

ผลกระทบของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ต่ออิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่ส่งผล
ต่อความสามารถในการดำเนินงานและการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Impact of Coronavirus 2019 on the Influence of Business Specific Factors on Firm
Performance and Cash Holding: Evidence From The Stock Exchange of Thailand

บุญญานูช ชีวเกียรติยิ่งยง¹ และอัสวเทพ อากาศวิภาต²

Boonyanuch Cheewakiatyingyong¹ and Ausawatap Akartwipart²

Received : May 16, 2023 Revised : September 13, 2023 Accepted : September 14, 2023

บทคัดย่อ

การศึกษาวิจัยในครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ต่ออิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่ส่งผลต่อความสามารถในการดำเนินงานและการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนทั้งสิ้น 411 บริษัท โดยนำปัจจัยเฉพาะของบริษัทเป็นตัวชี้วัด ได้แก่ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราการเติบโตของรายได้ ในขณะที่ความสามารถในการดำเนินงาน วัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ โดยเก็บข้อมูลจากงบการเงินรายปี ช่วงระยะเวลา 6 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2560 - พ.ศ.2565 โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ ผลการศึกษาพบว่า โรคไวรัสโคโรนา 2019 มีผลกระทบต่ออิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่ใช้ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราการเติบโตของรายได้เป็นตัวชี้วัดส่งผลต่อ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และการถือครองเงินสด ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งผู้วิจัยเสนอว่าหากผู้บริหารพิจารณาจากผลการดำเนินงาน (อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น) ควรให้ความสำคัญกับอัตราการเติบโตของรายได้ แต่หากพิจารณาจากการถือครองเงินสดควรให้ความสำคัญกับขนาดของบริษัท

คำสำคัญ : โรคไวรัสโคโรนา 2019 ปัจจัยเฉพาะของบริษัท ความสามารถในการดำเนินงาน การถือครองเงินสด

^{1,2} อาจารย์ คณะบริหารธุรกิจและนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยพะเยา

² Lecturer, School of Business and Communication Arts, University of Phayao

Corresponding author E-mail: ausawatap.ak@up.ac.th

Abstract

This study aimed to determine the impacts of the Coronavirus 2019 on business-specific factors, the firm performance, and cash holdings of companies listed on the Stock Exchange of Thailand, totaling 411 companies. Investigated business-specific factors included the size of the business, debt-to-equity ratio, working capital ratio, and revenue growth rate while the firm performance factors included the rate of return on total assets, and return on equity and cash holdings of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. Secondary data were utilized by collecting them from annual financial statements for 6 years from 2017 to 2022 and multiple regression analysis was applied. The study found that the Coronavirus 2019 affected business-specific factors used, size of business, working capital ratio, and the growth rate of income as indicators affecting return on total assets, equity, and cash holding at a significance of 0.05. Therefore, the researcher proposed the management to consider the performance (return on total assets and return on equity) and should focus on the revenue growth rate. For considering cash holdings, the size of the business should be considered.

Keywords : Coronavirus 2019, Business specific factors, Firm performance, Cash holdings

1. บทนำ

ในประเทศไทยการแพร่ระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 เริ่มขึ้นในช่วงต้นปี พ.ศ.2563 ซึ่งรัฐบาลได้ออกมาตรการเพื่อควบคุมการแพร่ระบาดของโรคหลากหลาย อันนำมาซึ่งผลกระทบต่อธุรกิจอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ มีการรณรงค์การฉีดวัคซีนแก่ประชาชนในเดือนมิถุนายน พ.ศ.2564 อย่างไรก็ตาม ในช่วงเดือนกรกฎาคม พ.ศ.2564 ถึงเดือนตุลาคม พ.ศ.2564 เป็นช่วงเวลาที่ผู้ติดเชื้อรายวันทั่วประเทศสูงนับหมื่นคน และค่อยๆลดลง เมื่อเดือนมกราคม พ.ศ.2565 และค่อยๆ เพิ่มขึ้นอีกครั้งช่วงเดือนมีนาคม พ.ศ.2565 โดยมีผู้ติดเชื้อมากเกินวันละสองหมื่นคน แต่เมื่อถึงปลายเดือนพฤษภาคม พ.ศ.2565 มีผู้ติดเชื้อลดลง (กระทรวงสาธารณสุข, 2565) รัฐบาลประกาศลดระดับการเตือนภัยนับจาก วันที่ 1 มิถุนายน พ.ศ.2565 เป็นต้นไป (บีบีซี, 2565) จากงานวิจัยของ จินฉา อินซุพงษ์ (2565) ได้ทำการศึกษาผลกระทบของการแพร่ระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ต่อตลาดหุ้นไทยในแต่ละอุตสาหกรรม ในแต่ละช่วงเวลาของการ ช่วงเวลา ปี พ.ศ.2563 พบว่า โรคไวรัสโคโรนา 2019 ส่งผลทางลบต่อตลาดหุ้นไทย แต่ในบางอุตสาหกรรมได้รับผลประโยชน์จากการแพร่ระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 การแพร่ระบาดส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนและตลาดหุ้นไทย โดยพบว่า กำไรสุทธิรวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ.2563 ลดลงถึงร้อยละ 52.70 จากปี พ.ศ.2562 แต่ในปี พ.ศ.2564 กำไรสุทธิรวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 7.18 เมื่อเทียบกับปี พ.ศ.2562 ในขณะที่กำไรสุทธิรวมในไตรมาสที่ 2 ของปี พ.ศ.2565 มียอดสูงสุดในรอบ 5 ปี (ASIA PLUS, 2565) จะเห็นได้ว่า มีการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์เป็นอย่างมากสำหรับปี พ.ศ.2563 แต่ในปี พ.ศ.2564 บริษัทกลับมามีกำไรสูงขึ้นมากกว่าปีก่อนเกิดการระบาดของโรคทั้งที่การระบาดและมาตรการยับยั้งการแพร่ระบาดของรัฐในปี พ.ศ.2564 ยังคงอยู่

การเกิดโรคระบาดเป็นสภาวะของสิ่งแวดล้อมภายนอกของธุรกิจที่ไม่สามารถควบคุมอันส่งผลทั้งต่อเศรษฐกิจ สังคมและกฎหมาย นอกจากการแพร่ระบาดของโรคจะส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมอย่างแตกต่างกันแล้ว ผลกระทบ

ที่เกิดขึ้นอาจมีความแตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลาของการระบาดอันเนื่องมาจากมาตรการ การให้ความช่วยเหลือต่าง ๆ ของภาครัฐ เช่น การกระตุ้นเศรษฐกิจหรือการผ่อนคลายมาตรการการยับยั้งการระบาดของโรค การเปลี่ยนแปลงของ ปัจจัยแวดล้อมที่อยู่ภายนอกองค์กร ยังผลให้องค์กรมีโอกาที่จะได้ประโยชน์จากการเปลี่ยนแปลงหรือมีอุปสรรคต่อ การบรรลุภารกิจก็ได้ (บุญเกียรติ ชีวะตระกูลกิจ, 2559)

โรคไวรัสโคโรนา 2019 สร้างความเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในห่วงโซ่อุปทานนำไปสู่การหยุดชะงักของการ ดำเนินงานของบริษัทซึ่งทำให้รายได้ของบริษัทลดลง (Chari et al., 2022) ในเวลาเดียวกัน ค่าใช้จ่ายที่ต้องจ่ายยังคง มีอยู่ ทั้งการชำระหนี้สินและค่าใช้จ่ายคงที่ เป็นต้น ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ส่งผลต่อกระแสเงินสดของบริษัทในช่วงสถานการณ์ การแพร่ระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 บริษัทต้องรักษาสภาพสภาพคล่องให้ครอบคลุมกับค่าใช้จ่าย อัน เนื่องมาจากความไม่แน่นอนในการดำเนินงานที่เกิดจาก โรคไวรัสโคโรนา 2019 กระแสเงินสดที่เพียงพอจะช่วยให้ บริษัทสามารถรักษาสภาพคล่องไว้ได้ ซึ่งจะช่วยลดความต้องการทางการเงินจากภายนอก และนอกจากนี้การถือเงิน สดที่เหมาะสมจะลดความเสี่ยงในการรีไฟแนนซ์ (Harford et al., 2014)

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมา มีผลการวิจัยในต่างประเทศ พบว่า โรคไวรัสโคโรนา 2019 มี ผลกระทบทั้งด้านบวกและด้านลบต่อผลการดำเนินงานของธุรกิจและมีผลกระทบเชิงลบต่อการถือครองเงินสดใน ระดับที่แตกต่างกันไปในแต่ละลักษณะของบริษัท (Xu & Jin, 2022) นอกจากนี้ งานวิจัยในประเทศไทย พบว่า มี ความสัมพันธ์ระหว่างสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยที่สถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ส่งผลให้อัตราส่วน ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ลดลงในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง แต่ในขณะเดียวกันใน กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีผลการดำเนินงานสูงขึ้น ผลตอบแทนของแต่ละอุตสาหกรรมมีการตอบสนองต่อการแพร่ระบาดในขนาดและทิศทางที่ไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ในช่วงเวลาไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ.2563 ถึงไตรมาส ที่ 1 ของปี พ.ศ.2564 (ชลลดา ชะโลมกลาง และ พรชนก เฉลิมพงษ์, 2565) ซึ่งในประเทศจีน Xu และ Jin (2022) พบว่า การแพร่ระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ส่งผลกระทบต่อการถือครองเงินสดของธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์ อย่างแตกต่างกันตามลักษณะของบริษัท อีกทั้งในประเทศไทยมีการวิจัย พบว่า การถือครองเงินสดอย่างเหมาะสมมี ความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ธัมภาพร อุทัยพัฒนศักดิ์, 2559)

จากการสำรวจข้อมูลเบื้องต้นเพื่อทำการวิจัยครั้งนี้ พบว่า แนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงาน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) กับ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ การถือครอง เงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระหว่างปี พ.ศ.2560- พ.ศ.2565 มีการลดลง อย่างมากจากปี 2560 ถึงปี 2564 อย่างต่อเนื่อง แต่เริ่มเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในปี 2565 จะสังเกตได้ว่าเป็นไปในทิศทางตรง ข้ามกับสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ที่มีการระบาดมากในปี 2563 และ 2564 แต่เริ่มลดลง ในช่วงปี 2565

จากงานวิจัยในอดีตได้พบว่า ปัจจัยเฉพาะของบริษัท ซึ่งในที่นี้หมายถึง ขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สิน รวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน) และ อัตราการเติบโตของรายได้ ต่างมีอิทธิพล ต่อ ผลการ ดำเนินงาน (ROE, ROA) และการถือครองเงินสด ด้วยกันทั้งสิ้น ณัฐจุล รัตนและคณะ (2565) ชลลดา ชะโลมกลาง และ พรชนก เฉลิมพงษ์ (2565) รวิญา ส่งสุข (2565) วัฒนา ศักยชีวกิจ และ กอบกุล จันทโรลิกา (2559) Muhani et al. (2022) Xu และ Jin (2022) Suhendry และ Simorangkir (2021) และ Wibawa และ Nareswari (2019) จึงเป็น ที่น่าสนใจว่าเมื่อมีโรคไวรัสโคโรนา 2019 เข้ามาแทรกหรือก้ำกักระหว่างกลางของตัวแปรที่เป็นปัจจัยเฉพาะซึ่งจัดเป็น

ตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามคือผลการดำเนินงาน (ROE, ROA) และการถือครองเงินสดแล้ว จะเกิดผลที่ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามเดิมนั้นเปลี่ยนไปหรือไม่อย่างไร ด้วยเหตุผลนี้ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาผลกระทบของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ต่ออิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่ส่งผลต่อความสามารถในการดำเนินงานและการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งในประเทศไทยยังไม่มีการศึกษาผลกระทบของโรคไวรัสโคโรนา 2019 กับตัวแปรเหมือนกับการวิจัยที่ได้ศึกษามาก่อน การวิจัยนี้จึงเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารบริษัทที่จะได้หลักฐานเชิงประจักษ์ของผลกระทบของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ที่มีอิทธิพลต่อการดำเนินงานและการถือครองเงินสดเพื่อให้ผู้บริหารได้ตระหนักที่จะพิจารณาดำเนินการในส่วนที่เกี่ยวข้องอย่างเหมาะสมในสถานการณ์ที่เกิดโรคระบาดหรือเมื่อเกิดสถานการณ์จากสิ่งแวดล้อมภายนอกที่ไม่คาดคิดซึ่งอาจเกิดขึ้นในอนาคต รวมทั้งนักลงทุนที่ใช้อัตราส่วนทางการเงินเพื่อวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานจากงบการเงินประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยพิจารณาจากความสามารถในการก่อให้เกิดกำไรและการถือครองเงินสดในสถานการณ์ที่สิ่งแวดล้อมส่งผลกระทบต่อการทำงานที่อาจเกิดขึ้นเช่นเดียวกับที่เกิดขึ้นในช่วงการระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019

วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ต่ออิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ต่ออิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องและสมมติฐานในการวิจัย

2.1 การจัดการเชิงกลยุทธ์

การจัดการเชิงกลยุทธ์คือการจัดการตามวัตถุประสงค์ โดยที่วัตถุประสงค์นั้นได้รับการทบทวนให้เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนไป ซึ่งการเปลี่ยนแปลงนั้น อาจทำให้องค์กรมีโอกาสที่จะได้ประโยชน์หรือเกิดอุปสรรคก็ได้ ปัจจัยสิ่งแวดล้อมแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่ สิ่งแวดล้อมทั่วไป (General Environment) คือ สิ่งแวดล้อมทั่วไปที่มีอิทธิพลต่อการดำเนินงานของบริษัทเช่น เทคโนโลยี ภาวะเศรษฐกิจ สังคมและวัฒนธรรม ประชากร การเมืองและกฎหมาย รวมถึงสถานะของโลกาภิวัตน์ เป็นต้น และ สิ่งแวดล้อมด้านการงาน (Task Environment) คือ สิ่งแวดล้อมที่มีอิทธิพลโดยตรงต่อธุรกิจซึ่งทำให้อุบัติการณ์ประสบความสำเร็จหรือล้มเหลวได้ ได้แก่ ลูกค้า คู่แข่งขัน ผู้จัดหาวัตถุดิบ เป็นต้น ผู้ประกอบการต้องพิจารณาสี่แวดล้อมทั้งหมดอย่างสม่ำเสมอเพื่อประกอบการวางแผนทั้งในยามปกติและในยามที่เกิดความผันผวนเปลี่ยนแปลงของสิ่งแวดล้อมอย่างกระทันหันเช่นในสถานการณ์ที่เกิดโรคไวรัสโคโรนา 2019 มีหลักฐานแสดงว่าการที่ผู้ประกอบการพิจารณาตรวจสอบปัจจัยแวดล้อมอย่างสม่ำเสมอมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลกำไรของธุรกิจ (บุญเกียรติ ธีระตระกูลกิจ, 2559)

2.2 งบการเงินและอัตราส่วนทางการเงิน

บริษัทที่มีหุ้นเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีหน้าที่จัดทำและส่งงบการเงินต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้ผู้ลงทุนได้ใช้ข้อมูลดังกล่าวประกอบการตัดสินใจลงทุน งบการเงินให้ข้อมูลเกี่ยวกับฐานะการเงิน ผลประกอบการ และการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงิน งบการเงินของบริษัทเป็นข้อมูลหนึ่งที่ผู้บริหารใช้ตรวจสอบระดับความเข้มแข็งทางการเงินภายในบริษัทและ ยังสามารถใช้เปรียบเทียบฐานะการเงินและผลการดำเนินงานกับบริษัทอื่น ๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกันด้วย การตรวจสอบด้วยการวิเคราะห์งบการเงินจะช่วยให้ผู้บริหารค้นหาจุดอ่อน และจุดแข็งจากผลการดำเนินงานในเชิงปริมาณได้และนำไปหา

กลยุทธ์ที่จะใช้ปรับปรุงการดำเนินงานต่อไป งบการเงินจึงเป็นข้อมูลที่สำคัญแหล่งหนึ่ง ที่จะช่วยเป็นจุดเริ่มต้นในการสร้างความคาดหวังจากแนวโน้มที่นักลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์สังเกตได้ การหาความสัมพันธ์ระหว่างรายการบัญชีอย่างน้อย 2 รายการ โดยแสดงในรูปอัตราส่วนนั้นเรียกว่าการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio Analysis) ซึ่งการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินนั้นมีอัตราส่วนที่สำคัญประกอบด้วย อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2565) ในงานวิจัยนี้ ใช้ข้อมูลจากงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินเป็นปัจจัยเฉพาะของธุรกิจซึ่งจัดเป็นตัวแปรต้นจำนวน 4 ตัวแปร คือ ขนาดของบริษัท (Firm Size) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt Ratio) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio) และอัตราการเติบโตของรายได้ (Sale Growth Rate) สำหรับตัวแปรตามจำนวน 3 ตัวแปรนั้น ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และการถือครองเงินสด (Cash Holding) ซึ่งจะได้กล่าวถึงอย่างละเอียดในลำดับถัดไป

2.3 ทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory)

ทฤษฎีนี้ถูกเสนอเป็นครั้งแรกโดย Kraus และ Litzenberger (1973) มีแนวคิดว่าการก่อหนี้มากขึ้นนั้นแม้จะมีประโยชน์ในทางภาษี แต่บริษัทก็จะเผชิญกับความตึงเครียดทางการเงิน หากบริษัทมีหนี้มากเกินไป ผู้บริหารจะต้องทำงานหนักมากขึ้น เพื่อให้ธุรกิจมีกระแสเงินสดมาบริหารจัดการองค์กรให้ราบรื่นและมีเงินเพื่อที่จะสามารถชำระหนี้ต้นและดอกเบี้ยได้ การมีหนี้สินจึงเป็นกลไกหนึ่งในการควบคุมผู้บริหารให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น วัฒนา ศักยชีวกิจ และ กอบกุล จันทรโคติกา (2559) ทฤษฎีนี้ยังกล่าวถึง นโยบายของบริษัทในการเลือกความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นเมื่อบริษัทถือเงินสดไว้มากหรือน้อยเกินไป โดยที่การถือเงินสดน้อยเกินไปจะเพิ่มโอกาสให้บริษัทประสบความผิดเคืองทางการเงินในขณะที่การถือเงินสดไว้มากเกินไปบริษัทก็จะขาดโอกาสในการนำเงินไปลงทุนเพื่อสร้างรายได้ (Hasana, 2019)

2.4 ทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน (Pecking Order Theory)

ทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุนพัฒนาโดย Myers และ Majluf (1984) เป็นเรื่องเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนโดยการเลือกระหว่างแหล่งเงินทุนภายในกับแหล่งเงินทุนภายนอก เป็นการจัดลำดับการเลือกชนิดของแหล่งเงินทุน โดยที่บริษัทมีการเลือกชนิดของแหล่งเงินทุนตามลำดับดังนี้ ลำดับแรกเลือกจากกำไรสะสม ตามด้วยเลือกจากการกู้หนี้หรือออกหุ้นกู้ จากนั้นจึงเลือกการออกขายหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิใหม่เป็นแหล่งสุดท้าย งานวิจัยของ วัฒนา ศักยชีวกิจ และ กอบกุล จันทรโคติกา (2559) พบว่า สัดส่วนของหนี้สิน มีความสัมพันธ์ทางลบกับความสามารถในการทำกำไร ดังนั้นการเลือกแหล่งเงินทุนจึงจัดว่าเป็นสิ่งสำคัญต่อการดำเนินงานของบริษัท

จะเห็นได้ว่าทั้งทฤษฎีแลกเปลี่ยน และทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน ไม่ว่าผู้บริหารจะเลือกทางเลือกใดก็จะส่งผลถึงการดำเนินบริษัททั้งสิ้น

2.5 ปัจจัยเฉพาะของบริษัทด้านขนาดของบริษัท (Firm Size)

ขนาดของบริษัท หมายถึง มูลค่าของสินทรัพย์รวมของบริษัท โดยที่ Wibawa และ Nareswari (2019) รายงานว่า ขนาดของบริษัทมีอิทธิพลทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์สอดคล้องกับงานของ ชลลดา ชโลมกลาง และ พรชนก เฉลิมพงษ์ (2565) และ Xu และ Jin (2022) ซึ่งพบว่า ขนาดของบริษัทมีอิทธิพลทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในขณะที่ รัมภาภรณ์ (2559) พบว่า ขนาดของบริษัทมีอิทธิพลทางลบต่อการถือครองเงินสด แต่งานของ Limanta และ Malelak (2017) พบว่า ขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสด

2.6 ปัจจัยเฉพาะของบริษัทด้านอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio)

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หาได้จากการเปรียบเทียบหนี้สินรวมกับส่วนของผู้ถือหุ้น การวิเคราะห์อัตราส่วนนี้ผลลัพธ์ที่ได้ แสดงถึงสัดส่วนของเงินทุนจากการกู้ยืมต่อเงินทุนจากเจ้าของบริษัทโดยที่ วัฒนา ศักยชีวกิจ และ กอบกุล จันทรโคติกา (2559) พบว่า สัดส่วนของหนี้สินมีความสัมพันธ์ทางลบกับความสามารถในการทำกำไร และ รฐิยา สงสุข (2565) พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ในขณะที่ Limanta และ Malelak (2017) รายงานว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสด

2.7 ปัจจัยเฉพาะของบริษัทด้านอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio)

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน เป็นการวัดอัตราส่วนระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียนกับหนี้สินหมุนเวียน เพื่อแสดงสภาพคล่องของบริษัทซึ่งหมายถึงสภาวะการที่บ่งชี้ฐานะทางการเงินที่แสดงว่าบริษัทมีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะดำเนินธุรกิจ สภาพคล่องมีความสำคัญเนื่องจากการดำเนินงานของบริษัท หากบริษัทมีสภาพคล่องที่ดี แสดงถึงความสามารถในการชำระหนี้สินระยะสั้นดีตามไปด้วย ผลกระทบจากโรคไวรัสโคโรนา 2019 มีความแตกต่างกันมากระหว่างภาคเศรษฐกิจและผู้ประกอบการแต่ละกลุ่ม การขาดสภาพคล่องทำให้ธุรกิจอาจไม่สามารถเดินหน้าต่อไปได้ แม้วัตถุประสงค์หลักของการทำธุรกิจคือการแสวงหากำไร แต่หากต้องการให้ธุรกิจเดินหน้าได้ สิ่งสำคัญที่จะต้องคำนึงถึงเช่นกันคือการรักษาสภาพคล่อง(ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2564) งานวิจัยของ Muhani et al. (2022) พบว่า สภาพคล่อง มีอิทธิพลเชิงลบต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่ Suhendry และ Simorangkir (2021) รายงานว่า สภาพคล่อง มีอิทธิพลทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ตรงกันข้ามกับการค้นพบของ ณัฐวุฒิ รัตน และคณะ (2565) พบว่า สภาพคล่องทางการเงินมีอิทธิพลทางลบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อีกทั้งไม่มีผลกระทบต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

2.8 ปัจจัยเฉพาะของบริษัทด้านอัตราการเติบโตของรายได้ (Sale Growth Rate)

อัตราการเติบโตของรายได้ เป็นค่าที่ได้จากการเปลี่ยนแปลงของรายได้ของปีปัจจุบันลบกับปีก่อนแล้วหารด้วยรายได้ของปีก่อน ข้อมูลได้มาจากงบกำไรขาดทุน อัตราการเติบโตของรายได้แสดงความสำเร็จของบริษัทในอดีตและสามารถพยากรณ์การเติบโตของบริษัทในอนาคต (Prasetya & Putri, 2020) การรับรู้การเติบโตของรายได้ก็จะสามารถพยากรณ์กำไรของบริษัทได้ บริษัทที่มีการเติบโตของรายได้สูงจะมีการถือครองเงินสดจำนวนมากด้วยอันเนื่องมาจากกำไรที่เพิ่มขึ้นจากการเติบโตของรายได้ (Suherman, 2017) ในงานวิจัยของ Dewi และ Effriyanti (2022) พบว่า อัตราการเติบโตของรายได้ มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการถือครองเงินสด สอดคล้องกับงานของ Ch and Zulfati (2019) ในขณะที่ งานวิจัยของ ณัฐวุฒิ รัตน และคณะ (2565) พบว่า อัตราการเติบโตของรายได้ มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์แต่ไม่มีผลกระทบต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

2.9 ผลการดำเนินงาน (ROE,ROA)

ผลการดำเนินงานในงานวิจัยนี้ใช้การวัดค่าจาก อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity)หรือ ROE แสดงถึง ความสามารถในการทำกำไรเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนมากน้อยเพียงใด ส่วนอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset) หรือ ROA นั้น แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรเทียบกับสินทรัพย์ เป็นอัตราส่วนที่แสดงความสามารถของผู้บริหารที่จะบริหารสินทรัพย์ให้ก่อเกิดกำไรได้เพียงใด จากงานวิจัยในอดีตพบว่า ขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน) และ อัตราการเติบโตของรายได้ ต่างมีอิทธิพลต่อผล

การดำเนินงาน (ROE, ROA) ด้วยกันทั้งสิ้น (ณัฐวุฒิ รัตนา และคณะ, 2565 ; ชลลดา ชะโลมกลาง และ พรชนก เกลิมพงษ์, 2565 ; รัชญา ส่งสุข, 2565 ; วัฒนา ศักยชีวกิจ และ กอบกุล จันทโรติกา, 2559 ; Xu & Jin, 2022 ; Muhani et al., 2022 ; Suhendry & Simorangkir, 2021 ; และ Wibawa & Nareswari, 2019)

2.10 การถือครองเงินสด(Cash Holding)

เงินสด (Cash) ในทางบัญชี หมายถึง เงินสดและเงินฝากธนาคารทุกประเภทที่ไม่ติดภาระผูกพัน โดยเงินสดจะถูกบันทึกไว้ในงบแสดงฐานะการเงินในฝั่งของสินทรัพย์ ซึ่งมักจะบันทึกอยู่เป็นรายการแรกในงบเพราะมีสภาพคล่องสูงสุดซึ่งมีความสำคัญต่อการดำรงอยู่ เนื่องจาก เงินเป็นเสมือนเลือดที่หล่อเลี้ยงธุรกิจ เมื่อขาดเงินธุรกิจจะสะดุดและดำรงคงอยู่ต่อไปไม่ได้ โดยที่ในช่วงของการระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 นั้น เกิดการหยุดชะงักของการประกอบธุรกิจด้วยมาตรการต่าง ๆ ของรัฐในการยับยั้งการแพร่ระบาดของโรค ซึ่งส่งผลให้บริษัทมีรายได้ลดลงในขณะเดียวกันที่ค่าใช้จ่ายคงที่บางอย่างยังคงอยู่ มีผลถึงการถือครองเงินสดของบริษัท ผู้บริหารทุกบริษัทต่างตระหนักดีว่าการเตรียมเงินสดไว้ในมือเป็นเรื่องสำคัญ เพราะสภาพคล่องทางการเงิน คือ หัวใจของการอยู่รอดของธุรกิจ หากเกิดอาการ “เงินสดขาดมือ” ในบริษัทที่มีภาระต้องจ่ายดอกเบี้ยเงินกู้หรือมีภาระต้องคืนเงินกู้ภายในระยะเวลาที่กำหนด ก็จะมีปัญหาในระยะยาว (มนชัย มกรานรักษ์, 2564) การถือครองเงินสดในการวิจัยนี้หาได้จาก เงินสดหารด้วยรายได้ แนวความคิดเกี่ยวกับการถือครองเงินสด ได้นำ 2 ทฤษฎีมาอธิบาย ปริมาณของเงินสดที่บริษัทจะถือครองได้ คือ ทฤษฎีทางเลือก (The trade-off Theory) และ ทฤษฎี จัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (The Pecking Order Theory) ดังที่กล่าวไว้ข้างต้น ซึ่งมีประเด็นในการเลือกความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นเมื่อบริษัทถือเงินสดไว้มากหรือน้อยเกินไป โดยที่การถือเงินสดน้อยเกินไปจะเพิ่มโอกาสให้บริษัทประสบความผิดเคืองทางการเงินในขณะถือเงินสดไว้มากเกินไป บริษัทก็จะขาดโอกาสในการนำเงินไปลงทุนเพื่อสร้างรายได้ (Hasana, 2019) จากงานวิจัยในอดีตพบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการถือครองเงินสด (Savilla, 2022) ในขณะที่ยานวิจัยของ Dewi และ Effriyanti (2022) พบว่า อัตราการเติบโตของรายได้ มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการถือครองเงินสดซึ่งสอดคล้องกับงานของ Ch และ Zulfati (2019) นอกจากนี้ Limanta และ Malelak (2017) ได้รายงานไว้ว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสด

2.11 ผลกระทบของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ต่อผลการดำเนินงาน

จุดมุ่งหมายของการดำเนินธุรกิจคือเพื่อที่จะแสวงหากำไร (สมคิด บางโม, 2547) การประเมินผลการดำเนินธุรกิจทางการเงินนั้นใช้อัตราส่วนทางการเงินในการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ซึ่งมีอยู่หลายอัตราส่วน ในการวิจัยนี้วัดผลการดำเนินงานด้วย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อิงตามงานวิจัยของ Xu และ Jin (2022) โดยอัตราส่วน ROE หรือ Return on Equity Ratio คือ อัตราส่วนของผลกำไรสุทธิที่ผู้ถือหุ้นนั้นจะได้รับ ซึ่งเป็นการสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารงานของบริษัทโดยวัดจากผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับในขณะถืออัตราส่วน ROA Ratio หรือ Return on Assets Ratio นั่นคืออัตราส่วนของผลกำไรสุทธิจากการดำเนินธุรกิจต่อสินทรัพย์ ซึ่งมีจุดมุ่งหมายในการชี้ให้เห็นถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการนำสินทรัพย์ไปใช้ในการดำเนินบริษัทและสร้างผลตอบแทน โดยค่า ROA นั้น แสดงถึงผลกำไรจากการดำเนินงานเปรียบเทียบกับสินทรัพย์ทั้งหมดที่บริษัทใช้ดำเนินการ

ผลกระทบของการระบาดทั่วของโรคไวรัสโคโรนา 2019 เป็นที่สนใจของนักวิชาการจำนวนมาก Shen et al. (2020) พบความสัมพันธ์เชิงลบของการแพร่ระบาดของ โรคไวรัสโคโรนา 2019 กับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยวัดจากผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์ (ROA) และจากการการศึกษาโดย Achim et al. (2022) พบว่า รายได้สุทธิ

ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์โดยรวมลดลงประมาณร้อยละ 37 ในประเทศโรมาเนียในช่วงวิกฤตโรคไวรัสโคโรนา 2019 ในขณะที่ Cho และ Saki (2022) พบว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสิ่งทอและเครื่องนุ่งห่มของสหรัฐอเมริกา มีผลการดำเนินงานที่ลดลงอย่างมากและเกิดผลกระทบอย่างรุนแรง Jin et al. (2021) ได้ทำการศึกษาบริษัทกลุ่มไฮเทคโนโลยีในประเทศจีนใน พบว่า การระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ทำให้ผลประกอบการลดลง ในประเทศมาเลเซีย Khatib และ Nour (2021) พบว่า โรคไวรัสโคโรนา 2019 ส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัท การกำกับดูแล การจ่ายเงินปันผล สภาพคล่องและระดับโครงสร้างเงินทุน จากการศึกษาของ Kubiczek และ Derej (2021) เปิดเผยว่า อุตสาหกรรมในโปแลนด์ส่วนใหญ่มีรายได้ลดลง ในขณะที่บางส่วนไม่ได้รายงานการเปลี่ยนแปลงเชิงลบ สำหรับในประเทศไทยใช้ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) เป็นตัวแทนการวัดผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่าในช่วงเวลาไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ.2563 ถึงไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ.2564 สถานการณ์แพร่ระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดลง และผลตอบแทนของแต่ละอุตสาหกรรมมีการตอบสนองต่อการแพร่ระบาดในขนาดและทิศทางที่ไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน (ชลลดา ชะโลมกลาง และ พรชนก เฉลิมพงษ์, 2565)

2.12 ผลกระทบของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ต่อการถือครองเงินสด

เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดมีความสำคัญต่อการดำเนินงาน บริษัทต้องมีเงินสดที่เพียงพอเพื่อรักษาสภาพคล่องของบริษัท การถือครองเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดมีประโยชน์ทั้งเพื่อการทำธุรกรรมในการดำเนินงานและเก็บกำไรในกรณีที่มีการถือครองหลักทรัพย์เพื่อค่า ในระหว่างการแพร่ระบาดใหญ่ของ โรคไวรัสโคโรนา 2019 ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในห่วงโซ่อุปทานนำไปสู่การหยุดชะงักของการดำเนินงานของบริษัทซึ่งทำให้รายได้ของบริษัทลดลง (Chari et al., 2022) ในเวลาเดียวกัน ค่าใช้จ่ายที่ต้องจ่ายยังคงมีอยู่ ทั้งการชำระหนี้สินและค่าใช้จ่ายคงที่ เป็นต้น ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ส่งผลต่อกระแสเงินสดของบริษัทในช่วงสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 บริษัทต้องรักษาสภาพสภาพคล่องให้ครอบคลุมกับค่าใช้จ่าย อันเนื่องมาจาก ความไม่แน่นอนในการดำเนินงานที่เกิดจาก โรคไวรัสโคโรนา 2019 กระแสเงินสดที่เพียงพอจะช่วยให้บริษัทสามารถรักษาสภาพคล่องไว้ได้ ซึ่งจะช่วยลดความต้องการทางการเงินจากภายนอก และนอกจากนี้การถือเงินสดที่เหมาะสมจะลดความเสี่ยงในการรีไฟแนนซ์ (Harford et al., 2014) ในประเทศเวียดนาม Nguyen et al. (2021) พบว่า การถือครองเงินสดมีความสำคัญอย่างยิ่งสำหรับบริษัทที่มีความเสี่ยงต่อผลกระทบของโรคไวรัสโคโรนา 2019 อีกทั้งในสหราชอาณาจักร Cowling, Brown และ Rocha (2021) พบว่า 61 เปอร์เซ็นต์ของธุรกิจขนาดเล็กมีความเสี่ยงสูงเนื่องจากขาดแคลนเงินสด ในช่วงการแพร่ระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 สอดคล้องกับ Vito และ Gómez (2021) พบว่า บริษัทจะขาดแคลนเงินสดในช่วงเกือบสองปีในการระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 และจะมีการกู้ยืมเงินเพื่อป้องกันวิกฤตเงินสด นอกจากนี้ในประเทศโรมาเนีย Turnea et al. (2020) ชี้ให้เห็นว่า การมีกระแสเงินสดที่เพียงพอสำหรับการดำเนินธุรกิจถือเป็นความท้าทายที่สำคัญที่ต้องเผชิญในช่วงเริ่มต้นของการระบาดใหญ่ของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ในขณะที่ Vinod (2021) พบว่า ธุรกิจบริษัทสายการบินมีความขัดข้องด้านเงินสดในช่วงการระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ซึ่งนำไปในทิศทางเดียวกับการวิจัยในประเทศจีน ของ Qin et al. (2020) ที่เปิดเผยว่า การระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ส่งผลต่อการถือครองเงินสดของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์และแนะนำให้ผู้บริหารบริษัทควรยกระดับการถือครองเงินสดเพื่อป้องกันการขาดแคลนในช่วงเวลาการระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 สำหรับในประเทศไทยการถือครองเงินสดมีความสำคัญต่อบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เนื่องจากมีการวิจัยพบว่าระดับการถือครองเงินสดที่จะทำให้มูลค่าบริษัทสูงมีอยู่จริงและการเบี่ยงเบนของระดับการถือครองเงินสดออกจากจุดที่เหมาะสมทั้งการเพิ่มขึ้นและลดลงจะส่งผลทำให้มูลค่าบริษัทลดลง (รัมภาภรณ์ อุทัยพัฒนศักดิ์, 2559)

แม้เป้าหมายของธุรกิจคือกำไร ซึ่งเป็นผลต่างของรายได้กับค่าใช้จ่าย แต่การบันทึกบัญชีของบริษัทนั้นต่างก็ใช้ข้อมูลที่เป็นเกณฑ์คงค้าง นั้นหมายถึง ตัวเลขที่เป็นแสดงไว้กำไรทางบัญชีกับที่แสดงไว้เป็นเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดย่อมแตกต่างกัน อีกทั้งบริษัทยังมีเป้าหมายเพื่อการดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง จึงทำให้การถือครองเงินสดจึงมีความสำคัญต่อการดำรงอยู่ของธุรกิจ ดังนั้น การพิจารณาการดำเนินงานของบริษัทด้วยอัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์หรืออัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นยังไม่เพียงพอต่อการดำเนินงานของบริษัท ยังต้องพิจารณาการถือครองเงินสดไปพร้อมกัน จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า ในประเทศไทยยังไม่มีการศึกษาเกี่ยวกับการระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ที่จัดเป็นตัวแปรแทรกหรือตัวแปรกำกับเพื่อศึกษาผลกระทบของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ต่ออิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่ส่งผลต่อความสามารถในการดำเนินงานและการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงเป็นช่องว่างให้มีการวิจัยนี้โดยมีสมมติฐานการวิจัยและกรอบแนวคิดการวิจัยดังนี้

2.13 สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 โรคไวรัสโคโรนา 2019 ส่งผลต่ออิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่มีต่ออัตรา

ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2 โรคไวรัสโคโรนา 2019 ส่งผลต่ออิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่มีต่ออัตรา

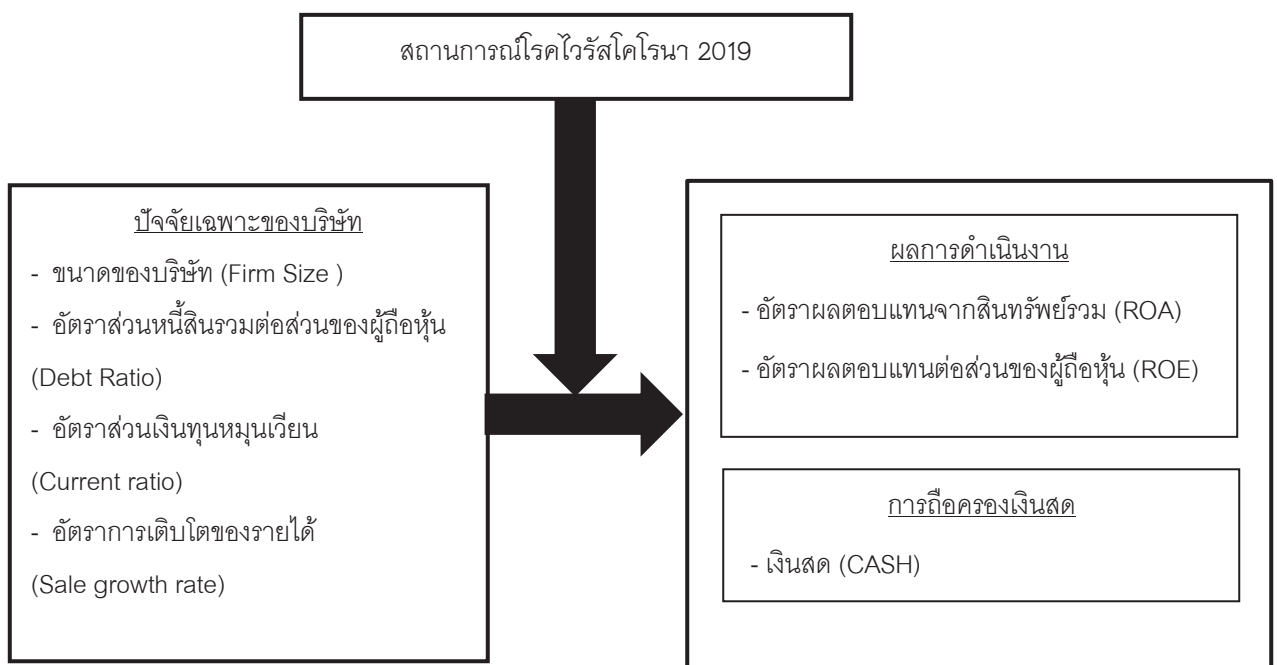
ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 3 โรคไวรัสโคโรนา 2019 ส่งผลต่ออิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่มีต่อการถือครองเงิน

สดในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.14 กรอบแนวคิด

รูปภาพประกอบ 1
แสดงกรอบแนวคิดการวิจัย



ที่มา: ผู้วิจัย

จากรูปภาพประกอบ 1 จากการทบทวนทฤษฎีและการวิจัยที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยจึงกำหนดกรอบการวิจัยครั้งนี้ รายละเอียดดังนี้

ตัวแปรอิสระ คือ ปัจจัยเฉพาะของบริษัท ประกอบด้วย ขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราการเติบโตของรายได้

ตัวแปรกำกับ คือ สถานการณ์โรคไวรัสโคโรนา 2019

ตัวแปรตาม คือ ผลการดำเนินงาน ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และการถือครองเงินสด

3. วิธีการดำเนินการวิจัย

3.1 ประชากร

ขนาดประชากรที่ใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 675 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2565)

3.2 กลุ่มตัวอย่าง

เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีข้อมูลแสดงฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่ปี พ.ศ.2560 – 2565 จำนวน 6 ปี โดยในการวิจัยครั้งนี้ทำการศึกษาบริษัททั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเป็นการอธิบายภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างชัดเจน ยกเว้น

1. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลตัวแปรในการศึกษาไม่ครบตามที่กำหนด
2. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจากมีหน่วยงานเฉพาะในการกำกับดูแล ตลอดจนมีข้อกำหนดสำหรับบริษัทที่ประกอบธุรกิจสถาบันการเงินโดยเฉพาะ ทำให้กลุ่มธุรกิจการเงินมีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ
3. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง หมวดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์
4. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ เพื่อปรับปรุงแก้ไขสภาพคล่องทางการเงินให้ดีขึ้น เนื่องจากมีฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานที่มีความเสี่ยงต่อการล้มละลายตามพระราชบัญญัติล้มละลาย

คงเหลือบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้จำนวน 411 บริษัท

3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลประเภททุติยภูมิ (Secondary data) โดยลักษณะของการเก็บรวบรวมข้อมูลจะเป็น Balance panel data คือ มีจำนวนข้อมูลครบถ้วนทุกตัวแปรในระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งมีระยะเวลา 6 ปี ตั้งแต่ ปี พ.ศ.2560 – 2565 ซึ่งเก็บจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยข้อมูลของตัวแปรทั้งหมดรวบรวมจากรายงานงบการเงินประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) โดยแหล่งที่มาของข้อมูลจะเก็บรวบรวมจากระบบ SET SMART ซึ่งเป็นระบบข้อมูลออนไลน์จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.4 ตัวแปรและการวัดค่า

ในการวิจัยครั้งนี้ใช้ตัวแปรในการสังเกตจำนวน 8 ตัวแปร ประกอบด้วย ตัวแปรต้นจำนวน 5 ตัวแปร และตัวแปรตามจำนวน 3 ตัวแปร รายละเอียดการวัดค่าดังนี้

ตาราง 1 ตัวแปรและการวัดค่า

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม	ROA	รายได้สุทธิ / สินทรัพย์รวม
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	ROE	รายได้สุทธิ / ส่วนของผู้ถือหุ้น
การถือครองเงินสด	CASH	เงินสด / รายได้จากการดำเนินงาน
โรคไวรัสโคโรนา 2019	COVID	ตัวแปรหุ่น 0 แทนค่าปี พ.ศ.2561-2563 1 แทนค่าปี พ.ศ.2564-2566
ขนาดของบริษัท	SIZE	สินทรัพย์รวม
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	DE	หนี้สินรวม / ส่วนของผู้ถือหุ้น
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน	CR	สินทรัพย์หมุนเวียน / หนี้สินหมุนเวียน
อัตราการเติบโตของรายได้	GROW	(รายได้ปีปัจจุบัน - รายได้ปีก่อนหน้า) / รายได้ปีก่อนหน้า

3.5 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

3.5.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis) เป็นการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินจากรายงานงบการเงินประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ในระบบ SET SMART

3.5.2 สถิติเชิงอนุมาน โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear Regression Analysis) เพื่อหาอิทธิพลระหว่างตัวแปรอิสระ คือ ปัจจัยเฉพาะของบริษัท ประกอบด้วย ขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราการเติบโตของรายได้ กับ ตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีตัวแปรกำกับ คือ สถานการณ์โรคไวรัสโคโรนา 2019 ซึ่งสามารถเขียนสมการได้ดังนี้

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 DE + \beta_3 CR + \beta_4 GROW + \beta_5 COVID*SIZE + \beta_6 COVID*DE + \beta_7 COVID*CR + \beta_8 COVID*GROW$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 DE + \beta_3 CR + \beta_4 GROW + \beta_5 COVID*SIZE + \beta_6 COVID*DE + \beta_7 COVID*CR + \beta_8 COVID*GROW$$

$$CASH = \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 DE + \beta_3 CR + \beta_4 GROW + \beta_5 COVID*SIZE + \beta_6 COVID*DE + \beta_7 COVID*CR + \beta_8 COVID*GROW$$

4. ผลลัพธ์การวิจัยและการอภิปรายผล

4.1 ผลการวิจัย

ในการสรุปผลการวิจัยผู้วิจัยแบ่งผลการวิเคราะห์ข้อมูลซึ่งนำเสนอออกเป็นขั้นตอนตามลำดับดังนี้

ส่วนที่ 1 ข้อมูลทั่วไปของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้วิจัยนำเสนอผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานข้อมูลทั่วไปของประชากรและกลุ่มตัวอย่างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วยกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ทรัพยากร เทคโนโลยี บริการ อุตสาหกรรม อุปโภค บริโภค อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ซึ่งสามารถอธิบายได้ดังนี้

จำนวนบริษัทที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ 411 บริษัท ประกอบไปด้วย กลุ่มบริการ 88 บริษัท (ร้อยละ 21) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 87 บริษัท (ร้อยละ 21) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม 86 บริษัท (ร้อยละ 21) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 45 บริษัท (ร้อยละ 11) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค 37 (ร้อยละ 9) กลุ่มเทคโนโลยี 36 บริษัท (ร้อยละ 9) กลุ่มทรัพยากร 32 บริษัท (ร้อยละ 8) ตามลำดับ

การวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตาราง 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
ROA (%)	0.84	2.56	35.49	0.01
ROE (%)	2.79	42.01	119.97	0.01
CASH (%)	14.84	31.29	52.88	1.33
COVID	0.27	0.44	1	0
SIZE (บาท)	2,521,546	7862.24	81,228,562,263	0.00
DE (เท่า)	1.30	3.39	45.05	0.00
CR (เท่า)	2.84	5.60	74.84	0.00
GROW (%)	9.35	33.23	221.61	-50.55

จากตาราง 2 แสดงผลการวิเคราะห์ของสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งพบว่า ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และการถือครองเงินสด (CASH) อยู่ประมาณ 0.84% 2.79% และ 14.84 เท่า ตามลำดับ

นอกจากนี้ ตัวแปรที่แสดงถึงปัจจัยเฉพาะของบริษัทซึ่งได้แก่ ขนาดของบริษัท (SIZE) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) และ อัตราการเติบโตของรายได้ (GROW) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 2,521,546 บาท 1.30 เท่า 2.84 เท่า และ 9.35% ตามลำดับ

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ตาราง 3 ค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้

ตัวแปร	ROA	ROE	CASH	COVID	SIZE	DE	CR	GROW
ROA	1							
ROE	0.61**	1						
CASH	0.07*	0.07*	1					
COVID	-0.05	-0.03	0.00	1				
SIZE	0.10**	0.07*	0.24**	-0.02	1			
DE	0.01	0.02	-0.03	-0.05	0.01	1		
CR	0.11**	0.05	-0.04	-0.02	-0.05	0.01	1	
GROW	-0.06	-0.10**	-0.03	0.12**	-0.06	-0.06	-0.00	1

**correlation is significant at the 0.01 , *correlation is significant at the 0.05

จากตาราง 3 เมื่อพิจารณาค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรต้นที่ประกอบด้วย สถานการณ์โรคไวรัสโคโรนา 2019 (COVID) ขนาดของบริษัท (SIZE) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) และ อัตราการเติบโตของรายได้ (GROW) มีค่าต่ำกว่า 0.8 ถือว่าตัวแปรต้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรต้นอื่น ๆ แต่ไม่ก่อให้เกิดปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวแปรต้นในระดับที่รุนแรง Multicollinearity หรือตัวแปรเป็นอิสระต่อกัน (Stevens, 1992)

ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์เพื่อตอบสนองสมมติฐานการวิจัย โดยการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณและการสร้างสมการพยากรณ์

การนำเสนออิทธิพลของสถานการณ์โรคไวรัสโคโรนา 2019 และปัจจัยเฉพาะของบริษัทซึ่งประกอบด้วย ขนาดของบริษัท (SIZE) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) และ อัตราการเติบโตของรายได้ (GROW) ที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานและการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตาราง 4 การทดสอบอิทธิพลของสัมประสิทธิ์และการถดถอย ของสถานการณ์โรคไวรัสโคโรนา 2019 และปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานและการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแปร	Model 1	Model 2	Model 3
	(ROA)	(ROE)	(CASH)
Constant	24.71	29.25	36.78
COVID	2.25**	3.04**	7.59**
SIZE	2.75**	1.64**	4.65**
DE	1.18	1.20	1.31
CR	3.66**	4.60**	5.61**
GROW	5.64**	4.58**	6.63**
Interaction terms			
COVID*SIZE	7.12**	5.68**	9.77**
COVID*DE	0.21	1.18	0.72
COVID*CR	6.59**	6.72**	8.31**
COVID*GROW	8.68**	7.54**	9.67**
N	411	411	411
R ²	0.65	0.59	0.78
F	22.12	15.32	34.14

**P<.05

จากตาราง 4 พบว่า โรคไวรัสโคโรนา 2019 และปัจจัยเฉพาะของบริษัท ซึ่งประกอบด้วย ขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราการเติบโตของยอดขาย มีอิทธิพลเชิงบวกต่อ ผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ตลอดจนส่งผลต่อการถือครองเงินสดของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่ส่วนหนึ่งสินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานและการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จึงสามารถนำผลการวิจัยมาสรุปผล เพื่อตอบสมมติฐานการวิจัยในครั้งนี้ได้รายละเอียดดังนี้

สมมติฐานที่ 1 โรคไวรัสโคโรนา 2019 มีผลกับอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากผลการวิจัยพบว่า โรคไวรัสโคโรนา 2019 มีผลกับอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2 โรคไวรัสโคโรนา 2019 มีผลกับอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากผลการวิจัยพบว่า โรคไวรัสโคโรนา 2019 มีผลกับอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 3 โรคไวรัสโคโรนา 2019 มีผลกับอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสดในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากผลการวิจัยพบว่า โรคไวรัสโคโรนา 2019 มีผลกับอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสดในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เมื่อนำผลการวิจัยในตาราง 4 มาสร้างโมเดลสมการพหุคูณผลการดำเนินงานและการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รายละเอียดดังนี้

$$\text{Model 1 ROA} = 24.71 + 2.75 \text{ SIZE} + 3.66 \text{ CR} + 5.64 \text{ GROW} + 7.12 \text{ COVID*SIZE} + 6.59 \text{ COVID*CR} + 8.68 \text{ COVID*GROW}$$

จากตาราง 4 พบว่า ในสถานการณ์ปกติตัวแปรอิสระ 3 ตัวคือ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราการเติบโตของรายได้ มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ซึ่งเป็นค่าที่บ่งบอกความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม เท่ากับ 2.75 3.66 และ 5.64 ตามลำดับ แต่เมื่อเกิดสถานการณ์โควิด สามารถอธิบาย Model 1 ROA ได้ว่า โมเดลที่ 1 มีค่า R-squared มีค่าเท่ากับ 0.65 หรือร้อยละ 65 หมายความว่า สถานการณ์โควิดมีผลกับอิทธิพลของตัวแปรอิสระ 3 ตัว คือ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราการเติบโตของรายได้ สามารถอธิบายตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมได้ร้อยละ 65 ส่วนที่เหลืออีก 35 เป็นผลมาจากตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาตรวจสอบ และสามารถอธิบายได้ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราการเติบโตของรายได้ มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ซึ่งเป็นค่าที่บ่งบอกความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม เท่ากับ 7.12 6.59 และ 8.68 ตามลำดับ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า โรคไวรัสโคโรนา 2019 ปรับระดับความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเฉพาะของบริษัทกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$$\text{Model 2 ROE} = 29.25 + 1.64 \text{ SIZE} + 4.60 \text{ CR} + 4.58 \text{ GROW} + 5.68 \text{ COVID*SIZE} + 6.72 \text{ COVID*CR} + 7.54 \text{ COVID*GROW}$$

จากตาราง 4 พบว่า ในสถานการณ์ปกติตัวแปรอิสระ 3 ตัวคือ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราการเติบโตของรายได้ มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ซึ่งเป็นค่าที่บ่งบอกความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม เท่ากับ 1.64 4.60 และ 4.58 ตามลำดับ แต่เมื่อเกิดสถานการณ์โควิด สามารถอธิบาย Model 2 ROE ได้ว่า Model 2 มีค่า R-squared มีค่าเท่ากับ 0.59 หรือร้อยละ 59 หมายความว่า สถานการณ์โควิดมีผลกับอิทธิพลของตัวแปรอิสระ 3 ตัว คือ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราการเติบโตของรายได้ สามารถอธิบายตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมได้ร้อยละ 59 ส่วนที่เหลืออีก 41 เป็นผลมาจากตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาตรวจสอบ และสามารถอธิบายได้ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราการเติบโตของรายได้ มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ซึ่งเป็นค่าที่บ่งบอกความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม เท่ากับ 5.68 6.72 และ 7.54 ตามลำดับ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า โรคไวรัสโคโรนา 2019 ปรับระดับความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเฉพาะของบริษัทกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$$\text{Model 3 CASH} = 36.78 + 4.65 \text{ SIZE} + 5.361 \text{ CR} + 6.63 \text{ GROW} + 9.77 \text{ COVID*SIZE} + 8.31 \text{ COVID*CR} + 9.67 \text{ COVID*GROW}$$

จากตาราง 4 พบว่า ในสถานการณ์ปกติตัวแปรอิสระ 3 ตัวคือ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราการเติบโตของรายได้ มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ซึ่งเป็นค่าที่บ่งบอกความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม เท่ากับ 4.65 5.61 และ 6.63 ตามลำดับ แต่เมื่อเกิดสถานการณ์โควิด สามารถอธิบาย Model 3 CASH ได้ว่า Model3 มีค่า R-squared มีค่าเท่ากับ 0.78 หรือร้อยละ 78 หมายความว่า สถานการณ์โควิดมีผลกับอิทธิพลของตัวแปรอิสระ 3 ตัว คือ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราการเติบโตของรายได้ สามารถอธิบายตัวแปรตาม คืออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ได้ร้อยละ 78 ส่วนที่เหลืออีก 22 เป็นผลมาจากตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาตรวจสอบ และสามารถอธิบายได้ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราการเติบโตของรายได้ มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ซึ่งเป็นค่าที่บ่งบอกความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม เท่ากับ 9.77 , 8.31 และ 9.67 ตามลำดับ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า โรคไวรัสโคโรนา 2019 ปรับระดับความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเฉพาะของบริษัทกับการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4.2 อภิปรายผล

งานวิจัยชิ้นนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งได้มาจากการเงินประจำปี 2560-2565 มาวิเคราะห์โดยใช้วิธีถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ โดยการวิจัยครั้งนี้ได้ศึกษาอิทธิพลของโรคไวรัสโคโรนา 2019 กับปัจจัยเฉพาะของบริษัท จำนวน 4 ปัจจัย ได้แก่ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราการเติบโตของรายได้ กับผลประกอบการของบริษัท ซึ่งวัดโดย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และการถือครองเงินสดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัยพบว่า โรคไวรัสโคโรนา 2019 มีอิทธิพลต่อปัจจัยเฉพาะของบริษัท จำนวน 3 ปัจจัย ได้แก่ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราการเติบโตของรายได้ ที่ส่งผลไปยังผลประกอบการและการถือครองเงินสดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสามารถอภิปรายผลตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ รายละเอียดดังนี้

สมมติฐานที่ 1 โรคไวรัสโคโรนา 2019 ส่งผลต่ออิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้อาจเป็นเพราะว่า เมื่อโรคระบาดเกิดขึ้น ภาครัฐบาลพยายามออกมาตรการเพื่อหาแนวทางควบคุมโรคระบาดโดยการประกาศเคอร์ฟิว สั่งปิดประเทศ ห้ามนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้าประเทศ ปิดสถานบันเทิง ประกาศสั่งห้ามการเดินทางข้ามจังหวัด สายการบิน บางสายการบินงดเที่ยวบิน ตลอดจนขอความร่วมมือภาคธุรกิจประกาศ Work from Home ประชาชนรับรู้และเกิดความวิตกกังวลในภาวะวิกฤติซึ่งมีความไม่แน่นอนในอนาคต ประชาชนจึงชะลอการใช้จ่าย ส่งผลให้ธุรกิจต่าง ๆ ได้รับความกระทบจากรายได้ที่ลดลง ในขณะที่ภาคธุรกิจยังเตรียมตัวรับมือไม่ทันกับภาวะวิกฤติโรคระบาด โดยสินทรัพย์รวมของธุรกิจยังมีเท่าเดิม ทำให้อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมลดลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Cho และ Saki (2022) พบว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสิ่งทอและเครื่องนุ่งห่มของสหรัฐอเมริกา ได้รับความกระทบอย่างรุนแรงโดยบริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ลดลงอย่างมาก เป็นไปในทิศทางเดียวกับการศึกษาในประเทศจีน ของ Jin et al., (2021) ได้ทำการศึกษากับบริษัทกลุ่มไฮเทคในไต้หวัน ซึ่งผลการศึกษพบว่าภาวะระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 ทำให้ผลประกอบการลดลง สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศโปแลนด์ ของ Kubiczek และ Derej (2021) และงานวิจัยในประเทศมาเลเซียของ Khatib และ Nour (2021) ผลการศึกษพบว่าโรคไวรัสโคโรนา 2019 ส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัท

สมมติฐานที่ 2 โรคไวรัสโคโรนา 2019 มีผลกับอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้อาจเป็นเพราะว่า

รายได้ของธุรกิจลดลงอย่างมาก อันเนื่องมาจากมาตรการของภาครัฐบาลที่ออกมาเพื่อป้องกันการแพร่ระบาดของโรค ในขณะที่นักลงทุนไม่ได้มีการเตรียมตัวรับมือกับภาวะวิกฤติดังกล่าว ทำให้ไม่ได้วางแผน สัดส่วนการถือหุ้นมีสัดส่วนเท่าเดิม ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง ซึ่งผลการศึกษาในครั้งนี้สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศอินโดนีเซียของ Djalil et al. (2016) พบว่า อัตรากำไรต่อหุ้นมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ ในภาคการผลิตของบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย และการศึกษาในประเทศไนจีเรียของ Yahaya และ Alkasim (2020) ซึ่งได้ทำการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไนจีเรีย พบว่า อัตรากำไรต่อหุ้นมีอิทธิพลทางบวกต่อราคาหุ้นของบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งผลการวิจัยดังกล่าวยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Olowolaju et al. (2015) Jatoti et al. (2014) Malrani และ Abdi (2014) Khan (2012) Masum (2012) และ Alfaraih และ Alanez (2011) ที่พบว่า อัตรากำไรต่อหุ้นมีอิทธิพลทางบวกต่อราคาหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 3 โรคไวรัสโคโรนา 2019 ส่งผลต่ออิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่มีต่อการถือครองเงินสด ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้อาจเป็นเพราะว่า เมื่อเกิดภาวะโรคระบาดขึ้น ทำให้ธุรกิจเกิดความไม่แน่นอน ตลอดจนผู้บริหารไม่มั่นใจในผลกระทบที่จะส่งผลถึงผลการดำเนินงานและการประกอบกิจการของธุรกิจเงินสดที่เพียงพอเพื่อรักษาสภาพคล่องของบริษัท การถือครองเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดมีประโยชน์ทั้งเพื่อการทำธุรกรรมในการดำเนินงานและเก็บกำไร ผู้บริหารจึงต้องยกระดับการถือครองเงินสดไว้ในปริมาณมากขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในกรณีที่สถานการณ์แย่ ภาครัฐบาลไม่อาจควบคุมการแพร่ระบาดของโรคได้ ธุรกิจจะได้มีเงินสดไว้หมุนเวียนในการดำเนินงานของธุรกิจ ซึ่งผลการศึกษาในครั้งนี้สอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศเวียดนาม และ Nguyen et al., (2021) พบว่าการถือเงินสดมีความสำคัญอย่างยิ่งสำหรับบริษัทที่มีความเสี่ยงต่อผลกระทบของโรคไวรัสโคโรนา 2019 อีกทั้งผลการวิจัยในสหราชอาณาจักร Cowling, Brown, และ Rocha (2021) พบว่า 61 เปอร์เซ็นต์ของธุรกิจขนาดเล็กมีความเสี่ยงสูง เนื่องจาก ขาดแคลนเงินสด ในช่วงการแพร่ระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับ Vito และ Gómez (2021) พบว่า บริษัทจะขาดแคลนเงินสดในช่วงเกือบสองปีในการระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019 และจะมีการกู้ยืมเงินเพื่อป้องกันวิกฤตเงินสด นอกจากนี้ ในประเทศโรมาเนีย Turnea et al. (2020) และงานวิจัยในประเทศจีน ของ Qin et al. (2020) ก็ได้ผลในทิศทางเดียวกัน

หากนักลงทุนใช้ความสามารถในการดำเนินงานเป็นเกณฑ์ในการพิจารณาตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรให้ความสำคัญกับอัตราการเติบโตของรายได้ แต่หากใช้การถือครองเงินสดเป็นเกณฑ์ในการตัดสินใจ ควรให้ความสำคัญกับขนาดของบริษัท เพราะอัตราส่วนดังกล่าวมีความแรงของอิทธิพลที่สูง เพื่อให้การตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพและได้ผลตอบแทนที่พึงพอใจ

5. ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

5.1 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

การวิจัยครั้งนี้ศึกษาเพียงปัจจัยเฉพาะของบริษัท เพื่อให้ได้ผลการวิจัยที่มีความแม่นยำและละเอียดมากขึ้น จึงควรนำปัจจัยภายนอกของบริษัท เช่น อัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงิน ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ราคาทองคำ ราคาน้ำมันดิบ อัตราแลกเปลี่ยน นโยบายการเงิน การเมือง เป็นต้น

5.2 ประโยชน์ของการวิจัย

5.2.1 งานวิจัยนี้เป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารธุรกิจของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการบริหารบริษัทเพื่อที่จะให้ความสำคัญกับอัตราส่วนของผลกำไรสุทธิที่ผู้ถือหุ้นนั้นจะได้รับและอัตราส่วนของผลกำไรสุทธิจากการบริหารสินทรัพย์ รวมถึงการถือครองเงินสด ในสภาวะการแพร่ระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019

5.2.2 งานวิจัยนี้เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนเพื่อให้นักลงทุนพิจารณาผลการดำเนินงานและการถือครองเงินสดเป็นส่วนหนึ่งของการตัดสินใจเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในสภาวะการแพร่ระบาดของโรคไวรัสโคโรนา 2019

5.2.3 ผลการวิจัยเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ว่าปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานและการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอันจะเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารและนักลงทุนเพื่อประกอบการพิจารณาในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

6. สรุปผล

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาอิทธิพลของโรคไวรัสโคโรนา 2019 และปัจจัยเฉพาะของบริษัท ได้แก่ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราการเติบโตของรายได้ ที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากผลการศึกษาพบว่าตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานและการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เชิงบวกคือ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราการเติบโตของรายได้ จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1-3 ส่วนตัวแปร อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานและการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น ผู้บริหารควรให้ความสำคัญ ตลอดจนวางแผนทางและกำหนดนโยบายให้รัดกุมในเรื่องของขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราการเติบโตของรายได้ เพื่อให้การบริหารบริษัทให้ประสบความสำเร็จในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติการแพร่ระบาดของโรค ตลอดจนนักลงทุนควรใช้ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราการเติบโตของรายได้ เป็นเกณฑ์ในการพิจารณาตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะอัตราส่วนดังกล่าวมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้การตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ และได้ผลตอบแทนที่พึงพอใจ

เอกสารอ้างอิง

- กระทรวงสาธารณสุข. (2565). จำนวนผู้ติดเชื้อโควิด 2019. ค้นเมื่อ 12 ธันวาคม 2565, จาก <https://ddc.moph.go.th/covid19-dashboard/>
- จิณณา อินชูปงษ์. (2565). ผลกระทบของการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (โควิด-19) ต่อตลาดทุนไทย. วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย, 17(1), 67-96.
- ชลลดา ขลิบทอง และ พรชนก เฉลิมพงษ์. (2565). โรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยธนบุรี, 16(2), 125-134.
- ณัฐภูมิ รัตน, สุนันธริน โฆษิตถนิม และ นิพนธ์นา บุญช่วย. (2565). ปัจจัยที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อุตสาหกรรมบริการธุรกิจโรงแรม. วารสารสหวิทยาการมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, 5(2), 444-457.

- บีบีซี. (2565). *ต่ออายุ พรก.ฉุกเฉิน*. ค้นเมื่อ 2 ธันวาคม 2565, จาก <https://www.bbc.com/thai/articles/crg0ydklipo>.
- บุญเกียรติ ธีวเกียรติยังยง. (2559). *การจัดการเชิงยุทธศาสตร์สำหรับ CEO*. พิมพ์ครั้งที่ 11. กรุงเทพฯ : พี.เพรส.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2565). *รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์*. ค้นเมื่อ 28 พฤศจิกายน 2565, จาก <https://classic.set.or.th/th/company/companylist.html>
- มนชัย มกรานุรักษ์. (2564). *วงจรเงินสด หัวใจของการอยู่รอดของธุรกิจ*. ค้นเมื่อ 20 กรกฎาคม 2566, จาก <https://www.setinvestnow.com/th/knowledge/article/281-cash-cycle-for-business-liquidity>
- รฐิยา ส่งสุข. (2565). ผลกระทบระหว่างอัตราส่วนทางการเงินที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Roi Kaensarn Academi*, 8(2), 388-404.
- รัมภาภรณ์ อุทัยพัฒนศักดิ์. (2559). *ความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่ากิจการกรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. การค้นคว้าอิสระ สาขาวิชาการบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- วัฒนา ศักยชีวกิจ และ กอบกุล จันทโรลิกา. (2559). ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดอาเซียน. *วารสารวิชาชีพทางบัญชี*, 12(33), 50-63.
- สมคิด บางโม. (2547). *การประกอบธุรกิจ*. พิมพ์ครั้งที่ 2. กรุงเทพฯ : วิทย์พัฒน์.
- เอเชียพลัส. (2565). *Asps Fundamentap Update*. ค้นเมื่อ 11 ธันวาคม 2565, จาก https://www.asiaplus.co.th/asps/research_file.php?id=66737&file=1
- Achim, M. V., Safta, I. L., Văidean, V. L., Muresan, G. M., & Borlea, N. S. (2022). The impact of COVID-19 on financial management: Evidence from Romania. *Economic Research -Ekonomika Istraživanja*, 35(1), 1807–1832.
- Almutairi, H. A. (2022). COVID-19 and Its Impact on the Financial Performance of Kuwaiti Banks: A Comparative Study Between Conventional and Islamic Banks. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 9(1), 249–257.
- Azzahra, S., & Sukmaningrum, P. S. (2022). Determinants of cash holding from companies listed in Jakarta Islamic index. *AFEBI Islamic Finance and Economic Review*, 7(1), 13-22.
- Ch, F. N., & Zulfiati, L. (2019). Analysis of Cash Holding Factors at Plantation Companies Listed on BEI. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 127(1), 36-40.
- Chabossou, A. F. C., Nonvide, G. M. A., Lokonon, B. O. K., Amegnaglo, C. J., & Akpo, L. G. (2022). COVID-19 and the Performance of Exporting Companies in Benin. *The European Journal of Development Research*, 34(2), 828–842.
- Chari, F., Muzinda, O., Novukela, C., & Ngcamu, B.S. (2022) Pandemic outbreaks and food supply chains in developing countries: A case of COVID-19 in Zimbabwe. *Cogent Business & Management*, 9(1), 1-13.

- Cho, B., & Saki, Z. (2022). Firm performance under the COVID-19 pandemic: The case of the U.S. textile and apparel industry. *The Journal of the Textitute*, 113(8), 1637–1647.
- Cowling, M., Brown, R., & Rocha, A. (2020). Did you save some cash for a rainy COVID-19 day? The crisis and SMEs. *International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship*, 38(7), 593–604.
- Demirgüç-Kunt, A., Pedraza, A., & Ruiz-Ortega, C. (2021). Banking sector performance during the COVID-19 crisis. *Journal of Banking and Finance*, 133(1), 1-22.
- Dewi, I. P., & Effriyanti, E. (2022). The Effect of sales growth, cash conversion cycle, and capital expenditure on cash holding. *Journal Ilmiah Akuntansi Fakultas Ekonomi*, 8(1), 153-164.
- Din, A. U., Han, H., Ariza-Montes, A., Vega-Muñoz, A., Raposo, A., & Mohapatra, S. (2022). The Impact of COVID-19 on the Food Supply Chain and the Role of E-Commerce for Food Purchasing. *Sustainability*, 14(5), 1-14.
- Harford, J., Klasa, S., & Maxwell, W. F. (2014). Refinancing risk and cash holdings. *The Journal of Finance*, 69(3), 975–1012.
- Hasana, E. R. (2019). Analysis of the Influence of Cash Conversion Cycle, Net Working Capital, Growth Opportunity and Capital Expenditure on Cash Holding. Perbanas College of Economics.
- Jin, G., Xu, J., Liu, F., Haris, M., & Weqar, F. (2021). Does R&D investment moderate the relationship between the COVID-19 pandemic and firm performance in China's high-tech industries? Based on DuPont components. *Technology Analysis & Strategic Management*, 34(12), 1464-1478.
- Khatib, S. F. A., & Nour, A. N. I. (2021). The Impact of Corporate Governance on Firm Performance During The COVID-19 Pandemic: Evidence from Malaysia. *Journal of Asian Finance, Economic and Business*, 8(2), 943–952.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- Kubiczek, J., & Derej, W. (2021). Financial performance of business in the COVID-19 pandemic conditions - Comparative Study. *Polis Journal of Management Studies*, 24(1), 183-201.
- Limanta, V. N., & Malelak, M. I. (2017). *Factors Affecting Corporate Cash Holding of Financial Sector Companies (Non Bank) Listed in Indonesian Stock Exchange Period 2010-2015*. International Conference on Management & Entrepreneurship. 1-7.
- Muhani, Digdownseiso, K., & Prameswari, K. M. (2022). The Effects of Sales Growth, Current Ratio, Total Asset Turnover, Debt to Asset Ratio, and Debt to Equity Ratio on the Return on Equity in Energy and Mining Companies. *Budapest International Research and Critics Institute-Journal*, 5(1), 1240-1246.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economic*, 13(2), 187-221.

- Nguyen, C. K., Nguyen, A. Q., Nguyen, N. Q., Nguyen, T. T. M., Chu, A. N., & Nguyen, L. T. M. (2021). Cash Holding and Financial Stability during a Crisis: A Case Study of Vietnamese Firms in COVID-19 Pandemic. *Forum for Social Economics*, 8(2), 1-14.
- Prasetya, E. R., & Putri, W. C. (2020). *Financial Distress as The Impact of Operating Capacity, Sale Growth and Liquidity Ratio in the Consumption Goods Industry Sector in 2018*. Faculty of Economics, Pamulang University, South Tangerang. Proceedings of Senantiaas 2020, 1(1), December 2020.
- Qin, X., Huang, G., Shen, H., & Fu, M. (2020). COVID-19 Pandemic and Firm-level Cash Holding-Moderating Effect of Goodwill and Goodwill Impairment. *Emerging Markets Finance and trade*, 56(10), 2243 – 2258.
- Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z., & Chen, Y. (2020). The Impact of the COVID-19 Pandemic on Firm Performance. *Emerging Markets Finance and trade*, 56(10), 2213–2230.
- Stevens P. (1992). *Applied Multivariate Statistics for the Social Sciences*. NJ : Hillsdale.
- Suhendry, W., Toni, N., & Simorangkir, E. N. (2021). Effect of debt to equity ratio and current ratio on company value with return on assets as intervening variable in consumer goods industrial companies listed on the Indonesia stock exchange for the 2015-2018 period. *Journal of Economics, Finance and Management Studies*, 4(8), 1444-1449.
- Suherman. (2017). Factors Affecting Company Cash Holdings on the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Faculty of Economics*, 21(3), 1-19.
- Turnea, E. S., Nestian, S. A., Tită, S. M., Vodă, A. I., & Gută, A. L. (2020). Dismissals and temporary leaves in Romanian companies in the context of low demand and cash flow problems during the COVID-19 economic lockdown. *Sustainability*, 12(21), 1-22.
- Vinod, B. (2020). The COVID-19 pandemic and airline cash flow. *Journal of Revenue and Pricing Management*, 19(1), 228–229.
- Vito, A. D., & Gómez, J. P. (2020). Estimating the COVID-19 cash crunch: Global evidence and policy. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(2), 1-14.
- Wibawa, B. M., & Nareswari, N. (2019). Cash Holding Management and Firm Performance: Empirical Evidence for Financially Constrained Firms in Indonesia. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 135(3), 72-77.
- Xu, J., & Jin, Z. (2022). Exploring the Impact of the COVID-19 Pandemic on Firms' Financial Performance and Cash Holding: New Evidence from China's Agri-food Sector. *Agronomy*, 12(8), 1-13.
- Zhang, D., & Zheng, W. (2022). Does COVID-19 make the firms' performance worse? Evidence from the Chinese listed companies. *Economic Analysis and Policy*, 74(1), 560–570.