

ผลกระทบจากวิกฤตโควิด-19 ที่มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับ
ความสามารถในการทำกำไรและกระแสเงินสดของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Impact of COVID-19 to Effect on the Relationship Between Stock Price and
Profitability and Cash Flow of Listed Company in
The Stock Exchange of Thailand

¹วัฒนา ศรีถาวร, ^{2*}พิพัฒน์พงศ์ ยาลังกาญจน์, ³ยศวินกาญจน์ กอบกาญจนพฤติ

⁴อังสนา ศรีประเสริฐ และ ⁵พิมลวรรณ ตริพัฒน์สิทธิ์

¹Wattana Srithaworn, ^{2*}Pipatpong Yalangkan, ³Yodsawinkan Kobkanjanapued

⁴Angsana Sriprasert and ⁵Pimonwan Tripattanasit

**Corresponding Author*

^{1, 4, 5}คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต

^{1, 4, 5}Faculty of Accountancy, Rangsit University, Thailand

^{2*}คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยรังสิต

^{2*}Faculty of Business Administration, Rangsit University, Thailand

³คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

³School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce, Thailand

E-mail: wattana.s@rsu.ac.th¹, pipatpong.y@rsu.ac.th^{2*}, yodsawinkan_kob@utcc.ac.th³

angsana.s@rsu.ac.th⁴, pimonwan.t@rsu.ac.th⁵

Received October 21, 2024; Revised December 12, 2024; Accepted December 20, 2024

บทคัดย่อ

บทความวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา 1) ผลกระทบของวิกฤตโควิด-19 ที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ 2) ผลกระทบของวิกฤตโควิด-19 ที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกระแสเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การวิจัยนี้ใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการคัดเลือกโดยวิธีเฉพาะเจาะจง ได้ข้อมูลครบถ้วนจาก 379 บริษัท ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลทุติยภูมิจากรายงานทางการเงิน

ระหว่างปี พ.ศ. 2561 ถึงปี พ.ศ. 2564 รวมทั้งหมด 1,516 ชุด การวิเคราะห์ใช้วิธีการถดถอยเชิงพหุเพื่อศึกษาความสัมพันธ์

ผลการวิจัยพบว่า 1) ผลกระทบของวิกฤตโควิด-19 มีผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่วัดด้วยอัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ 2) ผลกระทบของวิกฤตโควิด-19 มีผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกระแสเงินสดการดำเนินงาน ผลของงานวิจัยนี้จะช่วยยืนยันถึงความเสียหายที่เกิดจากวิกฤตโควิด-19 ต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทลดลง นอกจากนี้จะช่วยให้นักวิเคราะห์ทางการเงิน ผู้ลงทุน และผู้บริหาร สามารถเข้าใจถึงผลกระทบของวิกฤตโควิด-19 ที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์ และช่วยในการวางแผนการลงทุนและการจัดการทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

คำสำคัญ: ราคาหุ้น; ความสามารถในการทำกำไร; กระแสเงินสด

Abstract

This research article aims to study: 1) the impact of the COVID-19 crisis on the relationship between stock prices and the profitability of listed companies on the Stock Exchange of Thailand, and 2) the impact of the COVID-19 crisis on the relationship between stock prices and the cash flow of listed companies on the Stock Exchange of Thailand. This study utilized a sample of companies listed on the Stock Exchange of Thailand that were selected through a specific sampling method. Comprehensive data was gathered from 379 companies, using secondary data from financial reports covering the years 2018 to 2021, totaling 1,516 sets of data. The analysis employed multiple regression methods to study the relationships.

The research findings revealed that: 1) the impact of the COVID-19 crisis had a negative effect on the relationship between stock prices and company profitability, measured by net profit margin, return on assets, and return on equity; and 2) the impact of the COVID-19 crisis had a negative effect on the relationship between stock prices and operating cash flow. The results of this research confirm the damage caused by the COVID-19 crisis on the relationship between stock prices and profitability, as well as the operational cash flow of companies. Additionally, it will assist investors, managers, and financial analysts in understanding the implications of the COVID-19 crisis on the stock market and help in better investment planning and financial management.

Keywords: Stock Price; Profitability; Cash Flow

บทนำ

โรคโคโรนาไวรัส 2019 (COVID-19) เกิดจากไวรัสโคโรนาสายพันธุ์ใหม่ เริ่มระบาดที่อู่ฮั่น มณฑลหูเป่ย์ เมื่อปลายปี พ.ศ. 2562 และแพร่กระจายทั่วโลกอย่างรวดเร็ว (Lai et al., 2020) ส่งผลกระทบรุนแรงต่อการเงินของอุตสาหกรรมต่าง ๆ และเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมผู้บริโภค (Donthu & Gustafsson, 2020) ในประเทศไทย ณ วันที่ 1 พฤศจิกายน 2564 มีผู้ป่วยยืนยัน 1,920,189 ราย เป็นอันดับ 3 ในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ รองจากประเทศอินเดียและประเทศอินโดนีเซีย (World Health Organization, 2021) การระบาดในประเทศไทยแบ่งออกเป็น 3 ระลอก: ช่วงที่ 1 (มกราคม – พฤศจิกายน 2563), ช่วงที่ 2 (ธันวาคม 2563 – มีนาคม 2564), ช่วงที่ 3 (เมษายน – พฤศจิกายน 2564) ระลอกแรกส่งผลกระทบต่อตลาดทุนไทยมากที่สุดเนื่องจากมีผู้เสียชีวิตมาก (Inchupong, 2022) ไม่อาจปฏิเสธได้ว่าช่วงเกิดสถานการณ์โควิด-19 ได้ทำลายความเชื่อมั่นของนักลงทุนอย่างรุนแรง ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก รวมถึงประเทศไทยดิ่งลงอย่างรวดเร็วเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงก่อนเกิดสถานการณ์โควิด-19 โดยเฉพาะธุรกิจโรงแรมและรีสอร์ท ซึ่งสถานการณ์ดังกล่าวส่งผลต่ออัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ ได้แก่ อัตรากำไรขั้นต้น กำไรจากการดำเนินงาน และผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ลดลง (Chalomklang & Chaleampong, 2022) นอกจากนี้สถานการณ์โควิด-19 ยังส่งผลกระทบต่อข้อมูลทางบัญชีและราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Kobkanjanapued & Chotkunakitti, 2021)

นับตั้งแต่เกิดสถานการณ์โควิด-19 เศรษฐกิจไทยต้องเผชิญกับความท้าทายแม้ปัจจุบันจะทยอยฟื้นตัวได้แต่ต้องใช้เวลานาน นอกจากนี้ การฟื้นตัวของภาคส่วนต่าง ๆ ยังไม่เท่าเทียมกัน จึงทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยและกระทรวงการคลังได้ออกมาตรการทางการเงินช่วยเหลือธุรกิจที่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์โควิด-19 เพื่อช่วยเหลือด้านสภาพคล่องแก่ผู้ประกอบการธุรกิจที่มีศักยภาพให้สามารถดำเนินกิจการต่อไปได้ (Bank of Thailand, 2021) สำหรับช่วงเวลาการเกิดสถานการณ์โควิด-19 นักลงทุนต้องพิจารณาถึงราคาหุ้นเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน เนื่องจากราคาหุ้นสามารถสะท้อนถึงสถานะเศรษฐกิจและความมั่นคงของบริษัทได้ นอกจากนี้นักลงทุนยังต้องวิเคราะห์กระแสเงินสดร่วมกับงบการเงินต่าง ๆ เพื่อช่วยประเมินสินทรัพย์สุทธิ โครงสร้างการเงิน และการจัดการกระแสเงินสดของกิจการ (Toommanon, 2021) ซึ่งกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลกำไรและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ในขณะที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนและจัดหาเงินไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Sawatksiri & Mokhavesa, 2021)

จากข้อมูลดังกล่าวข้างต้นทำให้เห็นถึงความสำคัญของสถานการณ์โควิด-19 ที่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ อย่างเช่น งบการเงิน และราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในแต่ละช่วงเวลาที่แตกต่างกัน จึงเป็นที่มาของงานวิจัยเรื่อง ผลกระทบจากวิกฤตโควิด-19 ที่มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรและกระแสเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลการศึกษานี้จะเป็น

ข้อมูลทางวิชาการและเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการวิเคราะห์ราคาหุ้นและความสามารถในการทำกำไรประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ในสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 รวมถึงกิจการสามารถใช้ข้อมูลทางบัญชีในการวิเคราะห์ราคาหุ้นและความยั่งยืนของกิจการ

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของวิกฤตโควิด-19 ที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของวิกฤตโควิด-19 ที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกระแสเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การทบทวนวรรณกรรม

อัตราส่วนทางการเงิน

อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratios) เป็นเครื่องมือสำคัญในเชิงวิเคราะห์สำหรับการประเมินสภาพการเงินของธุรกิจ ซึ่งได้รับการพัฒนาอย่างต่อเนื่องเพื่อตอบสนองต่อสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างต่อเนื่อง อัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratios) ได้รับการอธิบายอย่างละเอียดโดย Srijunpetch et al. (2022) ซึ่งเน้นถึงความสำคัญของการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ วิธีการวิเคราะห์นี้จะช่วยให้เราเห็นภาพว่าองค์กรมีผลงานในการดำเนินงานที่ดีหรือไม่อย่างไร ซึ่งสามารถวัดได้จากอัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin) อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) ที่ทำหน้าที่เป็นตัวชี้วัดสำคัญของความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ นอกจากนี้งานวิจัยของ Kumar and Singh (2024) พบว่า การจัดการเงินทุนอย่างยืดหยุ่นและมีประสิทธิภาพนั้น มีผลกระทบโดยตรงต่ออัตรากำไรและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ซึ่งปัจจัยเหล่านี้นับว่าเป็นองค์ประกอบที่สำคัญในการแข่งขันของธุรกิจในบริบทของเศรษฐกิจที่มีความไม่แน่นอน

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนทางการเงินเป็นเครื่องมือที่สำคัญในการประเมินความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ การศึกษาล่าสุดยังสะท้อนให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไป โดยใช้ข้อมูลเหล่านี้ในการวางแผนกลยุทธ์ทางการเงินเพื่อสามารถรับมือกับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจในอนาคตได้อย่างมีประสิทธิภาพ

แนวคิดเกี่ยวกับกระแสเงินสด

กระแสเงินสดเป็นหนึ่งในเครื่องมือที่สำคัญในการวิเคราะห์การเงินของกิจการ โดยเฉพาะในบริบทของการประเมินความสามารถในการดำเนินกิจกรรมต่าง ๆ ของธุรกิจ ตามมาตรฐานการบัญชี

ฉบับที่ 7 ของ Thailand federation of accounting professions (2023) กระแสเงินสดถูกจำแนกเป็นสามประเภทหลัก ได้แก่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Operating Activities) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (Investing Activities) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (Financing Activities) ซึ่งช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถเข้าใจถึงการเปลี่ยนแปลงของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดของกิจการ และมีบทบาทสำคัญในการช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถวิเคราะห์ความสามารถในการจัดการเงินสดขององค์กรได้ Toommanon (2021) เน้นว่าการใช้กระแสเงินสดร่วมกับงบแสดงฐานะการเงินและงบกำไรขาดทุนช่วยวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์สุทธิและความสามารถในการจัดการกระแสเงินสดได้อย่างมีประสิทธิภาพ

มีการศึกษาเพิ่มเติมของ Sawatkulsiri and Mokhavesa (2021) พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) ขณะที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนและจัดหาเงินไม่มีความสัมพันธ์กับ ROA Yangprasert (2023) ศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อผลตอบแทนจากการดำเนินงานและมูลค่าหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกิจกรรมจัดหาเงินต่อหนี้สินรวมและส่วนของผู้ถือหุ้นให้มีความสำคัญกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อหุ้นต่อยอดขาย ส่วนกิจกรรมด้านการลงทุนให้มีความสำคัญกับสินทรัพย์สุทธิต่อหุ้นสามัญ

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ Yangklan and Yodrach, 2022 ที่ศึกษาเกี่ยวกับการใช้กระแสเงินสดในการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลการวิจัยพบว่า ความสำคัญของกระแสเงินสดอิสระและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการคงกระแสเงินสดอิสระในระดับที่ไม่มากเกินไปและมุ่งเน้นให้การลงทุนสามารถสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในเชิงบวกจะช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของกิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับกระแสเงินสด (Cash Flow) สามารถสรุปได้ว่ากระแสเงินสดเป็นปัจจัยสำคัญในการประเมินศักยภาพด้านสภาพคล่อง ความสามารถในการทำกำไร และการจัดการความเสี่ยงทางการเงินขององค์กร (Thawanratphokin, 2024) โดยมีบทบาทเป็นเครื่องมือสำคัญสำหรับผู้ใช้งบการเงินในการวิเคราะห์ความสามารถขององค์กรในการสร้างและบริหารเงินสดอย่างมีประสิทธิภาพ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีบทบาทสำคัญในฐานะตัวชี้วัดที่สามารถคาดการณ์ผลประโยชน์ในอนาคตและประเมินความเสี่ยงทางการเงิน โดยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัวชี้วัดทางการเงินที่สำคัญ เช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) และความสามารถในการสร้างผลกำไร

แนวคิดการประเมินราคาหลักทรัพย์

การประเมินราคาหลักทรัพย์ ตามแนวคิดของ Ohlson (1995) ถือเป็นแนวคิดที่มีความสำคัญในการประเมินมูลค่าหุ้น โดยใช้ข้อมูลทางบัญชีเป็นหลัก โดยเฉพาะผลประกอบการและมูลค่าทางบัญชีของกิจการ แนวคิดนี้นำเสนอแนวคิดที่เรียกว่า "Residual Income Valuation Model" หรือการประเมินมูลค่าจากรายได้ส่วนเกินหรือกำไรส่วนที่เหลือ ซึ่งเป็นวิธีที่สามารถเชื่อมโยงมูลค่าปัจจุบันของกิจการกับรายได้ส่วนเกินที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต Ohlson ใช้แบบจำลองข้อมูลเชิงเส้น (Linear Information Model) เพื่อทำการคาดการณ์รายได้ส่วนเกินในอนาคตอย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้สามารถวิเคราะห์มูลค่าหุ้นจากปัจจัยต่าง ๆ ได้ดียิ่งขึ้น

งานวิจัยในปัจจุบันยังคงพัฒนาต่อยอดจากแนวคิดของ Ohlson (1995) โดยมุ่งเน้นการปรับปรุงสมมติฐานในโมเดลเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการประเมินมูลค่ากิจการ ตัวอย่างการศึกษาโดย Fullana et al. (2021) ซึ่งให้เห็นถึงความสำคัญของคุณสมบัติของบัญชีและความสัมพันธ์ของข้อมูลในโมเดลของ Ohlson ในการวิเคราะห์มูลค่าหุ้น นอกจากนี้ยังมีการประยุกต์ใช้โมเดล Ohlson เพื่อวิเคราะห์ความเสี่ยงและการสร้างรายได้ของบริษัทในตลาดที่มีความผันผวน นอกจากนี้งานวิจัยของ Wang (2023) ยังเสนอการปรับปรุงแบบจำลองการประเมินมูลค่าหุ้นของ Ohlson (1995) โดยวิเคราะห์ประสิทธิภาพของแบบจำลองที่ปรับปรุงในแง่ของการประเมินมูลค่าหุ้นและการคาดการณ์ผลตอบแทน โดยพบว่าแบบจำลองใหม่นี้ลดความลำเอียงในการประเมินมูลค่าหุ้นได้ดีกว่าแบบดั้งเดิม นอกจากนี้ การนำต้นทุนทุนส่วนของผู้ถือหุ้นที่เปลี่ยนแปลงตามเวลาเข้ามาในแบบจำลองยังช่วยเพิ่มความแม่นยำและสามารถจัดอันดับผลตอบแทนในอนาคตได้อย่างมีระบบและมีทิศทางที่ชัดเจน

จากการทบทวนวรรณกรรม การประเมินราคาหลักทรัพย์ตามแนวคิดของ Ohlson (1995) มีความสำคัญในการวิเคราะห์มูลค่าของหุ้น โดยการใช้ข้อมูลทางการเงินและการควบคุมตัวแปรที่เกี่ยวข้องอย่างหลากหลายเพื่อให้ได้ผลลัพธ์ที่แม่นยำและมีความน่าเชื่อถือ โดยการศึกษาทางวิจัยต่าง ๆ ได้ชี้ให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเหล่านี้และมูลค่าหุ้นในตลาดได้อย่างชัดเจน แนวคิด Ohlson ยังได้แนะนำการใช้ตัวแปรควบคุมที่สำคัญ เช่น ขนาดของกิจการ (Firm Size) ซึ่งบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะเข้าถึงแหล่งทุนได้ง่ายขึ้นและมีความเสี่ยงน้อยกว่า นอกจากนี้ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt-to-Equity Ratio) เป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงทางการเงิน โดยบริษัทที่มีหนี้สินสูงจะเผชิญความเสี่ยงมากขึ้น โดยสรุป แนวคิด Ohlson (1995) มีความสำคัญในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ เนื่องจากช่วยให้เข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการเงินและมูลค่าหุ้นในตลาดอย่างชัดเจน และมีการวิจัยเพิ่มเติมเพื่อปรับปรุงความแม่นยำในการประเมินมูลค่าในสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงอยู่เสมอ

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนวรรณกรรมผู้วิจัยสามารถแสดงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องได้ดังตารางที่ 1 ดังนี้

ตารางที่ 1 ตารางสังเคราะห์งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการวิจัย
Abbas & Nainggolan (2022)	บริษัทจดทะเบียนในภูมิภาคอาเซียน จำนวน 1,720 บริษัท	บริษัทที่มีสภาพคล่องสูงและ ความสามารถในการทำกำไร จะได้รับผลกระทบจากโควิด-19 น้อยกว่าบริษัทอื่น
Amnim et al. (2021)	บริษัทจดทะเบียนในไนจีเรีย	COVID-19 ส่งผลต่อสภาพคล่อง และความสามารถในการทำกำไร ของบริษัทในทางลบ
Chalomklang & Chaleampong (2022)	บริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	สถานการณ์โควิด-19 ส่งผลให้ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ลดลง (ROA)
Inchupong (2022)	บริษัทที่จดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	โควิด-19 ส่งผลทางลบต่อตลาด ทุนไทยมากที่สุดในช่วงระหว่าง วันที่ 12 มีนาคม 2563 ถึงวันที่ 10 พฤษภาคม 2563
Jearanantapisut & Mokhavesa (2021)	บริษัทอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในตลาดหลักทรัพย์	กระแสเงินสดจากกิจกรรม ดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวก กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่า ทางบัญชีต่อหุ้น
Kobkanjanapued & Chotkunakitti (2021)	บริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์ประเทศไทย	ในปีที่เกิดวิกฤตโควิด-19 ส่งผลให้ มูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชีและ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมี ความสัมพันธ์กับราคาหุ้นแตกต่าง ไปจากก่อนการเกิดวิกฤตโควิด-19
Nugroho & Pertiwi (2021)	ธุรกิจโรงแรม การท่องเที่ยว ร้านอาหาร และค้าปลีกใน อินโดนีเซีย	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมี ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างเงินสด และ ROA ต่อราคาหุ้น
Panyagometh (2020)	บริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ได้รับ ผลกระทบเชิงลบจากโรคระบาด ในช่วง COVID-19
Phakdee & Srijunpetch (2022)	บริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์ประเทศไทย	ความระมัดระวังทางบัญชีลดลง ในช่วงการแพร่ระบาดทำให้กิจการ ประสบปัญหามากขึ้น
Suksanguan et al. (2022)	ธุรกิจโรงแรมและรีสอร์ท ในประเทศไทย	สถานการณ์โควิด-19 ส่งผลกระทบ ในทางลบต่ออัตรากำไรขั้นต้น (GPM) และอัตราผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์รวม (ROA)

จากการสังเคราะห์งานวิจัยที่เกี่ยวข้องสามารถสรุปได้ว่า การศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของ วิกฤตโควิด-19 ต่อราคาหุ้น ความสามารถในการทำกำไรและกระแสเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงกล่าวได้ว่าการแพร่ระบาดของผลกระทบในทางลบต่อราคาหุ้นและความสามารถในการทำกำไรในหลายอุตสาหกรรม อาทิเช่น อุตสาหกรรมการท่องเที่ยว โรงแรม และ อสังหาริมทรัพย์ โดยเฉพาะในช่วงการแพร่ระบาด นอกจากนี้ การศึกษายังระบุว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องสูงและมีความสามารถในการทำกำไรดี มีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบน้อยกว่า ขณะที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานแสดงความสัมพันธ์เชิงบวกต่อราคาหุ้นในบางอุตสาหกรรม อาทิเช่น โรงแรมและค้าปลีก การวิจัยเหล่านี้ชี้ให้เห็นถึงผลกระทบที่สำคัญและความท้าทายที่บริษัทต่าง ๆ เผชิญในช่วงเวลาที่ไม่แน่นอนนี้

จากการทบทวนวรรณกรรมสามารถกำหนดสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานการวิจัยที่ 1 วิกฤตโควิด-19 ส่งผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับอัตรากำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานการวิจัยที่ 2 วิกฤตโควิด-19 ส่งผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานการวิจัยที่ 3 วิกฤตโควิด-19 ส่งผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานการวิจัยที่ 4 ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงก่อนและช่วงเกิดวิกฤตโควิด-19 แตกต่างกัน

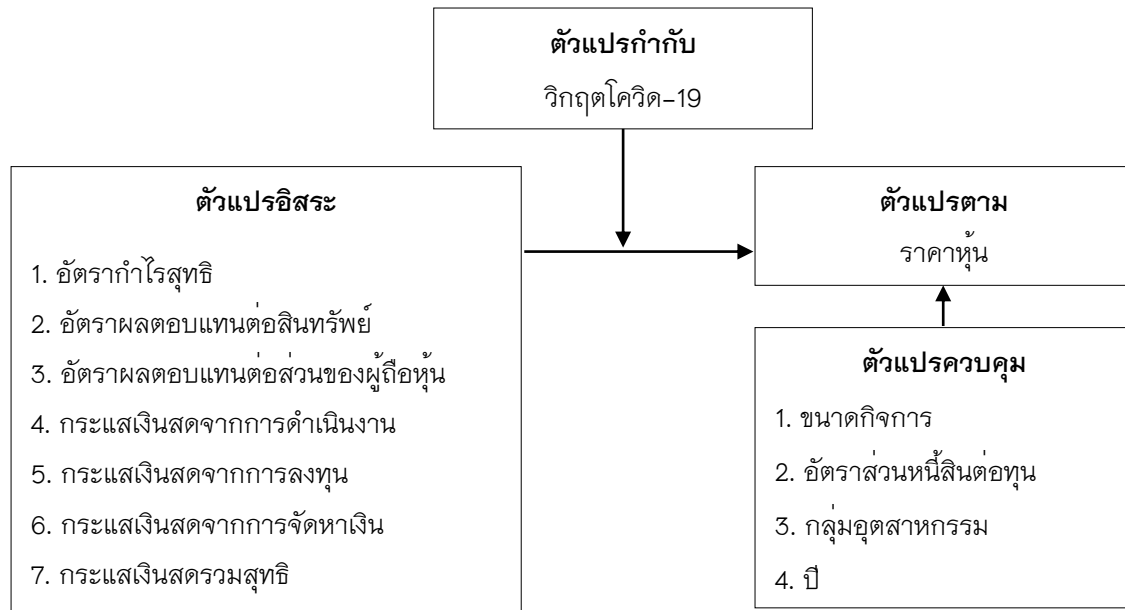
สมมติฐานการวิจัยที่ 5 ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกระแสเงินสดจากการลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงก่อนและช่วงเกิดวิกฤตโควิด-19 แตกต่างกัน

สมมติฐานการวิจัยที่ 6 ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกระแสเงินสดจากการจัดหาเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงก่อนและช่วงเกิดวิกฤตโควิด-19 แตกต่างกัน

สมมติฐานการวิจัยที่ 7 ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกระแสเงินสดสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงก่อนและช่วงเกิดวิกฤตโควิด-19 แตกต่างกัน

กรอบแนวคิดการวิจัย

งานวิจัยนี้ เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ผู้วิจัยกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัยเรื่องผลกระทบจาก วิกฤตโควิด-19 ที่มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรและกระแสเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้วิเคราะห์ สังเคราะห์ จากทฤษฎีแนวคิด งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และสรุปออกเป็นกรอบแนวคิดในการวิจัย ดังแสดงในภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแบ่งเป็นทั้งหมด 8 กลุ่มอุตสาหกรรม รวมจำนวนทั้งสิ้น 706 บริษัท

โดยมีวิธีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีคุณลักษณะตรงตามที่กำหนด ดังนี้

1) เป็นบริษัทที่มีอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมต่าง ๆ ยกเว้น อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทุนทรัสต์เพื่อการลงทุน รวมทั้งบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนตามวัตถุประสงค์ในงานวิจัย

2) เป็นบริษัทที่มีข้อมูลงบการเงิน และหมายเหตุประกอบงบการเงิน ในฐานะข้อมูลบริษัทจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยครบถ้วน ตลอดระยะเวลา 4 ปี สำหรับรอบระยะเวลาบัญชี 2561 ถึง 2564 โดยเหตุผลสำหรับประกอบการเลือกช่วงเวลาดังกล่าวเนื่องจากในปี 2561 ถึง 2562 เป็นช่วงเวลาก่อนได้รับผลกระทบจากวิกฤตโควิด-19 และในปี 2563 ถึง 2564 เป็นช่วงเวลาที่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตโควิด-19 เพื่อใช้เป็นข้อมูลวิเคราะห์ความเหมาะสม และมีช่วงเวลาที่เพียงพอต่อพิจารณาเปรียบเทียบผลกระทบของวิกฤตโควิด-19 เนื่องจากงานวิจัยในอดีตกำหนดให้ข้อมูลช่วงวิกฤตโควิด-19 เพียง 1 ปี ซึ่งเป็นข้อจำกัดของงานวิจัย (Nugroho & Pertiwi, 2021; Abbas & Nainggolan, 2022)

3) เป็นบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคมของทุกปี

ตารางที่ 2 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

เกณฑ์การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง	จำนวนกลุ่มตัวอย่าง	
	1 ปี	4 ปี
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	706	2,824
หัก อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟู	(155)	(620)
การดำเนินงาน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทุนทรัสต์เพื่อการลงทุน		
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนตามวัตถุประสงค์ในงานวิจัย	(104)	(416)
บริษัทที่มีค่าของข้อมูลผิดปกติ	(68)	(272)
คงเหลือจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	379	1,516

การเก็บรวบรวมข้อมูล จากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งได้แก่ อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน กระแสเงินสดรวมสุทธิ ขนาดกิจการ ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม อัตราหนี้สินต่อทุนและราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากข้อมูลทางเว็บไซต์ www.setsmart.com ผ่านระบบอินเทอร์เน็ต ระหว่างปี 2561 ถึงปี 2564 รวมระยะเวลา 4 ปี โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินในช่วงเวลาที่ได้รับผลกระทบจากโควิด-19 ตั้งแต่ปี 2561 ถึงปี 2562 และช่วงเวลาที่ได้รับผลกระทบจากโควิด-19 ตั้งแต่ปี 2563 ถึงปี 2564 เพื่อใช้เป็นข้อมูลวิเคราะห์ความเหมาะสม และมีช่วงเวลาที่เพียงพอต่อการพิจารณาเปรียบเทียบของผลกระทบวิกฤตโควิด-19 ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินและข้อมูลทางการเงินจากฐานข้อมูล SETSMART ได้ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ทั้งหมด 1,516 ชุด โดยมีลักษณะข้อมูลแบบ Balanced Panel Data

การวัดค่าตัวแปร งานวิจัยนี้มีการวัดด้วยตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุมและตัวแปรกำกับ ดังนี้

ตัวแปรตาม คือ ราคาหุ้น (P) วัดค่าจากราคาหุ้น ณ วันที่บริษัทนำส่งงบการเงินประจำปี

ตัวแปรอิสระ ที่ใช้ในการวัดค่าประกอบด้วย 7 ตัวแปร ดังนี้ อัตรากำไรสุทธิ (NPM) วัดมูลค่าจากกำไรสุทธิหลังภาษีหารด้วยยอดขายสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) วัดมูลค่าจากกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) วัดมูลค่าจากกำไรสุทธิหารด้วยส่วนผู้ถือหุ้น กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) วัดมูลค่าจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสุทธิของบริษัทหารด้วยสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) วัดมูลค่าจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุนสุทธิของบริษัทหารด้วยสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFF) วัดมูลค่าจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินสุทธิของบริษัทหารด้วยสินทรัพย์รวม และกระแสเงินสดรวมสุทธิ (NCF) วัดมูลค่าจากกระแสเงินสดรวมสุทธิของบริษัทหารด้วยสินทรัพย์รวม

ตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย ขนาดกิจการ (SIZE) วัดมูลค่าจาก Natural Logarithms ของยอดขายสินทรัพย์รวมในงบแสดงฐานะการเงิน อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DE) วัดมูลค่าจากหนี้สินรวมหารด้วยส่วนผู้ถือหุ้นรวม กลุ่มอุตสาหกรรม (IND) และปี (Year)

ตัวแปรกำกับ คือ วิกฤตโควิด-19 (COVID) กำหนดให้ปี 2561-2562 คือช่วงเวลาก่อนเกิดวิกฤตโควิด-19 และปี 2563-2564 คือช่วงเวลาเกิดวิกฤตโควิด-19 ในประเทศไทย

การวิเคราะห์ข้อมูล การวิเคราะห์ข้อมูลสำหรับการศึกษาค้างนี้ ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์วิธีสหสัมพันธ์ (Correlation) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) โดยการวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็น 3 ส่วนดังนี้ ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์คุณลักษณะทางสถิติเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อบรรยายถึงลักษณะของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา ซึ่งแสดงด้วย ร้อยละ (Percentage) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Min) ค่าสูงสุด (Max) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) ส่วนที่ 2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระ และระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรอิสระแต่ละตัวเพื่อเป็นการทดสอบปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ในเบื้องต้นโดยวิธีสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation) โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ต้องมีค่าไม่เกิน 0.8 ถึงจะไม่มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรอิสระ (Kumari, 2008) ส่วนที่ 3 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ศึกษาโดยวิธีการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบผลกระทบวิกฤตโควิด-19 ที่มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน กระแสเงินสดรวมสุทธิกับราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2561 ถึงปี 2564 รวมระยะเวลา 4 ปี โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินในช่วงเวลาก่อนได้รับผลกระทบจากวิกฤตโควิด-19 ตั้งแต่ปี 2561 ถึงปี 2562 และช่วงเวลาที่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตโควิด-19 ตั้งแต่ปี 2563 ถึงปี 2564 ดังนี้

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{COVID} + \beta_2 \text{NPM}_{it} + \beta_3 \text{COVID} * \text{NPM}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{DE}_{it} + \beta_{6-11} \text{IND}_i + \beta_{12-14} \text{Year}_t + \varepsilon_{it} \quad \text{-- (1)}$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{COVID} + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{COVID} * \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{DE}_{it} + \beta_{6-11} \text{IND}_i + \beta_{12-14} \text{Year}_t + \varepsilon_{it} \quad \text{-- (2)}$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{COVID} + \beta_2 \text{ROE}_{it} + \beta_3 \text{COVID} * \text{ROE}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{DE}_{it} + \beta_{6-11} \text{IND}_i + \beta_{12-14} \text{Year}_t + \varepsilon_{it} \quad \text{-- (3)}$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{COVID} + \beta_2 \text{CFO}_{it} + \beta_3 \text{COVID} * \text{CFO}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{DE}_{it} + \beta_{6-11} \text{IND}_i + \beta_{12-14} \text{Year}_t + \varepsilon_{it} \quad \text{-- (4)}$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{COVID} + \beta_2 \text{CFI}_{it} + \beta_3 \text{COVID} * \text{CFI}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{DE}_{it} + \beta_{6-11} \text{IND}_i + \beta_{12-14} \text{Year}_t + \varepsilon_{it} \quad \text{-- (5)}$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{COVID} + \beta_2 \text{CFF}_{it} + \beta_3 \text{COVID} * \text{CFF}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{DE}_{it} + \beta_{6-11} \text{IND}_i + \beta_{12-14} \text{Year}_t + \varepsilon_{it} \quad \text{-- (6)}$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{COVID} + \beta_2 \text{NCF}_{it} + \beta_3 \text{COVID} * \text{NCF}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{DE}_{it} + \beta_{6-11} \text{IND}_i + \beta_{12-14} \text{Year}_t + \varepsilon_{it} \quad \text{-- (7)}$$

โดยที่

- P_{it} คือ ราคาหุ้นของบริษัท i ในปี t
- NPM_{it} คือ อัตรากำไรสุทธิของบริษัท i ในปี t
- ROA_{it} คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท i ในปี t
- ROE_{it} คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ในปี t
- CFO_{it} คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัท i ในปี t
- CFI_{it} คือ กระแสเงินสดจากการลงทุนของบริษัท i ในปี t
- CFF_{it} คือ กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินของบริษัท i ในปี t
- NCF_{it} คือ กระแสเงินสดรวมสุทธิของบริษัท i ในปี t หาดด้วยสินทรัพย์รวมปีที่ $t-1$
- COVID คือ วิกฤตโควิด-19 โดย 1 แทนปีที่เกิดวิกฤตโควิด-19 (ปี 2563-2564) และ 0 แทนอื่น ๆ
- $SIZE_{it}$ คือ ขนาดกิจการของบริษัท i ในปี t วัดค่าจาก Natural logarithms ของยอดสินทรัพย์รวม
- DE_{it} คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัท i ในปี t
- IND_i คือ กลุ่มอุตสาหกรรม 7 กลุ่ม กำหนดให้การวัดค่าเป็นตัวแปรหุ่นจำนวน 6 ตัวแปร โดยแทนค่า 1 คืออุตสาหกรรมนั้น ๆ และ 0 แทนอื่น ๆ
- $Year_t$ คือ ปี โดย 1 แทนปีนั้น ๆ และ 0 แทนอื่น ๆ

ผลการวิจัย

ต่อไปนี้เป็นผล การวิเคราะห์คุณลักษณะทางสถิติเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา ซึ่งแสดงด้วย ร้อยละ ค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ซึ่งแสดงไว้ในตารางที่ 3

ตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

Variable	Mean	Minimum	Maximum	Std. Deviation
P	10.427	0.050	77.750	13.656
NPM	6.391	-89.403	94.704	14.591
ROA	4.289	-25.545	42.393	6.377
ROE	7.482	-47.010	68.928	11.963
CFO	0.068	-0.419	0.513	0.087
CFI	-0.044	-0.574	0.446	0.081
CFF	-0.020	-0.528	0.726	0.098
NCF	0.074	-0.002	0.619	0.079
SIZE	22.677	19.831	28.753	1.500
DE	119.662	1.055	2,065.205	130.571

จากตารางที่ 3 ผลวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาสำหรับตัวแปรตาม ได้แก่ ราคาหุ้น (P) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.050 ค่าสูงสุดเท่ากับ 77.750 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 10.427 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 13.656 อัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -89.403 ค่าสูงสุดเท่ากับ 94.704 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.391 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 14.591 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -25.545 ค่าสูงสุดเท่ากับ 42.393 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.289 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 6.377 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -47.010 ค่าสูงสุดเท่ากับ 68.928 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 7.482 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 11.963 กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.419 ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.513 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.068 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.087 กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.574 ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.446 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.044 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.081 กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFF) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.528 ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.726 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.020 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.098 กระแสเงินสดรวมสุทธิ (NCF) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.002 ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.619 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.074 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.079 ขนาดกิจการ (SIZE) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 19.831 ค่าสูงสุดเท่ากับ 28.753 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 22.677 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.500 และอัตราหนี้สินต่อทุน (DE) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 1.055 ค่าสูงสุดเท่ากับ 2,065.205 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 119.662 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 130.571

ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ศึกษา โดยวิธีสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation) และเพื่อทดสอบปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ในเบื้องต้นพบว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรอิสระ เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าไม่เกิน 0.8 (Kumari, 2008) ซึ่งแสดงไว้ในตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ Pearson Correlation

	P	NPM	ROA	ROE	CFO	CFI	CFF	NCF	SIZE	DE
P	1	0.233***	0.358***	0.329***	0.183***	-0.121***	-0.043	0.095***	0.367***	-0.031
NPM		1	0.629***	0.605***	0.184***	-0.057**	-0.076***	0.013	0.168***	-0.091***
ROA			1	0.704***	0.393***	-0.083***	-0.234***	0.116***	0.021	-0.192***
ROE				1	0.293***	-0.081***	-0.146***	0.062**	0.099***	-0.023
CFO					1	-0.224***	-0.584***	0.185***	-0.068***	-0.159***
CFI						1	-0.441***	0.076***	-0.073***	-0.122***
CFF							1	-0.016	0.152***	0.241***
NCF								1	-0.150***	-0.353***
SIZE									1	0.465***

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

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

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุตามตัวแบบที่ 1 ตัวแบบที่ 2 และตัวแบบที่ 3

Variable	Model 1			Model 2			Model 3		
	Coeff.	t	p-value	Coeff.	t	p-value	Coeff.	t	p-value
CONST	2.136	4.471	0.001***	1.256	2.656	0.008***	1.786	3.857	0.001***
COVID	-0.278	-3.614	0.001***	-0.315	-3.689	0.001***	-0.305	-3.624	0.001***
NPM	0.032	6.931	0.001***	-	-	-	-	-	-
ROA	-	-	-	0.094	10.840	0.001***	-	-	-
ROE	-	-	-	-	-	-	0.048	10.680	0.001***
COVID*NPM (H1)	-0.012	-2.015	0.045**	-	-	-	-	-	-
COVID*ROA (H2)	-	-	-	-0.026	-2.275	0.024**	-	-	-
COVID*ROE (H3)	-	-	-	-	-	-	-0.013	-2.137	0.033**
SIZE (Control)		Yes			Yes			Yes	
DE (Control)		Yes			Yes			Yes	
IND (Control)		Yes			Yes			Yes	
YEAR (Control)		Yes			Yes			Yes	
n = 1,516	F = 57.173***			F = 65.625***			F = 68.568***		
	p-value = 0.001			p-value = 0.001			p-value = 0.001		
	Adjusted R ² = 0.3319			Adjusted R ² = 0.3941			Adjusted R ² = 0.3820		
	Max VIF = 2.613			Max VIF = 2.760			Max VIF = 2.729		
	Durbin-Watson = 1.411			Durbin-Watson = 1.400			Durbin-Watson = 1.401		

Note: All models used robust heteroskedasticity and autocorrelation consistent (HAC) standard errors.

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

จากตารางที่ 5 แสดงผลการวิเคราะห์ทั้ง 3 ตัวแบบการศึกษา ดังนี้

ตัวแบบการศึกษาที่ 1 พบว่าปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 (COVID) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ -0.278 ค่านัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.001 และอัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ 0.032 ค่านัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.001 เมื่อพิจารณาการทาบฏสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 กับอัตรากำไรสุทธิ (COVID*NPM) พบว่าสถานการณ์โควิด-19 ส่งผลกระทบบเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตรากำไรสุทธิต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ -0.012 ค่านัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.045 จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 1 แสดงให้เห็นว่าในปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นลดลงเมื่อเทียบกับปีก่อนเกิดสถานการณ์โควิด-19 นอกจากนี้ ผลการวิเคราะห์ภาพรวมของแบบจำลองพบว่า F มีค่าเท่ากับ 57.173 p-value มีค่าเท่ากับ 0.001 และ Adjusted R² มีค่าเท่ากับ 33.19%

ตัวแบบการศึกษาที่ 2 พบว่าปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 (COVID) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ -0.315 คำนัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.001 และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ 0.094 คำนัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.001 เมื่อพิจารณาการทำปฏิสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (COVID*ROA) พบว่าสถานการณ์โควิด-19 ส่งผลกระทบบเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ กับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ -0.026 คำนัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.024 จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 2 แสดงให้เห็นว่าในปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นลดลงเมื่อเทียบกับปีก่อนเกิดสถานการณ์โควิด-19 นอกจากนี้ ผลการวิเคราะห์ภาพรวมของแบบจำลองพบว่า F มีค่าเท่ากับ 66.625 p-value มีค่าเท่ากับ 0.001 และ Adjusted R^2 มีค่าเท่ากับ 39.41%

ตัวแบบการศึกษาที่ 3 พบว่าปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 (COVID) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ -0.305 คำนัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.001 และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ 0.048 คำนัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.001 เมื่อพิจารณาการทำปฏิสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (COVID*ROE) พบว่าสถานการณ์โควิด-19 ส่งผลกระทบบเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ -0.013 คำนัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.033 จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 3 แสดงให้เห็นว่าในปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นลดลงเมื่อเทียบกับปีก่อนเกิดสถานการณ์โควิด-19 นอกจากนี้ ผลการวิเคราะห์ภาพรวมของแบบจำลองพบว่า F มีค่าเท่ากับ 68.568 p-value มีค่าเท่ากับ 0.001 และ Adjusted R^2 มีค่าเท่ากับ 38.20%

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุตามตัวแบบที่ 4 และตัวแบบที่ 5

Variable	Model 4			Model 5		
	Coeff.	t	p-value	Coeff.	t	p-value
CONST	1.062	2.275	0.023**	1.559	3.266	0.001***
COVID	-0.251	-3.183	0.001***	-0.196	-2.693	0.001***
CFO	3.374	7.234	0.001***	-	-	-
CFI	-	-	-	-1.899	-3.771	0.001***
COVID*CFO (H4)	-1.211	-1.818	0.070**	-	-	-
COVID*CFI (H5)	-	-	-	-0.462	-0.560	0.576
SIZE (Control)		Yes			Yes	
DE (Control)		Yes			Yes	
IND (Control)		Yes			Yes	
YEAR (Control)		Yes			Yes	
n = 1,516		F = 61.779***			F = 57.926***	
		p-value = 0.001			p-value = 0.001	
		Adjusted R ² = 0.3173			Adjusted R ² = 0.3001	
		Max VIF = 2.610			Max VIF = 2.278	
		Durbin-Watson = 1.368			Durbin-Watson = 1.372	

Note: All model used robust heteroskedasticity and autocorrelation consistent (HAC) standard errors.

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

จากตารางที่ 6 แสดงผลการวิเคราะห์ทั้ง 2 ตัวแบบการศึกษา ดังนี้

ตัวแบบการศึกษาที่ 4 พบว่าปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 (COVID) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ -0.251 คำนวณได้เท่ากับ 0.001 และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ 3.374 คำนวณได้เท่ากับ 0.001 เมื่อพิจารณาการทำปฏิสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 กับกระแสเงินสดจากการลงทุน (COVID*CFO) พบว่าสถานการณ์โควิด-19 ส่งผลกระทบบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับราคาหุ้น มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ -1.211 คำนวณได้เท่ากับ 0.070 จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 4 แสดงให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในช่วงก่อนและช่วงเกิดวิกฤตโควิด-19 แตกต่างกัน นอกจากนี้ ผลการวิเคราะห์ภาพรวมของแบบจำลองพบว่า F มีค่าเท่ากับ 61.779 p-value มีค่าเท่ากับ 0.001 และ Adjusted R² มีค่าเท่ากับ 31.73%

ตัวแบบการศึกษาที่ 5 พบว่าปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 (COVID) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ -0.196 คำนัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.001 และกระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ -1.899 คำนัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.001 เมื่อพิจารณาการทำปฏิสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 กับกระแสเงินสดจากการลงทุน (COVID*CFI) พบว่าสถานการณ์โควิด-19 ไม่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากการลงทุนกับราคาหุ้น มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ -0.462 คำนัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.576 จึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 5 แสดงให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกระแสเงินสดจากการลงทุนในช่วงก่อนและช่วงเกิดวิกฤตโควิด-19 ไม่แตกต่างกัน นอกจากนี้ ผลการวิเคราะห์ภาพรวมของแบบจำลองพบว่า F มีค่าเท่ากับ 57.926 p-value มีค่าเท่ากับ 0.001 และ Adjusted R^2 มีค่าเท่ากับ 30.01%

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุตามตัวแบบที่ 6 และตัวแบบที่ 7

Variable	Model 6			Model 7		
	Coeff.	t	p-value	Coeff.	t	p-value
CONST	1.306	2.844	0.005***	1.306	2.768	0.006***
COVID	-0.183	-2.899	0.004***	-0.136	-1.669	0.096*
CFF	-1.259	-3.065	0.002***	-	-	-
NCF	-	-	-	1.535	2.518	0.012**
COVID*CFF (H6)	0.642	1.035	0.301	-	-	-
COVID*NCF (H7)	-	-	-	0.461	0.545	0.586
SIZE (Control)		Yes			Yes	
DE (Control)		Yes			Yes	
IND (Control)		Yes			Yes	
YEAR (Control)		Yes			Yes	
n = 1,516		F = 57.039***			F = 58.294***	
		p-value = 0.001			p-value = 0.001	
		Adjust R^2 = 0.2916			Adjust R^2 = 0.2959	
		Max VIF = 2.273			Max VIF = 3.041	
		Durbin-Watson = 1.374			Durbin-Watson = 1.383	

Note: All model used robust heteroskedasticity and autocorrelation consistent (HAC) standard errors.

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

จากตารางที่ 7 แสดงผลการวิเคราะห์ทั้ง 2 ตัวแบบการศึกษา ดังนี้

ตัวแบบการศึกษาที่ 6 พบว่าปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 (COVID) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ -0.183 คำนัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.004 และกระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFF) มี

ความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ -1.259 ค่านัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.002 เมื่อพิจารณาการทาบฏสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 กับกระแสเงินสดจากการลงทุน ($COVID * CFF$) พบว่าสถานการณ์โควิด-19 ไม่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากการจัดหาเงินกับราคาหุ้น มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ 0.642 ค่านัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.301 จึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 6 แสดงให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกระแสเงินสดจากการจัดหาเงินในช่วงก่อนและช่วงเกิดวิกฤตโควิด-19 ไม่แตกต่างกัน นอกจากนี้ผลการวิเคราะห์ภาพรวมของแบบจำลองพบว่า F มีค่าเท่ากับ 57.039 p-value มีค่าเท่ากับ 0.001 และ Adjusted R^2 มีค่าเท่ากับ 29.16%

ตัวแบบการศึกษาที่ 7 พบว่าปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 (COVID) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ -0.136 ค่านัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.096 และกระแสเงินสดรวมสุทธิ (NCF) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ 1.535 ค่านัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.012 เมื่อพิจารณาการทาบฏสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 กับกระแสเงินสดรวมสุทธิ ($COVID * NCF$) พบว่าสถานการณ์โควิด-19 ไม่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากการจัดหาเงินกับราคาหุ้น มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (Coefficients) เท่ากับ 0.461 ค่านัยสำคัญ (p-value) ที่คำนวณได้เท่ากับ 0.586 จึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 7 แสดงให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกระแสเงินสดรวมสุทธิในช่วงก่อนและช่วงเกิดวิกฤตโควิด-19 ไม่แตกต่างกัน นอกจากนี้ ผลการวิเคราะห์ภาพรวมของแบบจำลองพบว่า F มีค่าเท่ากับ 58.294 p-value มีค่าเท่ากับ 0.001 และ Adjusted R^2 มีค่าเท่ากับ 29.59%

ทั้งนี้ จากการทดสอบความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) พบว่าทุกตัวแบบการศึกษาไม่พบปัญหาดังกล่าวเนื่องจากค่า VIF มีค่าไม่เกิน 10 (Belsley, 1991) และจากการตรวจสอบค่าความคาดเคลื่อนเป็นอิสระต่อกัน (Autocorrelation) โดยพิจารณาจากค่าสถิติ Durbin-Watson ของแต่ละตัวแบบพบว่ามีความมากกว่า 1 และน้อยกว่า 3 แสดงว่ามีค่าความคาดเคลื่อนเป็นอิสระต่อกัน (Field, 2009) นอกจากนี้ผู้วิจัยได้บรรเทาปัญหา heteroskedasticity และ autocorrelation ที่อาจจะเกิดขึ้นจากข้อมูลที่มีลักษณะเป็นข้อมูลแบบ Panel Data ด้วยวิธี Robust heteroskedasticity and autocorrelation consistent (HAC) standard errors จากผลการวิจัยผู้วิจัยสามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยได้ดังตารางที่ 8

ตารางที่ 8 ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

วัตถุประสงค์	สมมติฐานการวิจัย	การคาดการณ์	ผลการทดสอบ
วัตถุประสงค์ที่ 1	สมมติฐานการวิจัยที่ 1	วิกฤตโควิด-19 ส่งผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับอัตรากำไรสุทธิ	ยอมรับ
	สมมติฐานการวิจัยที่ 2	วิกฤตโควิด-19 ส่งผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	ยอมรับ
	สมมติฐานการวิจัยที่ 3	วิกฤตโควิด-19 ส่งผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	ยอมรับ
	สมมติฐานการวิจัยที่ 4	ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในช่วงก่อนและช่วงเกิดวิกฤตโควิด-19 แตกต่างกัน	ยอมรับ
วัตถุประสงค์ที่ 2	สมมติฐานการวิจัยที่ 5	ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกระแสเงินสดจากการลงทุนในช่วงก่อนและช่วงเกิดวิกฤตโควิด-19 แตกต่างกัน	ปฏิเสธ
	สมมติฐานการวิจัยที่ 6	ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกระแสเงินสดจากการจัดหาเงินในช่วงก่อนและช่วงเกิดวิกฤตโควิด-19 แตกต่างกัน	ปฏิเสธ
	สมมติฐานการวิจัยที่ 7	ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกระแสเงินสดสุทธิในช่วงก่อนและช่วงเกิดวิกฤตโควิด-19 แตกต่างกัน	ปฏิเสธ

อภิปรายผลการวิจัย

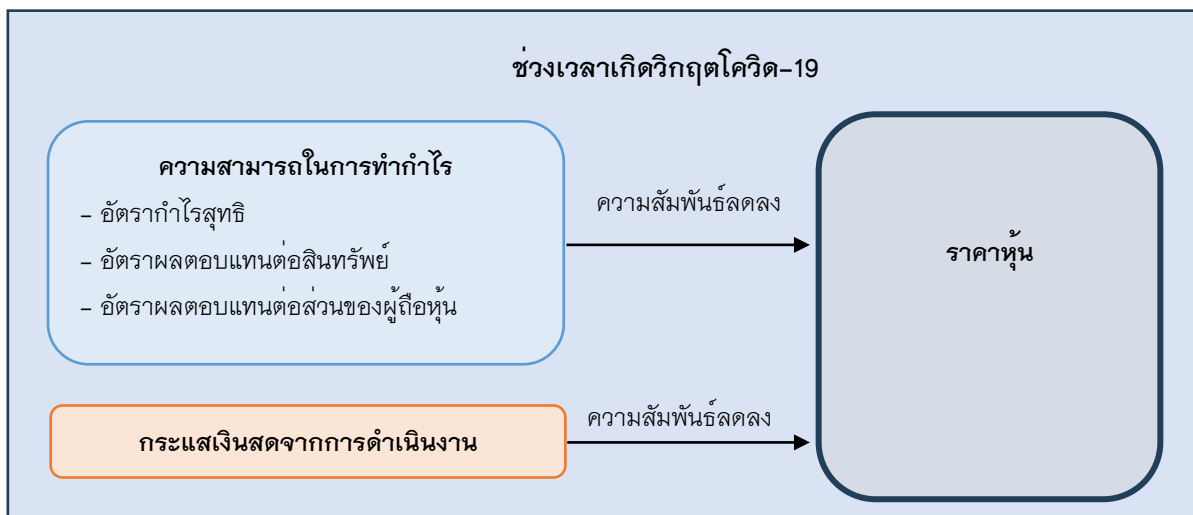
ผลจากการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 1 พบว่า ผลกระทบของวิกฤตโควิด-19 มีผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท นั่นคือ ปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 ส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นลดลงเมื่อเทียบกับปีก่อนเกิดสถานการณ์โควิด-19 ทั้งนี้อาจเป็นเพราะปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 มีผลกระทบทำให้รายได้ลดลง ส่งผลให้กำไรสุทธิลดลงเมื่อเทียบกับปีก่อนเกิดสถานการณ์โควิด-19 จึงส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร เนื่องจากนักลงทุนขาดความเชื่อมั่นและผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้ เช่น ส่วนแบ่งกำไรหรือเงินปันผลลดลง จึงส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทลดลงตามไปด้วย สอดคล้องกับผลวิจัยของ Inchupong (2022), Chalomklang and Chaleampong (2022), Jearanantapisut and Mokhavesa (2021), Suksanguan et al. (2022), Amnim et al. (2021), and Panyagometh (2020)

ผลจากการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 2 พบว่า ผลกระทบของวิกฤตโควิด-19 มีผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกระแสเงินสดการดำเนินงานเท่านั้น นั่นคือปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 ส่งผลให้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นลดลงเมื่อเทียบกับปีก่อนเกิดสถานการณ์โควิด-19 ทั้งนี้อาจเป็นเพราะปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 ทำให้หลายบริษัทถูกบังคับให้หยุดดำเนินการหรือลดกำลังการผลิต เนื่องจากมาตรการปิดเมือง (Lockdown) ทำให้รายได้ลดลงและ

กระแสเงินสดจากการดำเนินงานลดลงทำให้ราคาหุ้นลดลงตามไปด้วยสอดคล้องกับผลวิจัยของ Jearanantapisut and Mokhavesa (2021), and Panyagometh (2020) แต่ในขณะเดียวกันปีที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 ไม่ส่งผลให้กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน และกระแสเงินสดรวมสุทธิกับราคาหุ้น

องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรและกระแสเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงก่อนได้รับผลกระทบจากสถานการณ์วิกฤตโควิด-19 และช่วงเวลาที่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตโควิด-19 ทำให้ทราบผลการทดสอบ โดยพบว่า ช่วงเวลาที่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตโควิด-19 ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นลดลง เมื่อเทียบกับช่วงก่อนได้รับผลกระทบจากวิกฤตโควิด-19 อีกนัยหนึ่งคือ ช่วงเกิดวิกฤตโควิด-19 นักลงทุนไม่ได้ให้ความสำคัญกับการใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนหลักทรัพย์ เนื่องจากวิกฤตโควิด-19 ส่งผลให้กิจการมีรายได้ลดลง สามารถเขียนสรุปองค์ความรู้ใหม่จากผลการวิจัยได้ดังภาพที่ 2



ภาพที่ 2 องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

สรุป

วิกฤตโควิด-19 มีผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อวัดด้วยอัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น การระบาดของโรคนี้ทำให้บริษัท

ต่าง ๆ ต้องเผชิญกับต้นทุนที่สูงขึ้น รายได้ที่ลดลง รวมถึงการเปลี่ยนแปลงในอุปสงค์และอุปทาน ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิลดลงและอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงตามไปด้วย นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังพบว่าวิกฤตโควิด-19 มีผลกระทบเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ทำให้รายได้ลดลงและต้นทุนเพิ่มขึ้น นำมาซึ่งความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจที่มากขึ้น และส่งผลให้นักลงทุนมีความกังวลต่อความเสี่ยงในการลงทุนสูงขึ้น ซึ่งท้ายที่สุดส่งผลต่อราคาหุ้นและการตัดสินใจลงทุน

ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัย ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์

ผลจากการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 1 พบว่า ความสามารถในการทำกำไร คืออัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหุ้น ดังนั้น ในช่วงวิกฤต เช่น โควิด-19 บริษัทควรเฝ้าระวังในการรักษาระดับความสามารถในการทำกำไร ได้แก่ อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มิให้ตกต่ำเนื่องจากปัจจัยเหล่านี้มีผลเชิงลบต่อราคาหุ้น

ผลจากการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 2 พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้น ดังนั้น ฝ่ายบริหารควรตรวจสอบและปรับปรุงการจัดเก็บหนี้และบริหารต้นทุน รวมถึงการเพิ่มยอดขายเพื่อเพิ่มกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้น

2. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

งานวิจัยนี้ได้ข้อค้นพบถึงความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรและกระแสเงินสด ซึ่งความสามารถในการทำกำไรทำการศึกษาเฉพาะอัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่วนกระแสเงินสดวัดด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน และกระแสเงินสดรวมสุทธิ สำหรับประเด็นในการทำวิจัยครั้งต่อไปควรศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค เช่น อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย และสถานะเศรษฐกิจโดยรวม ที่มีต่อความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสด และราคาหุ้น และปัจจัยเชิงคุณภาพ เช่น การจัดการองค์กร ความโปร่งใสในการบริหารองค์กร วัฒนธรรมองค์กร และการปฏิบัติตามหลักธรรมาภิบาล รวมถึงการศึกษาผลกระทบในช่วงเวลาหลังเกิดสถานการณ์โควิด-19 ที่อาจมีผลต่อราคาหุ้น เป็นต้น

References

- Abbas, Y., & Nainggolan, Y. A. (2023). Profit, cash flow, and leverage: the case of ASEAN stock market performance during the COVID-19 pandemic. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 13(5), 898–921. <https://doi.org/10.1108/JAEE-09-2021-0294>
- Amnim, O. E. L., Aipma, O. P. C., & Obiora, C. F. (2021). Impact of COVID-19 pandemic on liquidity and profitability of firms in Nigeria. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 11(3), 1331–1344. <http://dx.doi.org/10.6007/IJARBS/v11-i3/9229>
- Bank of Thailand. (2021). *Financial measures to assist in the recovery of businesses affected by the COVID-19 outbreak*. Retrieved December 25, 2022, from https://www.bot.or.th/Thai/AboutBOT/Activities/Pages/JointPress_COVID19.aspx
- Belsley, D. A. (1991). A guide to using the collinearity diagnostics. *Computer Science in Economics and Management*, 4(1), 33–50. <https://doi.org/10.1007/BF00426854>
- Chalomklang, C., & Chaleampong, P. (2022). Coronavirus Disease 2019 (COVID-19) and firm performance of Thai listed company. *Journal of Humanities and Social Sciences Thonburi University*, 16(2), 125–134. Retrieved from <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/trujournal/article/view/255327>
- Chhaochharia, V., & Laeven, L. (2014). Corporate governance and default risk in emerging markets. *Journal of Financial Stability*, 10, 40–51. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2013.02.001>
- Donthu, N., & Gustafsson, A. (2020). Effects of COVID-19 on business and research. *Journal of Business Research*, 117, 284–289. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.06.008>
- Field, A. (2009). *Discovering statistics using SPSS*. London: SAGE.
- Fullana, O., González, M., & Toscano, D. (2021). The role of assumptions in Ohlson model performance: lessons for improving equity-value modeling. *Mathematics*, 9(5), 513. <https://doi.org/10.3390/math9050513>
- Inchupong, J. (2022). The impact of coronavirus disease 2019 (COVID-19) pandemic on Thailand's capital market. *Journal of Management Science Chiangrai Rajabhat University*, 17(1), 67–96. Retrieved from <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/jmscr/article/view/255988>
- Jearanantapisut, T. & Mokhavesa, B. (2021). The relationship between cash flows and profitability with stock valuation: assessment of the listed companies under real estate and construction category on the stock exchange of Thailand. *Journal of MCU Nakhondhat*, 8(11), 341–359. Retrieved from <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/JMND/article/view/256980>

- Kobkanjanapued, Y., & Chotkunakitti, P. (2021). Value relevance of book value, accounting earnings and operating cash flows in explaining security prices of Thai listed companies during the COVID–19 situation. *Rajapark Journal*, 15(40), 79–95. Retrieved from <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RJPJ/article/view/250314>
- Kumar, A., & Singh, D. (2024). Adaptive capital management and its effect on ROE during economic fluctuations. *International Journal of Finance & Accounting*, 39(1), 34–48.
- Kumari, S. S. (2008). Multicollinearity: estimation and elimination. *Journal of Contemporary Research in Management*, 3(1), 87–95. Retrieved from <https://jcrm.psgim.ac.in/index.php/jcrm/article/view/11>
- Lai, C. C., Shih, T. P., Ko, W. C., Tang, H. J., & Hsueh, P. R. (2020). Severe acute respiratory syndrome coronavirus 2 (SARS–Cov–2) and coronavirus disease–2019 (COVID–19): The epidemic and the challenges. *International Journal of Antimicrobial Agents*, 55(3), 105924. <https://doi.org/10.1016/j.ijantimicag.2020.105924>
- Nugroho, D. S., & Pertiwi, M. I. (2021). Stock price reaction when COVID–19 exist: moderating by firm's operating cash flow. *Jurnal Ekonomi Malaysia*, 55(1), 1–16.
- Ohlson, J. (1995). Earning, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11, (2), 661–687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Panyagometh, K. (2020). The effects of pandemic event on the stock exchange of Thailand. *Economies*, 8(4), 90. <https://doi.org/10.3390/economies8040090>
- Phakdee, A., & Srijunpetch, S. (2022). Accounting conservatism and earnings management of Thai listed companies under the coronavirus disease 2019 (COVID–19) pandemic (COVID–19). *Journal of Business Administration*, 11(2), 160–180. Retrieved from <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/apheitvu/article/view/258261>
- Sawatkulsiri, T. & Mokhavesa, B. (2021). The relationship between cash flow and return on assets and the rate of change in securities prices of SET50 registration in the stock exchange of Thailand. *Journal of MCU Nakhondhat*, 8(11), 373–385. Retrieved from <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/JMND/article/view/256982>
- Srijunpetch, S., Boonlert–U–Tha, K., & Phakdee, A. (2022). *Financial reports and analysis*. Bangkok: TPN.

- 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 and Social Sciences*, 5(4), 1583–1600. Retrieved from https://so04.tci-thaijo.org/index.php/jmhs1_s/article/view/260657
- Thailand federation of accounting professions. (2023). *Accounting standards No. 7*. Retrieved January 5, 2023, from <https://www.tfac.or.th/upload/9414/OTtYqnyEg8.pdf>
- Thawanratphokin, T. (2024). Cash flow, profitability and guidelines for valuing shares of listed financial industry groups in the stock exchange of Thailand. *Journal of Graduate Studies Network in Northern Rajabhat Universities*, 14(1), 39–51. Retrieved from <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/JGNRU/article/view/266593>
- Toommanon, V. (2021). *TAS7 Preparation of cash flow statements. combined cash flow statement*. Bangkok: Dharmniti.
- Wang, P. (2023). A modified Ohlson (1995) model and its applications. *European Accounting Review*, 32(3), 663–691. <https://doi.org/10.1080/09638180.2021.1993949>
- World Health Organization. (2021), *WHO coronavirus (COVID-19)*. Retrieved 20 December 2022, from: <https://covid19.who.int>
- Yangklan, P., & Yodrach, W. (2022). Relationship between cash flow and profitability of listed in the stock exchange of Thailand. *The Journal of Development Administration Research*, 12(3), 518–532. Retrieved from <https://so01.tci-thaijo.org/index.php/JDAR/article/view/260372>
- Yangprasert, S. (2023). The relationship of cash flows to operating returns and stock value of companies listed on the stock exchange of Thailand real estate and construction industry. *Journal of Management Science Review*, 25(2), 92–105. Retrieved from <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/msaru/article/view/269671>