย์ของกิจการ มีค่าเฉลี่ยสูงกว่าในช่วงเกิดโควิด-19 ในปี ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเกิดสถานการณ์โควิด-19 ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานทางบัญชีของกิจการในภาพรวม

โดยที่ EBIT คือ กำไรจากการดำเนินงาน (หน่วย : ล้านบาท) NI คือ กำไรสุทธิ (หน่วย : ล้านบาท) EPS คือ กำไรต่อหุ้น (หน่วย : บาท) CFO คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (หน่วย : ล้านบาท) ROA คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (หน่วย : ร้อยละ) ROE คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (หน่วย : ร้อยละ) และ PRICE คือ ราคาหลักทรัพย์ (หน่วย: บาทต่อหุ้น)

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรในช่วงก่อนสถานการณ์โควิด-19 ในปี พ.ศ. 2561 - 2562

| ตัวแปร | Minimum | Maximum | Mean  | S.D.  |
|--------|---------|---------|-------|-------|
| EBIT   | -353.03 | 1481.20 | 34.44 | 99.66 |
| NI     | -346.72 | 777.69  | 22.55 | 78.65 |
| EPS    | -1.01   | 9.29    | .1342 | .67   |

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรในช่วงก่อนสถานการณ์โควิด-19 ในปี พ.ศ. 2561 - 2562 (ต่อ)

| ตัวแปร | Minimum | Maximum | Mean  | S.D.   |
|--------|---------|---------|-------|--------|
| CFO    | -974.81 | 1026.26 | 58.24 | 162.73 |
| ROA    | -34.03  | 52.02   | 1.58  | 6.23   |
| ROE    | -69.16  | 256.56  | 2.67  | 16.83  |
| PRICE  | .05     | 68.20   | 4.36  | 8.23   |

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 ในปี พ.ศ. 2563 - 2564

| ตัวแปร | Minimum | Maximum | Mean  | S.D.   |
|--------|---------|---------|-------|--------|
| EBIT   | -464.69 | 738.96  | 31.84 | 95.01  |
| NI     | -476.30 | 583.21  | 22.43 | 79.88  |
| EPS    | -14.00  | 5.91    | .054  | .60    |
| CFO    | -433.03 | 968.07  | 52.70 | 147.02 |
| ROA    | -99.65  | 64.68   | 1.45  | 7.95   |
| ROE    | -285.04 | 187.22  | 1.05  | 22.49  |
| PRICE  | .02     | 39.28   | 4.09  | 6.43   |

2. ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา และค่า VIF ของตัวแปรในช่วงก่อนสถานการณ์โควิด-19 และในช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 ดังตารางที่ 3 และ 4

ผลพบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ทั้งในช่วงก่อนเกิดโควิด-19 และในช่วงเกิดโควิด-19 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเพื่อป้องกันปัญหาการเกิดความสัมพันธ์ที่มากเกินไปของตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ผู้วิจัยจึงได้ทำการทดสอบค่า VIF ผลพบว่าค่า VIF ของข้อมูลก่อนเกิดโควิด-19 อยู่ระหว่าง 1.266 - 5.345 และค่า VIF ของข้อมูลในช่วงเกิดโควิด-19 อยู่ระหว่าง 1.320 - 8.233 ซึ่งทั้ง 2 ชุดข้อมูล ได้ค่า VIF ไม่เกิน 10 แสดงให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระไม่ทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity แสดงว่าข้อมูลสามารถนำไปใช้ในการวิเคราะห์สมมติฐานต่อไปได้

ตารางที่ 3 ค่าสหสัมพันธ์ และค่า VIF ของตัวแปรในช่วงก่อนเกิดโควิด-19 ในปี พ.ศ. 2561 - 2562

| ตัวแปร | Pearson Correlation Coefficient |         |         |         |         |         |         |       |
|--------|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
|        | PRICE                           | BEIT    | NI      | EPS     | CPF     | ROA     | ROE     | VIF   |
| PRICE  | 1                               | 0.161** | 0.140** | 0.210** | 0.250** | 0.166** | 0.065*  | -     |
| EBIT   |                                 | 1       | 0.974** | 0.061   | 0.516** | 0.397** | 0.272** | 5.037 |
| NI     |                                 |         | 1       | 0.055   | 0.423** | 0.412** | 0.288** | 5.345 |
| EPS    |                                 |         |         | 1       | 0.279** | 0.102** | 0.060   | 1.266 |
| CFO    |                                 |         |         |         | 1       | 0.092*  | 0.149** | 1.479 |
| ROA    |                                 |         |         |         |         | 1       | 0.055** | 1.711 |
| ROE    |                                 |         |         |         |         |         | 1       | 1.475 |

\* =  $p < 0.05$ , \*\* =  $p < 0.01$

ตารางที่ 4 ค่าสหสัมพันธ์ และค่า VIF ของตัวแปรในช่วงเกิดโควิด-19 ในปี พ.ศ. 2563 - 2564

| ตัวแปร | Pearson Correlation Coefficient |         |         |         |         |         |         |       |
|--------|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
|        | PRICE                           | BEIT    | NI      | EPS     | CPF     | ROA     | ROE     | VIF   |
| PRICE  | 1                               | 0.362** | 0.344** | 0.635** | 0.230** | 0.204** | 0.138** | -     |
| EBIT   |                                 | 1       | 0.800** | 0.638** | 0.402** | 0.605** | 0.549** | 4.202 |
| NI     |                                 |         | 1       | 0.723** | 0.379** | 0.816** | 0.714** | 8.233 |
| EPS    |                                 |         |         | 1       | 0.240** | 0.679** | 0.638** | 3.078 |
| CFO    |                                 |         |         |         | 1       | 0.151** | 0.177** | 1.320 |
| ROA    |                                 |         |         |         |         | 1       | 0.768** | 5.045 |
| ROE    |                                 |         |         |         |         |         | 1       | 3.579 |

\* =  $p < 0.05$ , \*\* =  $p < 0.01$

3. การทดสอบสมมติฐานการวิจัยด้วยสถิติการถดถอยเชิงพหุคูณ ก่อนการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานของตัวแปรผู้วิจัยได้ทำการทดสอบตัวแปรเพื่อให้เป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์ ดังนี้

1. ข้อมูลของตัวแปรทุกตัว มีการแจกแจงแบบปกติ (Normality)
2. ตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง หรือเกิดปัญหา Multicollinearity
3. ตัวแปรอิสระและตัวแปรตามมีความสัมพันธ์เชิงเส้น
4. ความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนมีความคงที่ทุกค่าสังเกต

หลังการทดสอบข้อมูลให้เป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นที่กำหนดทุกข้อ ผู้วิจัยจึงได้ทำการทดสอบสมมติฐานด้วยสถิติการถดถอยเชิงพหุคูณ ได้ผลดังตารางที่ 5 และ 6 ดังนี้

ตารางที่ 5 ผลกระทบของผลการดำเนินงานทางการเงินการบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงก่อนเกิดโควิด-19

| Variable   | Coefficients B | Coefficients $\beta$ | t      | P-Value |
|------------|----------------|----------------------|--------|---------|
| (Constant) | -43.594        |                      | -7.614 | .000**  |
| EBIT       | 0.600          | 0.104                | 1.010  | .000**  |
| NI         | 2.350          | 0.411                | 3.385  | .000**  |
| EPS        | 0.713          | 0.176                | 5.295  | .000**  |
| CFO        | 7.786          | 0.167                | 4.867  | .000**  |
| ROA        | -0.006         | -0.005               | -0.129 | 0.897   |
| ROE        | -1.562         | -0.266               | -4.013 | .000**  |

\* =  $P < 0.05$ ; \*\* =  $P < 0.01$ ;  $R^2 = 0.443$ ;  $AdjR^2 = 0.196$

ผลการทดสอบข้างต้น พบว่าผลการดำเนินงานการเงินการบัญชีทุกด้านมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ยกเว้นอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงยอมรับสมมติฐานที่ 1

ตารางที่ 6 ผลกระทบของผลการดำเนินงานทางการเงินกับการบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงเกิดโควิด-19

| Variable                                                            | Coefficients B | Coefficients $\beta$ | t      | P-Value |
|---------------------------------------------------------------------|----------------|----------------------|--------|---------|
| (Constant)                                                          | -22.546        |                      | -5.878 | .000**  |
| EBIT                                                                | 0.577          | 0.140                | 2.725  | .000**  |
| NI                                                                  | 1.014          | 0.240                | 3.327  | .000**  |
| EPS                                                                 | 2.708          | 0.261                | 8.387  | .000**  |
| CFO                                                                 | 2.886          | 0.007                | 0.229  | 0.819   |
| ROA                                                                 | 0.178          | 0.039                | 0.649  | 0.516   |
| ROE                                                                 | -0.573         | -0.157               | -3.199 | .000**  |
| * = $P < 0.05$ ; ** = $P < 0.01$ ; $R^2 = 0.443$ ; $AdjR^2 = 0.196$ |                |                      |        |         |

ผลการทดสอบข้างต้น พบว่าผลการดำเนินงานทางการเงินทุกด้านมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ยกเว้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) และอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงยอมรับสมมติฐานที่ 2

เมื่อเปรียบเทียบทั้งในช่วงก่อนเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 และในช่วงเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 จะพบว่าปัจจัยที่ไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) ซึ่งพบว่ามีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงก่อนเกิดโควิด-19 แต่ไม่พบว่ามีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงเกิดสถานการณ์วิกฤต โควิด-19

หลังจากนั้นผู้วิจัยทำการทดสอบสมมติฐานที่ 3 ด้วยสถิติ T-test ราชคู่ผล ดังตารางที่ 7

ตารางที่ 7 ผลการทดสอบความแตกต่างของแต่ละตัวแปร ด้วยสถิติ T-test

| ตัวแปร | ช่วงเวลา     | ค่าเฉลี่ย | S.D.    | t      | Sig. |
|--------|--------------|-----------|---------|--------|------|
| EBIT   | ก่อนโควิด-19 | 31.844    | 95.015  | -2.312 | 0.21 |
|        | หลังโควิด-19 | 31.447    | 99.669  |        |      |
| NI     | ก่อนโควิด-19 | 22.430    | 79.886  | -2.286 | 0.22 |
|        | หลังโควิด-19 | 21.55     | 78.656  |        |      |
| EPS    | ก่อนโควิด-19 | 0.134     | 0.672   | 2.002  | 0.46 |
|        | หลังโควิด-19 | 0.054     | 0.605   |        |      |
| CFO    | ก่อนโควิด-19 | 52.704    | 147.027 | -1.634 | 0.10 |
|        | หลังโควิด-19 | 58.246    | 162.732 |        |      |
| ROA    | ก่อนโควิด-19 | 1.459     | 7.952   | -2.466 | 0.14 |
|        | หลังโควิด-19 | 1.587     | 6.234   |        |      |
| ROE    | ก่อนโควิด-19 | 1.055     | 22.491  | -1.601 | 0.11 |
|        | หลังโควิด-19 | 2.677     | 16.834  |        |      |

ผลการทดสอบผลการดำเนินงานทางการเงินที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงก่อนเกิดโควิด-19 และในช่วงเกิดโควิด-19 ด้วยสถิติ T-test พบว่า ค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานทางการเงินทุกตัวแปร ได้แก่ กำไรจากการดำเนินงาน (EBIT) กำไรสุทธิ (NI) กำไรต่อหุ้น (EPS) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทั้ง 2 ช่วงเวลา ซึ่งอาจส่งผลให้ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ไม่แตกต่างกัน ( $R^2 = 0.443$ ) จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 3

## อภิปรายผลการวิจัย

จากการศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินทางภาษีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงก่อนและในช่วงสถานการณ์วิกฤตโควิด 19 สามารถอภิปรายผลได้ ดังนี้

1. กำไรจากการดำเนินงาน (EBIT) มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ทั้งก่อนและระหว่างเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 เหมือนกัน และเมื่อทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยทั้ง 2 ช่วงเวลาพบว่า ส่งผลผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ไม่แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งกำไรจากการดำเนินงานถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ผู้ลงทุนให้ความสำคัญและใช้พิจารณาในการลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ (ธารารัตน์ และสมใจ, 2562) ที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรจากการดำเนินงานต่อราคาหลักทรัพย์ และพบว่ากำไรจากการดำเนินงานเป็นสาเหตุหนึ่งที่กระทบกับส่วนทุนของผู้เป็นเจ้าของ เช่น หากบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงานที่มาก แสดงให้เห็นว่าบริษัทสามารถสร้างกำไรส่วนที่เหลือจากต้นทุนที่จำเป็นในการดำเนินงานและสามารถจัดการกับค่าใช้จ่ายอื่นที่จำเป็นได้ ยิ่งจะทำให้บริษัทมีกำไรที่สามารถทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มได้ ซึ่งสามารถสะท้อนไปสู่ราคาหลักทรัพย์ได้

2. กำไรสุทธิ (NI) มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ทั้งก่อนและระหว่างเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 เหมือนกัน และเมื่อทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยทั้ง 2 ช่วงเวลาพบว่า ส่งผลผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ไม่แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งกำไรสุทธิถือเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่เหมาะสมที่นิยมนำไปใช้โดยผู้ลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยในอดีตเป็นจำนวนมากที่สนับสนุนว่ากำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (วัลลภ และสุรศักดิ์, 2561; Chen, B. et al., 2020; Shan, Y. G. and Troshani, I., 2020; นภาพร และศิริดา, 2565)

3. กำไรต่อหุ้น (EPS) มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ทั้งก่อนและระหว่างเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 เหมือนกัน และเมื่อทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยทั้ง 2 ช่วงเวลาพบว่า ส่งผลผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ไม่แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งกำไรต่อหุ้นถือเป็นปัจจัยสำคัญที่มีประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการพิจารณาการลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ (กังสดาล และกุสุมา, 2563) ที่พบว่าอัตรากำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเมื่อบริษัทมีกำไรต่อหุ้นสูงราคาหลักทรัพย์ก็จะสูงตามด้วย ซึ่งยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ (พัทธิธรา, 2560; สวรรส และกนกศักดิ์, 2563) ที่พบว่า กำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

4. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) มีผลกระทบกับราคาหลักทรัพย์ในช่วงก่อนเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 ซึ่งเป็นสถานการณ์ปกติที่นักลงทุนมักให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดในการพิจารณาการลงทุน สาเหตุเนื่องจากหากกิจการสามารถสร้างส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานได้มากขึ้น จะทำให้กิจการสามารถสร้างกำไรในอนาคตได้ ส่งผลให้ผู้ลงทุนสามารถได้รับผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลได้มากขึ้น ดังนั้นการที่บริษัทมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น ก็จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นตามไปด้วย ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีต (ปิยาภักดิ์ และคณะ, 2561; วีระวรรณ และคณะ, 2561; ธารารัตน์ และสมใจ, 2562; กฤตพงศ์, 2565)

แต่ผลการศึกษาไม่พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงระหว่างเกิดสถานการณ์โควิด-19 ซึ่งอาจเกิดเนื่องจากว่าการดำเนินงานภายใต้สถานการณ์วิกฤตบริษัทอาจไม่สามารถสร้างกระแสเงินสดคงเหลือจากการดำเนินงานได้มากนัก ซึ่งส่งผลต่อเงินสดคงเหลือในกิจการ อาจทำให้บริษัทมีรายการคงค้างเพิ่มมากขึ้น ดังนั้นในการลงทุนของผู้ลงทุนในช่วงเกิดโควิด-19 อาจไม่พิจารณาที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานทำให้ไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ (สุดารัตน์ และฐิตาภรณ์, 2558) และเมื่อทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานทั้งช่วงก่อนและระหว่างเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 พบว่า ส่งผลผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ไม่แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อาจเนื่องจากการศึกษาครั้งนี้เก็บข้อมูลกับตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่ม MAI ซึ่งเป็นกลุ่มบริษัทจดทะเบียนขนาดเล็ก ซึ่งต้อง

ปรับตัวให้เร็วเมื่อเกิดวิกฤตทำให้อาจไม่กระทบต่อการดำเนินงานมากนัก ประกอบกับนักลงทุนที่อยู่ในตลาดทุนนี้อาจไม่ได้เข้ามาลงทุนเพื่อเก็งกำไรอย่างเต็มที่เหมือนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงทำให้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ไม่แตกต่างกัน

5. ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) กับราคาหลักทรัพย์เหมือนกันทั้งในช่วงก่อนและระหว่างเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 อาจเนื่องจากผู้ลงทุนคำนึงถึงปัจจัยอื่น ๆ สำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์มากกว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ที่เป็นเพียง ปัจจัยทางพื้นฐานในการดำเนินงาน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ (รัศมี, 2561) ที่ได้ศึกษากับกลุ่มตัวอย่างในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) พบว่าอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์และการศึกษาของ (ภาวินี และณกมล, 2564) ที่พบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ไม่สามารถพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้ นอกจากนี้เมื่อผู้วิจัยทำการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยทั้ง 2 ช่วงเวลาพบว่า ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

6. อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์เหมือนกันทั้งในช่วงก่อนและระหว่างเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 และเมื่อทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยทั้ง 2 ช่วงเวลาพบว่า ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเป็นอัตราส่วนที่เกี่ยวข้องกับความสามารถในการทำกำไรแสดงถึง ความมั่งคั่งที่เกิดจากการลงทุนหากผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้นที่ได้รับสูง จะดึงดูดความสนใจของผู้ลงทุน ให้สนใจลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นจึงส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นตามความต้องการของนักลงทุน ดังนั้นนักลงทุนส่วนใหญ่จึงให้ความสำคัญกับอัตราส่วนนี้เพื่อใช้ในการประกอบการตัดสินใจลงทุน สอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีตที่พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ (สวรส และกนกศักดิ์, 2563; ชัยวัฒน์ และธินดา, 2565)

## บทสรุปและข้อเสนอแนะ

การวิจัยผลการดำเนินงานทางการบัญชี ได้แก่ กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กำไรต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เอ็ม เอ ไอ (MAI) ทั้งช่วงก่อนและช่วงเกิดสถานการณ์วิกฤตโควิด 19 เหมือนกัน ผลพบว่าปัจจัยทุกตัวส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์อย่าง มีนัยสำคัญเหมือนกัน ยกเว้นกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และไม่พบความสัมพันธ์ที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ แต่เมื่อทดสอบเปรียบเทียบความแตกต่างกันของแต่ละตัวแปรในทั้ง 2 ช่วงเวลาพบว่า ตัวแปรผลการดำเนินงานทางการบัญชีส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าโดยทั่วไปแล้วนักลงทุนย่อมพิจารณาถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเป็นหลัก นอกจากนี้ผู้ลงทุนอาจคำนึงถึงปัจจัยอื่น ๆ สำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์มากกว่าอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ เช่น ความมั่นคงของบริษัท ความสามารถของผู้บริหาร ความสามารถในการแข่งขันภายใต้อุตสาหกรรมเดียวกัน เป็นต้น อย่างไรก็ตามผู้ลงทุนสามารถใช้ประโยชน์ จากวิจัยนี้ในการเป็นฐานข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนในอนาคต หากเกิดสถานการณ์ โรคระบาด ที่ใกล้เคียงกับเหตุการณ์ โควิด - 19

จากข้อสรุปของงานวิจัย นำไปสู่ข้อเสนอแนะสำหรับผู้เกี่ยวข้องสามารถนำไปใช้ประโยชน์ ได้แก่ นักลงทุนเป็นหลัก ซึ่งหากเกิดภาวะการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อตลาดทุน อาจทำให้การพิจารณาการลงทุนต้องคำนึงถึงปัจจัยอื่นนอกเหนือจากปัจจัยที่ได้ทำการศึกษาในครั้งนี้ ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ผู้ลงทุนให้ความสำคัญและพิจารณาในการลงทุน ดังนั้น การศึกษาครั้งต่อไปผู้วิจัยควรศึกษามีปัจจัยอื่น ๆ บริษัทต้องให้ความสำคัญ เช่น ราคาตามบัญชี อัตราส่วนทางการเงินอื่น ปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย เป็นต้น ซึ่งไม่ได้ถูกนำมาศึกษาในการศึกษาครั้งนี้หรืออาจศึกษาแยกกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อเปรียบเทียบปัจจัยที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ว่าแตกต่างกันหรือไม่ เพื่อให้ได้ข้อมูลเชิงลึกสำหรับผู้บริหารบริษัทจะได้ทราบและให้ความสนใจในปัจจัยที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์

## References

- กัณธดา วงษ์สกุล และกุสุมา คำพิทักษ์. (2564). ปัจจัยทางเศรษฐกิจและอัตราส่วนทางการเงินที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมพลังงาน. วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยราชพฤกษ์. ปีที่ 7 ฉบับที่ 1 หน้า 241-254
- กฤตพงศ์ วัชรนุกุล. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ายุติธรรมและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น. ปีที่ 6 ฉบับที่ 2 หน้า 36-47
- ขวัญนา เกล็กศิริ, สมใจ บุญหมื่นไวย และธนภณ วิมูลอาจ. (2561). อิทธิพลของอัตราส่วนทางการเงินต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กรณีศึกษา กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ. วารสารชุมชนวิจัย มหาวิทยาลัยราชภัฏนครราชสีมา. ปีที่ 12 ฉบับที่ 2 หน้า 71-84
- จิณณา อินชูปงษ์. (2565). ผลกระทบของการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (โควิด-19) ต่อตลาดทุนไทย. วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย. ปีที่ 17 ฉบับที่ 1 หน้า 67-96
- ชัยวัฒน์ เทพวิระกุล และธิดา จิตรน้อมรัตน์. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค. วารสารสุทธิปริทัศน์. ปีที่ 36 ฉบับที่ 4 หน้า 51-64
- ชุดาพร สอนภักดี และทริภา แยมะมั่ง. (2564). อัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารการจัดการและการพัฒนา มหาวิทยาลัยราชภัฏอุบลราชธานี. ปีที่ 8 ฉบับที่ 1 หน้า 151-164
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564). ค้นหาหุ้นดีมีคุณภาพ นำลงทุน ด้วยอัตราส่วนทางการเงิน. เข้าถึงเมื่อ (28 พฤศจิกายน 2564). เข้าถึงได้จาก (<https://www.setinvestnow.com/th/knowledge/video/134-financialratio>)
- ธารารัตน์ ทูลไธสง และสมใจ บุญหมื่นไวย. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตามบัญชี กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากเงินปันผล และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น. ปีที่ 3 ฉบับที่ 1 หน้า 73-90
- นภาพร กิจนพศรี และศิริดา จารุตกานนท์. (2565). ความสามารถของตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์. วารสารเครือข่ายส่งเสริมการวิจัยทางมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์. ปีที่ 5 ฉบับที่ 3 หน้า 47-67
- ปิยาภิกค์ดี เจียรสุคนธ์, บัวจันทร์ อินธิโส และดวงฤทัย ณ นครพนม. (2561). ทิศทางของกระแสเงินสดที่มีต่อราคาตลาด ต่อกำไร และราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ. ปีที่ 5 ฉบับที่ 2 หน้า 1-11
- พัทธ์ธีรา จิระอุดมสาโรจน์. (2560). ความสัมพันธ์มูลค่าราคาตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และเงินปันผล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET 100. วารสารวิชาการ มหาวิทยาลัยธนบุรี. ปีที่ 11 ฉบับที่ 25 หน้า 99-106
- ภัญญาณีย์ ต้นใหญ่ และพรทิพา แสงเขียว. (2565). ผลกระทบของเครื่องมือทางการเงินและกระแสเงินสดต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **Journal of Modern Learning Development**. ปีที่ 7 ฉบับที่ 10 หน้า 1-15
- ภาวิณี เดชศิริ และณกมล จันทน์สม. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ กรณีศึกษา บริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมหมวดธุรกิจบรรจุภัณฑ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยราชพฤกษ์. ฉบับพิเศษ ครอบคลุม 15 ปี หน้า 372-384

- ยิ่งเจริญ บุญยัง และกิตติมา อัครนพวงศ์. (2561). การศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และหมวดธุรกิจวัสดุก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาชีพบัญชี. ปีที่ 14 ฉบับที่ 42 หน้า 21-36
- รัศมี ศรีลาวงค์. (2561). การศึกษาอัตราส่วนทางการเงินที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ กรณีศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. การค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลกรุงเทพ
- วัลลภ บัวชุม และสุรศักดิ์ ดอนปัด. (2561). ความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มธุรกิจการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาชีพบัญชี. ปีที่ 14 ฉบับที่ 44 หน้า 55-67
- วีระวรรณ ศิริพงษ์, กมลรัตน์ สฤณีพิรพันธุ์ และมัทนชัย สุทธิพันธุ์. (2561). อิทธิพลของกระแสเงินสดต่อความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด กรณีศึกษา ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI). วารสารมหาวิทยาลัยนราธิวาสราชนครินทร์ สาขามนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์. ปีที่ 5 ฉบับที่ 2 หน้า 111-120
- ศูนย์ปฏิบัติการภาวะฉุกเฉิน กรมควบคุมโรค กระทรวงสาธารณสุข. (2563). รายงานสถานการณ์โรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019. เข้าถึงเมื่อ (25 มีนาคม 2563). เข้าถึงได้จาก ([https://ddc.moph.go.th/viralpneumonia/file/situation/situation-no82-250363\\_2.pdf](https://ddc.moph.go.th/viralpneumonia/file/situation/situation-no82-250363_2.pdf))
- สวรศ สรกล และกนกศักดิ์ สุขวัฒนาลินธิ์. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และความสามารถในการทำกำไรที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยการจัดการและเทคโนโลยีอีสเทิร์น. ปีที่ 17 ฉบับที่ 1 หน้า 482-492
- สหชาติ จรุงจิตรประจักษ์ และประสิทธิ์ มะทะหมัด. (2561). การศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน การประชุมนำเสนอผลงานวิจัยระดับบัณฑิตศึกษา ครั้งที่ 13 ปีการศึกษา 2561. บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยรังสิต, 16 สิงหาคม 2561, หน้า 1249-1260
- สุภารัตน์ หอมกลิ่น และจิตาภรณ์ สันจรรย์ศักดิ์. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงินกับรายการคงค้างของกิจการ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI). วารสารวิจัยและพัฒนาวิทยาลัยการณ ในพระบรมราชูปถัมภ์. ปีที่ 10 ฉบับที่ 1 หน้า 69-75
- สุภาวรรณ สุจาวี และจิรพงษ์ จันทรงาม. (2565). อัตราส่วนสภาพคล่องและอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรที่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนมูลค่าตลาดของกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารสหวิทยาการมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์. ปีที่ 5 ฉบับที่ 4 หน้า 1284-1300
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., and Terry, S. J. (2020). **COVID-Induced Economic Uncertainty (Working Paper No. 26983; Working Paper Series)**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research
- Chen, B., Kurt, A. C., and Wang, I. G. (2020). Accounting Comparability and the Value Relevance of Earnings and Book Value. **Journal of Corporate Accounting and Finance**. Vol. 31 Issue 4 pp. 82-98
- Saputra, F. (2022). Analysis Effect of Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), and Price Earnings Ratio (PER) on Stock Prices of Coal Companies in the Indonesia Stock Exchange (IDX) Period 2018-2021. **Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting**. Vol. 3 No. 1 pp. 82-94. DOI: 10.38035/dijefa.v3i1.1238
- Shan, Y. G. and Troshani, I. (2020). Digital Corporate Reporting and Value Relevance: Evidence from the US and Japan. **International Journal of Managerial Finance**. Vol. 17 Issue 2 pp. 256-281. DOI: 10.1108/IJMF-01-2020-0018