



ปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงาน
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นवलปรานค์ แจบไธสง

วิทยานิพนธ์เสนอบัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยนเรศวร
เพื่อเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา หลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารธุรกิจ
ปีการศึกษา 2565
ลิขสิทธิ์เป็นของมหาวิทยาลัยนเรศวร

ปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงาน
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



วิทยานิพนธ์เสนอบัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยนเรศวร
เพื่อเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา หลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารธุรกิจ
ปีการศึกษา 2565
ลิขสิทธิ์เป็นของมหาวิทยาลัยนเรศวร

วิทยานิพนธ์ เรื่อง "ปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงาน
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย"

ของ นवलปรานค์ แจบไฮสง

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบริหารธุรกิจ

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ทัดพงศ์ อวิโรธนานนท์)

..... ประธานที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ภัทรพร พงศาปรมัตต์)

..... กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิภายใน
(รองศาสตราจารย์ ดร.วิชฎานัน รัตนวิบูลย์สม)

..... กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิภายใน
(รองศาสตราจารย์ ดร.สุจินดา เจียมศรีพงษ์)

..... กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิภายใน
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สัมพันธ์ เนตยานันท์)

อนุมัติ

.....
(รองศาสตราจารย์ ดร.กรรองกาญจน์ ชูทิพย์)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

| | |
|------------------------|---|
| ชื่อเรื่อง | ปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงาน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย |
| ผู้วิจัย | นवलปรารค์ แจบไธสง |
| ประธานที่ปรึกษา | ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ภัทรพร พงศาปรมัตต์ |
| ประเภทสารนิพนธ์ | วิทยานิพนธ์ ปร.ด. การบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยนเรศวร, 2565 |
| คำสำคัญ | การถือครองเงินสด, การกำกับดูแลกิจการ, ผลการดำเนินงานของกิจการ |

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่กำหนดการถือครองเงินสด และความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ รวบรวมข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 – 2562 จำนวน 301 บริษัท รวมทั้งสิ้น 3,612 ตัวอย่าง ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลพาแนลในการวิเคราะห์และทดสอบสมมติฐานวิจัย

ผลการวิจัยพบว่าปัจจัยด้านคุณลักษณะกิจการมีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด โดยกระแสเงินสดและโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด ในขณะที่ระดับหนี้สินและการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม เมื่อพิจารณาปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการ พบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างกรรมการควบตำแหน่งประธานกรรมการและคณะกรรมการบริษัทมีการถือครองเงินสดมาก และบริษัทที่มีการลงทุนโดยนักลงทุนสถาบันจะมีการถือครองเงินสดน้อย นอกจากนี้ผลการวิจัยยังพบว่าการถือครองเงินสดมีผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการตามการวัดผลทางการบัญชีและการวัดผลทางการตลาด การวิจัยนี้ช่วยให้บริษัทตระหนักถึงความสำคัญของการถือครองเงินสด เพื่อให้บริษัทมีสภาพคล่องทางการเงินสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นและเพิ่มมูลค่าของกิจการ โดยผลการวิจัยนี้เป็นไปตามหลักของทฤษฎีลำดับชั้นการจัดหาเงินและทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ กระแสเงินสดเป็นปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ในการถือครองเงินสด อันเกิดสะสมเงินทุนจากแหล่งภายใน ทำให้กิจการมีต้นทุนการจัดหาเงินที่ต่ำกว่าและเพิ่มโอกาสในการลงทุนเพิ่มมากขึ้น และกรณีที่กิจการมีโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทเป็นไปตามทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ กล่าวคือ กิจการที่มีการกำหนดตำแหน่งประธานฝ่ายบริหารและฝ่ายจัดการทำหน้าที่

โดยบุคคลเดียวกัน ทำให้ผู้บริหารมีสิทธิและอำนาจในการตัดสินใจบริหารต่อการถือครองเงินสด ส่งผลทำให้การบริหารงานมีการตัดสินใจที่รวดเร็วและเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงาน



| | |
|-----------------------|---|
| Title | THE DETERMINANTS OF RELATIONSHIP OF CASH HOLDINGS AND PERFORMANCE OF PUBLIC LIMITED COMPANY OF THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND |
| Author | Nualprang Chaepthaisong |
| Advisor | Assistant Professor Pattaraporn Pongsaporamat, Ph.D. |
| Academic Paper | Ph.D. Dissertation in Business Administration - (Type 2.1), Naresuan University, 2022 |
| Keywords | Cash holdings, Corporate governance, Firm performance |

ABSTRACT

The purpose of this research was to study the factors that determine the cash holdings and the relationship of cash holding to the performance of the Public Limited Company of the Stock Exchange of Thailand. This study is quantitative research which collects data from the samples of Public Limited Company on the Stock Exchange of Thailand from 2008 – 2019. (301 companies), a total of 3,612 observations. Panel data analysis was employed to analyze data and hypothesize test.

The results found that the firm characteristics were related to cash holdings. Investment opportunities and cashflow were positive related to cash holdings, while leverage and dividend payment were negative related to cash holdings. Regarding to corporate governance factors, companies with CEO duality have more cash holdings and institutional ownership have less cash holdings. Moreover, the results also indicated that cash holdings affects firm's performance which measured by accounting-based and market-based. This research contributed to the company to realize the importance of cash holdings. Cash holdings improved firm's financial liquidity, generated shareholder's returns, and increased firm's value. The results of this research are based on the Pecking order theory and free cash flow theory. Cash flow is a factor that determines the cash holding relationship arising

from the accumulation of funds from internal sources. This makes the business have lower financing costs and increase investment opportunities. In case of the business having a structure of the board of directors according to the stewardship theory, that is, the business has the position of the chief executive officer and the management acting by the same person. CEO duality has the right and authority to make management decisions on cash holdings, as a result, management can make quick decisions and increase work efficiency.



ประกาศคุณูปการ

การศึกษาวิทยานิพนธ์จักรบรรลุผลสำเร็จ เนื่องด้วยมีประธานที่ปรึกษาเล่มวิทยานิพนธ์จาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ภัทรพร พงศาปรมัตต์ ชี้แนะแนวทางในด้านวิชาการ อาจารย์ปรึกษา และให้ กำลังใจจนสำเร็จตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยนี้

ตลอดระยะเวลาการศึกษาได้รับความรู้ทางวิชาการด้านงานวิจัย จากคณะกรรมการหลักสูตร คณาจารย์และผู้ประสานงานของโครงการหลักสูตรปริญญาปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการ บริหารธุรกิจ คณะบริหารธุรกิจ เศรษฐศาสตร์ และการสื่อสาร มหาวิทยาลัยนเรศวร คือ รองศาสตราจารย์ ดร. วิชยานัน รัตนวิบูลย์สม รองศาสตราจารย์ ดร. สุจินดา เจียมศรีพงษ์ ดร. สุกิจ ขอเชื้อกลาง ดร. นลินี เหมาะะประสิทธิ์ และดร. กฤษชา ยาวีเศษ รวมถึงประธานกรรมการสอบ วิทยานิพนธ์และกรรมการผู้ทรงคุณวุฒิภายใน ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ทัดพงศ์ อวิโรธนานนท์ และผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สัมพันธ์ เนตยานันท์ แนะนำแนวทางในการพัฒนาเล่มงานวิทยานิพนธ์ สมบูรณ์และมีประโยชน์ต่อไป

สุดท้ายนี้ ขอขอบคุณมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน และทีมผู้บริหาร รวมถึงบุคคล กองบริหารงานที่คอยช่วยเหลือ สำหรับทุนสนับสนุนการศึกษาและความช่วยเหลือสนับสนุนให้สำเร็จผล

นวลปรางค์ แจบไธสง

สารบัญ

| | หน้า |
|---|------|
| บทคัดย่อภาษาไทย..... | ค |
| บทคัดย่อภาษาอังกฤษ..... | จ |
| ประกาศคุณูปการ | ช |
| สารบัญ | ซ |
| สารบัญตาราง..... | ญ |
| สารบัญภาพ..... | ฉ |
| บทที่ 1 บทนำ | 1 |
| ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหาการวิจัย (The rational and important of the study)..... | 1 |
| คำถามงานวิจัย (Question of the study)..... | 4 |
| จุดมุ่งหมายของการศึกษา (Purpose of the study) | 4 |
| ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ (Expected benefits)..... | 4 |
| ขอบเขตของงานวิจัย (Scope of research)..... | 5 |
| นิยามศัพท์เฉพาะ (Definitions) | 6 |
| บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง..... | 8 |
| การถือครองเงินสด (Cash holdings) | 10 |
| การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) | 21 |
| ผลการดำเนินงานของกิจการ (Firm performance)..... | 34 |
| กรอบแนวคิดการวิจัย (Conceptual framework) | 46 |

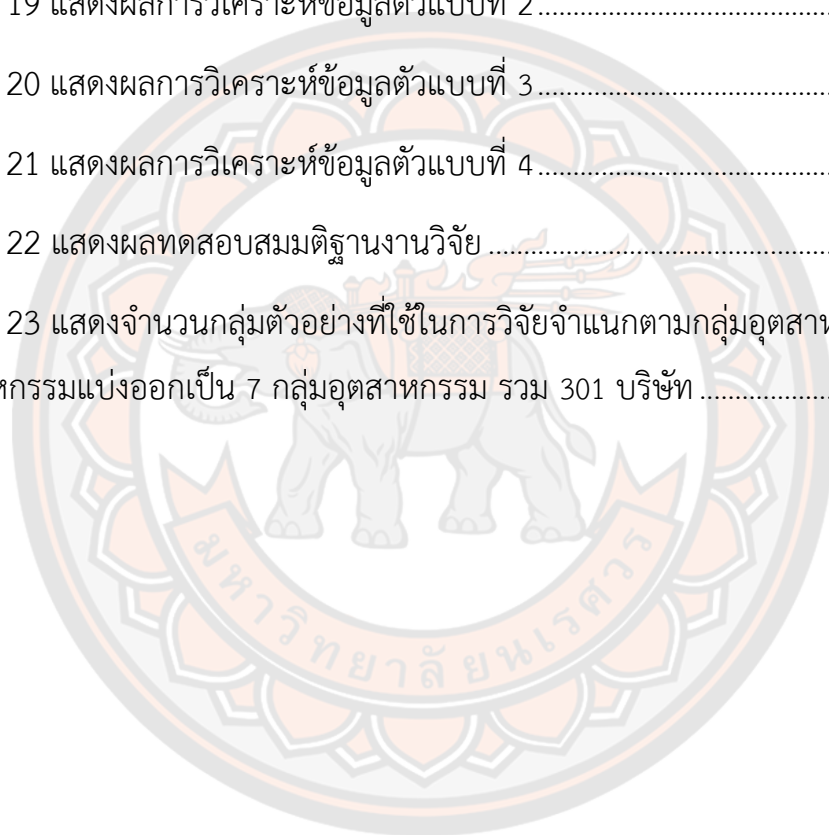
| | |
|---|-----|
| บทที่ 3 วิธีการดำเนินงานวิจัย..... | 47 |
| ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง (Population and sample)..... | 47 |
| การเก็บรวบรวมข้อมูล (Data collection)..... | 50 |
| การวิเคราะห์ข้อมูล (Analysis of data)..... | 56 |
| การแปลผลและนำเสนอรายงาน (Interpretation and report presentation)..... | 63 |
| บทที่ 4 ผลการวิจัย | 64 |
| ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง (Preliminary characteristics of the sample) | 64 |
| ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Results of descriptive data analysis) | 65 |
| ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพาแนล (Results of panel data analysis) | 67 |
| ผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Results of research hypothesis testing) | 84 |
| บทที่ 5 บทสรุป | 89 |
| สรุปผลการวิจัย (Findings)..... | 89 |
| อภิปรายผล (Discussion)..... | 93 |
| ข้อเสนอแนะ (Recommendation)..... | 99 |
| บรรณานุกรม | 102 |
| ภาคผนวก..... | 113 |
| ประวัติผู้วิจัย | 127 |

สารบัญตาราง

หน้า

| | |
|--|----|
| ตาราง 1 แสดงผลการประเมินภาพรวมของโครงการ CG Watch โดย Asian Corporate Governance Association: ACGA..... | 24 |
| ตาราง 2 แสดงสรุปตัวแปรตามที่มีความสัมพันธ์จากการถือครองเงินสด | 39 |
| ตาราง 3 แสดงสรุปตัวแปรควบคุมที่ใช้ในงานวิจัย | 45 |
| ตาราง 4 แสดงจำนวนประชากรที่ศึกษาแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม | 48 |
| ตาราง 5 แสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย..... | 49 |
| ตาราง 6 แสดงการวัดค่าตัวแปรอิสระ ตัวแปรตามและตัวแปรควบคุม | 51 |
| ตาราง 7 แสดงค่าสถิติการแปรผลตามเงื่อนไขไม่สามารถปฏิเสธการแจกแจงโค้งปกติของข้อมูล..... | 56 |
| ตาราง 8 แสดงเกณฑ์การแปรระดับความสัมพันธ์จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ | 57 |
| ตาราง 9 แสดงสมมติฐานงานวิจัยที่คาดหวังของปัจจัยที่กำหนดมีความสัมพันธ์ต่อการถือครองเงินสดโดยพิจารณาตามคุณลักษณะของกิจการและการกำกับดูแลกิจการ | 61 |
| ตาราง 10 แสดงสมมติฐานงานวิจัยที่คาดหวังของการถือครองเงินสดที่มีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานกิจการ | 63 |
| ตาราง 11 แสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยจำแนกตามอุตสาหกรรม | 65 |
| ตาราง 12 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาของตัวแปรของปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงาน | 66 |
| ตาราง 13 แสดงผลค่า Z score ของการวัดค่าความเบ้และความโด่งของข้อมูล | 68 |
| ตาราง 14 แสดงค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระของปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสด | 69 |

| | |
|--|-----|
| ตาราง 15 แสดงผลการแปรระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร..... | 70 |
| ตาราง 16 แสดงผลค่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระ | 71 |
| ตาราง 17 แสดงผลการทดสอบความนิ่ง..... | 72 |
| ตาราง 18 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรที่ 1 | 73 |
| ตาราง 19 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรที่ 2 | 78 |
| ตาราง 20 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรที่ 3 | 80 |
| ตาราง 21 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรที่ 4 | 82 |
| ตาราง 22 แสดงผลทดสอบสมมติฐานงานวิจัย | 84 |
| ตาราง 23 แสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่ม อุตสาหกรรมแบ่งออกเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม รวม 301 บริษัท | 114 |



สารบัญภาพ

หน้า

ภาพ 1 แสดงกรอบแนวคิดงานวิจัย.....46



บทที่ 1

บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหาการวิจัย (The rational and important of the study)

สถานการณ์ปัญหาทางการเงินของสหรัฐอเมริกาในปี ค.ศ. 2002 มีบริษัทขนาดใหญ่ประกาศล้มละลาย โดยสาเหตุเกิดจากผู้บริหารซ่อนเร้นและปิดบังข้อมูลทางการเงินและการบัญชี เช่นเดียวกับปัญหาทางการเงินของเอเชียในปี พ.ศ. 2540 เหตุการณ์ดังกล่าวสะท้อนถึงการละลายของกระบวนการตรวจสอบและติดตามการทำงานของคณะกรรมการฝ่ายบริหาร ทำให้บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมต่าง ๆ ของไทยเกิดวิกฤตทางการเงินขาดสภาพคล่องในการดำเนินธุรกิจ (Yellen, 2007) จากปัญหาดังกล่าว สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กำหนดแนวทางปฏิบัติที่ดีสำหรับบทบาทหน้าที่ของกรรมการบริษัท และกรรมการอิสระและตรวจสอบทำหน้าที่ด้วยความอิสระและสร้างบรรยากาศของกระบวนการตรวจสอบการทำงานของกิจการ เพื่อให้มีการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นและนักลงทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2551) และเมื่อในปี พ.ศ. 2560 กำหนดบทบาทหน้าที่สำคัญของกรรมการบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการดูแลสภาพคล่องและติดตามฐานะทางการเงินในการดำเนินกิจการ สอดคล้องกับแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 12 (พ.ศ. 2560 - 2564) ระบุให้กลุ่มอุตสาหกรรมตระหนักความสำคัญของการสร้างความเข้มแข็งด้านการเงินให้สามารถฟื้นฟูสภาพคล่อง เพื่อสร้างความเข้มแข็งทางการเงินและการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องของกิจการ รวมทั้งป้องกันมิให้เกิดวิกฤตทางการเงินซ้ำในประเทศไทย (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

บทบาทสำคัญของฝ่ายบริหารในปัจจุบัน นอกจากบริหารงานโครงการต่าง ๆ สนับสนุนการตัดสินใจลงทุนในสินทรัพย์เพื่อการเติบโตของกิจการ คือ บทบาทและหน้าที่ของฝ่ายบริหารมีความสำคัญในการปกป้องฐานะทางการเงิน ป้องกันมิให้เกิดปัญหาขาดสภาพคล่องและส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ เนื่องจาก เงิน คือ สินทรัพย์ที่เป็นแหล่งทุนสำคัญของวงจรการดำเนินงานของกลุ่มอุตสาหกรรมทุกประเภท ช่วยให้กิจการมีความสามารถสร้างผลการดำเนินงานที่ดี (Brealey et al., 2011; Frodsham, Liechtenstein, 2011; Dowling, 2006) ดังเช่นผลวิจัยในอดีต Tran (2019; Fresard, 2010) การป้องกันปัญหาการขาดสภาพคล่องทางการเงิน โดยเฉพาะบริษัทในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ ผู้บริหารกำหนดการถือครองเงินสดจำนวนมาก เพื่อสร้างความยืดหยุ่นในการ

ดำเนินงาน ทำให้มีกำไรจากการดำเนินงานและสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นและเพิ่มมูลค่าของกิจการ

การประเมินผลการดำเนินงานของกิจการ มีการวัดค่าผลการดำเนินงานจากข้อมูลทางการเงินและการบัญชี แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพการบริหารและการวัดผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ โดยการถือครองเงินสดมีส่วนช่วยทำให้ความสามารถในการทำกำไรมากขึ้น เพิ่มสภาพคล่องทางการเงินและความเข้มแข็งให้กับฐานะทางการเงิน งานวิจัยในอดีต พบว่า บริษัทในประเทศกำลังพัฒนา การป้องกันความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่องทางการเงินและประสบปัญหาทางการเงิน การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลจากสินทรัพย์และผลตอบแทนของส่วนผู้ถือหุ้น (Abushammala, & Sulaiman, 2014; Vijayakumaran, & Atchyuthan, 2014; Palazzo, 2012; Fresard, 2010) เช่นเดียวกับการวัดผลการดำเนินงานตามมุมมองด้านตลาด การถือครองเงินสดจำนวนมากทำให้อัตรามูลค่าตลาดขึ้น (Martinez-Sola et al., 2013; Ameer, 2012) อย่างไรก็ตาม กิจการที่มีการถือครองเงินสดจำนวนมาก อาจส่งผลให้อัตรามูลค่าตลาดลดลงได้เช่นกัน (Asante-Darko et al., 2018; Azmat 2014; Kusnadi, 2011) กล่าวคือ บริษัทที่มีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากเพื่อสร้างผลการดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง (Kim et al., 2011; Bates et al., 2009; Dittmar et al., 2007; Luo, & Hachiya, 2005)

การถือครองเงินสดของกิจการมีความแตกต่างกันเนื่องจาก Myers, & Majluf (1984) พบว่า โครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่มีลักษณะคล้ายกัน แต่มีระดับหนี้สินที่แตกต่างกัน เนื่องจากมีกิจการบางแห่งสำรองหรือสะสมเงินจากแหล่งเงินภายใน บริษัทมีการสะสมเงินทุนจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รวมถึงบริษัทขนาดเล็กมีความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินน้อย การถือครองเงินสดมีการกำหนดจากการสะสมกระแสเงินสดเพิ่มมากขึ้น ช่วยป้องกันความผันผวนของกระแสเงินสดไม่ส่งผลต่อการถือครองเงินสดมาก สอดคล้องกับทฤษฎีลำดับชั้นจัดหาเงิน (Pecking order theory) (Uyar, & Kuzey, 2014) และบริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอส่งผลทำให้มีการถือครองเงินสดมาก เพราะผู้ถือหุ้นและนักลงทุนสนใจลงทุนกับกิจการ (Chireke, & Fakoya, 2017) ในขณะที่บริษัทขนาดใหญ่มีการถือครองเงินสดในทิศทางตรงข้าม เนื่องจากมีความได้เปรียบในการเข้าถึงแหล่งเงินในตลาดทุน (Aj-Najjar, 2013) อย่างไรก็ตามการกำหนดถือครองเงินสดเพื่อบริหารความเสี่ยง ป้องกันการสูญเสียโอกาสในการทำกำไรตามทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade off theory) กิจการกำหนดการถือครองเงินสดมากเพื่อสนับสนุนการตัดสินใจลงทุนสินทรัพย์สภาพคล่องอื่น และโอกาสการลงทุนในโครงการต่าง ๆ (Ali, & Yousaf, 2013; Boyle, & Guthrie, 2003; Froot et al., 1993) รวมถึงค่าใช้จ่ายวิจัยและพัฒนาเป็นรายจ่ายเพื่อป้องกันความไม่แน่นอนของตัวผลิตภัณฑ์และงานบริการในอนาคต (D'mello et al., 2008; Opler et al., 1999) ขัดแย้งกับผลวิจัย Uyar, & Kuzey (2014; D'mello et al., 2008) พบว่าการถือครองเงินสดมีทิศทางตรงข้ามกับ

รายจ่ายค่าใช้จ่ายวิจัยและพัฒนาและเงินปันผลจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นเพื่อเป็นการควบคุมสิทธิ์การถือครองเงินสดของฝ่ายบริหารสอดคล้องกับทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow)

การกำหนดโครงสร้างคณะกรรมการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นของกิจการยังส่งผลต่อการกำหนดการถือครองเงินสด งานวิจัยในอดีตพบว่าปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อการถือครองเงินสดไม่สอดคล้องกัน เช่น ขนาดของคณะกรรมการมีจำนวนมากทำให้กิจการถือครองเงินสดในระดับน้อย (Huang et al., 2015) การแต่งตั้งกรรมการตรวจสอบและอิสระทำหน้าที่ตรวจสอบการปฏิบัติงานของฝ่ายบริหารตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง (Harford et al., 2008) เช่นเดียวกับบริษัทที่มีคณะกรรมการบริษัทไม่ใช่ผู้บริหาร (Boubaker et al., 2015) ในทางตรงข้ามบริษัทบางแห่งมีความต้องการความคล่องตัวให้การกำหนดนโยบายการบริหารตามทฤษฎีผู้พิทักษ์ (Stewardship theory) โดยแต่งตั้งกรรมการควบคุมตำแหน่งฝ่ายบริหารและจัดการ ส่งผลให้เกิดการรวมอำนาจ รวมทั้งกลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทยังอาจมีส่วนการถือหุ้นเป็นจำนวนมาก ทำให้เกิดการควบคุมสินทรัพย์และกำหนดการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก (Kuan et al., 2012; Kusnadi, 2011) นอกจากนี้ Luo, & Hachiya (2005) ยังพบว่าบริษัทในญี่ปุ่นที่มีส่วนการถือหุ้นโดยกลุ่มนักลงทุนสถาบันและกลุ่มนักลงทุนต่างชาติ มีกระบวนการกำกับดูแลและติดตามนโยบายบริษัทอย่างใกล้ชิดทำให้กิจการถือครองเงินสดลดลง แต่ในขณะเดียวกัน กิจการที่มีกลุ่มหน่วยงานภาครัฐเข้าร่วมลงทุนในกิจการ จะเข้ามามีบทบาทส่งเสริมศักยภาพด้านการแข่งขันส่งผลทำให้มีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก จึงกล่าวได้ว่าปัจจัยที่กำหนดการถือครองเงินสดแสดงความสัมพันธ์มีทิศทางในการถือครองเงินสดของกิจการไม่สอดคล้องกันในมุมมองทฤษฎีและผลวิจัยที่ผ่านมา

จากการทบทวนเอกสารการวิจัยข้างต้น ค้นพบว่าการศึกษากิจการถือครองเงินสดที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการของบริษัทในไทยค่อนข้างน้อย และผลการศึกษาในต่างประเทศยังไม่สามารถสรุปได้ชัดเจน ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์การถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อประโยชน์ของผลวิจัยนี้ ช่วยให้ผู้ตระหนักถึงความสำคัญของการถือครองเงินสดมีผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการตามการวัดผลทางการบัญชีและการวัดผลทางการตลาด เพื่อให้บริษัทมีสภาพคล่องทางการเงินสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นและเพิ่มมูลค่าของกิจการสอดคล้องกับบทบาทหน้าที่สำคัญของคณะกรรมการบริษัท ทำหน้าที่ปกป้องฐานะทางการเงินให้เกิดสภาพคล่องตลอดการดำเนินงานของกิจการ และสร้างความตระหนักถึงบทบาทและหน้าที่ของคณะกรรมการของบริษัทตามหลักการกำกับดูแลกิจการ ที่ส่งผลต่อการดำเนินงานที่ดี (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

คำถามงานวิจัย (Question of the study)

1. ปัจจัยที่กำหนดการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยคืออะไร
2. การถือครองเงินสดที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อย่างไร

จุดมุ่งหมายของการศึกษา (Purpose of the study)

1. เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสด โดยพิจารณาตามคุณลักษณะของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสดโดยพิจารณาตามการกำกับดูแลกิจการอันเกี่ยวข้องกับโครงสร้างคณะกรรมการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย
3. เพื่อศึกษาการถือครองเงินสดส่งผลต่อผลการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ (Expected benefits)

1. ผลวิจัยเชิงประจักษ์เป็นส่วนเพิ่มวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับคุณลักษณะของโครงสร้างคณะกรรมการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสดของบริษัทในไทยและสะท้อนตัวบ่งชี้การถือครองเงินสดที่สำคัญต่อผลการดำเนินงานของกิจการ
2. หน่วยงานกำกับดูแลกิจการนำผลวิจัยเชิงประจักษ์ นำไปประกอบการพิจารณาข้อปฏิบัติที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ เพื่อให้มีหน้าที่ในปกป้องฐานะทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับการถือครองเงินสดของกิจการ
3. นักลงทุนสามารถนำผลวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับทิศทางการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของไทย เพื่อนำไปประกอบการตัดสินใจหรือจัดสรรการลงทุนอันก่อให้เกิดประโยชน์มากยิ่งขึ้น
4. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำผลวิจัยเชิงประจักษ์ไปใช้เพื่อกำหนดการถือครองเงินสดของกิจการ และเพิ่มประเด็นที่สำคัญของคณะกรรมการบริษัท อันมีหน้าที่ที่เกี่ยวข้องกับการดูแลสภาพคล่องของกิจการ

ขอบเขตของงานวิจัย (Scope of research)

ขอบเขตของประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีขอบเขตด้านระยะเวลาการศึกษาระหว่างปี พ.ศ. 2551 – 2562 รวม 12 ปี ประชากรที่ศึกษา ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวม และบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนและฟื้นฟูกิจการ รวมถึงบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2562)

ขอบเขตด้านตัวแปรของงานวิจัย

1. ตัวแปรตาม (Dependent variables) ได้แก่

1.1 การถือครองเงินสด (Cash holdings: CASH) วัดค่าตัวแปรจากอัตราส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดหารด้วยสินทรัพย์รวม

1.2 ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on assets: ROA) วัดค่าตัวแปรจากกำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้ หารด้วยสินทรัพย์รวม

1.2 ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Return on equity: ROE) วัดค่าตัวแปรจากกำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นรวม

1.3 อัตราส่วนมูลค่าตลาด (Tobin's Q ratio: TOB) วัดค่าตัวแปรจากผลรวมของราคาตลาดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี (ราคาตลาดของหุ้นสามัญคูณด้วยจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น) วกด้วยราคาตามบัญชีของหนี้สินรวมทั้งหมด หารด้วยราคาตามบัญชีสินทรัพย์รวม

2. ตัวแปรต้น (Independent variables) ปัจจัยที่กำหนดการถือครองเงินสดประกอบด้วยคุณลักษณะของกิจการ 8 ตัวแปร และการกำกับดูแลกิจการ 8 ตัวแปร ได้แก่

2.1 ขนาดบริษัท (Firm size: LnFS) วัดค่าตัวแปรจาก ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์

2.2 ระดับหนี้สิน (Leverage: LEV) วัดค่าตัวแปรจาก อัตราส่วนของหนี้สินรวมทั้งหมดหารด้วยสินทรัพย์รวม

2.3 โอกาสในการลงทุน (Investment opportunity: INV) วัดค่าตัวแปรจากราคาตลาดของสินทรัพย์หารด้วยราคาตามบัญชีสินทรัพย์

2.4 กระแสเงินสด (Cash flow: CF) วัดค่าตัวแปรจากอัตราส่วนของกำไรสุทธิก่อนหักภาษีบวกค่าเสื่อมราคาหารด้วยสินทรัพย์รวม

2.5 ความผันผวนกระแสเงินสด (Cash flow volatile: CFV) วัดค่าตัวแปรจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสดของบริษัท

2.6 สินทรัพย์สภาพคล่อง (Liquidity assets: LIQ) อัตราส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนลบด้วยหนี้สินหมุนเวียนและเงินสดทั้งหมด หารด้วย สินทรัพย์รวม

2.7 การจ่ายเงินปันผล (Dividend payment: DIV) วัดค่าตัวแปรจากเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นหารด้วยกำไรต่อหุ้น

2.8 ค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนา (Research and development expenses: RD) วัดค่าตัวแปรจากอัตราค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาหารด้วยยอดขายรวม

2.9 ขนาดของคณะกรรมการ (Board size: BS) วัดค่าตัวแปรจากจำนวนขนาดของกรรมการในคณะกรรมการ

2.10 กรรมการอิสระและตรวจสอบ (Independent directors: IND) วัดค่าตัวแปรจากสัดส่วนของกรรมการอิสระและตรวจสอบต่อคณะกรรมการบริษัททั้งหมด

2.11 กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร (Non-executive directors: NONEXE) วัดค่าตัวแปรจากสัดส่วนของกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารต่อคณะกรรมการบริษัททั้งหมด

2.12 กรรมการควบตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ (CEO duality: CEOOD) วัดค่าตัวแปรโดยกำหนดเป็นตัวแปรดัมมี่ (Dummy Variable) เป็น “1” หากบริษัทมีโครงสร้างกรรมการควบตำแหน่งประธานกรรมการและคณะกรรมการบริษัทในปีที่กำหนด และ หากไม่ใช่ให้เป็น “0”

2.13 กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัท (Managerial ownership: MOWN) วัดค่าตัวแปรจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัท

2.14 กลุ่มสถาบัน (Institutional ownership: IOWN) วัดค่าตัวแปรจากสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน

2.15 กลุ่มนักลงทุนต่างชาติ (Foreign ownership: FOWN) วัดค่าตัวแปรจากสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ

2.16 กลุ่มหน่วยงานภาครัฐ (Government agencies ownership: GOWN) วัดค่าตัวแปรจากสัดส่วนการถือหุ้นของหน่วยงานภาครัฐ

3. ตัวแปรควบคุม (Control variables) คือ กลุ่มอุตสาหกรรม วัดค่าโดยกำหนดตัวแปรเทียมในการกำหนดแต่ละภาคอุตสาหกรรม

นิยามศัพท์เฉพาะ (Definitions)

การถือครองเงินสด (Cash holdings) หมายถึง ผู้เป็นเจ้าของหรือผู้ถือครองเงินในแง่ของการดำเนินงานทางธุรกิจ เงินสะท้อนถึงสภาพคล่อง สามารถนำไปใช้จ่ายได้ทันที เช่น การทำธุรกรรมตามกระบวนการปกติของธุรกิจ และสำรองเพื่อการตัดสินใจในอนาคต เช่น ขยายกิจการหรือลงทุนโครงการใหม่สร้างความเติบโตให้ทางธุรกิจของบริษัท รวมถึงสำรองเพื่อการเก็งกำไรในอนาคต

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate governance) หมายถึง โครงสร้างของบริษัท ประกอบด้วย ชุดคณะกรรมการบริษัท ทีมผู้บริหารบริษัทร่วมกันกำหนดกระบวนการบริหารให้มีการ

ตรวจสอบ ติดตามประเมินผลได้ สร้างบรรยายภาศให้ตีให้แก่ผู้ถือหุ้นและสร้างความเจริญเติบโตให้แก่ธุรกิจและสังคม

ผลการดำเนินงานของกิจการ (Firm performance) หมายถึง ชุดเครื่องมือสำหรับการประเมินผลการดำเนินงานบริษัท วัดค่ากิจกรรมทางตามวัฏจักรของธุรกิจหรือตามระยะเวลาการดำเนินงาน การวิจัยครั้งนี้ประเมินผลการดำเนินงานของกิจการ จำแนกเป็นมุมมองทางด้านการบัญชี คือ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on assets) เพื่อสะท้อนประสิทธิภาพการบริหารงานของผู้บริหารกิจการ และผลตอบแทนของส่วนเจ้าของเงินทุนคือผู้ถือหุ้น (Return on equity) พร้อมทั้งมุมมองด้านการตลาดแสดงอัตราส่วนมูลค่าตลาด (Tobin's Q ratio) ของกิจการเพื่อสนับสนุนข้อมูลนักลงทุน



บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

เนื้อหาของบทนี้แสดงการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อันเกี่ยวข้องกับทฤษฎีทางการเงิน (Financial theory approach) ของการถือครองเงินสดโดยพิจารณาลักษณะของบริษัท (Firm characteristics) และการกำกับดูแลกิจการ (Corporate governance) ที่มีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยมีเนื้อหาตามลำดับต่อไปนี้

1. การถือครองเงินสด (Cash holdings)
 - 1.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการถือครองเงินสด
 - 1.2 ลักษณะของบริษัทและการถือครองเงินสด
2. การกำกับดูแลกิจการ (Corporate governance)
 - 2.1 ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ
 - 2.2 การกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย
 - 2.3 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ
 - 2.4 การกำกับดูแลกิจการและการถือครองเงินสด
3. ผลการดำเนินงานของกิจการ (Firm performance)
 - 3.1 การวัดผลการดำเนินงาน
 - 3.2 การถือครองเงินสดและผลการดำเนินงาน
4. กรอบแนวคิดการวิจัย (Conceptual framework)

ตลาดหลักทรัพย์ของไทยแห่งแรกเปิดทำการเมื่อปี พ.ศ. 2505 คือ ตลาดหุ้นกรุงเทพ (Bangkok Stock Exchange) กำหนดวัตถุประสงค์เพื่อระดมเงินทุนจากประชาชน โดยมีบริษัทสมาชิก 35 บริษัท แต่ลักษณะของการซื้อขายหลักทรัพย์ดำเนินการเฉพาะกลุ่มบุคคล รวมทั้งขาดการสนับสนุนจากภาครัฐ อันเป็นเหตุในปี พ.ศ. 2511 ต้องปิดทำการ จนกระทั่งมีการประกาศพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อปี พ.ศ. 2517 ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) บริหารงานร่วมกับคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ ทำการเปิดตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Securities Exchange of Thailand) อีกครั้งเมื่อปี พ.ศ. 2520 เพื่อให้บริการเป็นแหล่งรับจดทะเบียนของบริษัทที่ต้องการระดมทุนจาก

ประชาชนทั่วไป บริการซื้อขายหลักทรัพย์และตรวจสอบการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทสมาชิกพร้อมทั้งส่งเสริมให้ความรู้เกี่ยวกับตลาดหุ้นแก่ผู้ลงทุนและผู้สนใจ พร้อมกันนั้นเพื่อการระดมทุนครอบคลุมธุรกิจกิจการขนาดกลางและขนาดเล็ก (Small and Medium Enterprises: SME) ได้ก่อตั้งตลาดเอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) ในปี พ.ศ. 2542 โดยมีวัตถุประสงค์เช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จุดแตกต่างคือ บริษัทสมาชิกระบุให้เป็นกลุ่มกิจการบริษัทที่มีขนาดกลางและขนาดย่อม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558)

ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock of Exchange Thailand: SET) มีบริษัทสมาชิกจดทะเบียนจำนวน 593 บริษัท จากข้อมูลสถิติสรุปภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2564 มีผลการดำเนินงานภาพรวม โดยมียอดรายได้รวมเฉพาะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประจำปี พ.ศ. 2564 มีมูลค่าเท่ากับ 13,133,858 ล้านบาท ปรับตัวเพิ่มขึ้นคิดเป็น 1.23 เท่า เมื่อเปรียบเทียบกับปี พ.ศ. 2563 ที่มีมูลค่าเท่ากับ 10,671,187 ล้านบาท กำไรจากการดำเนินงานหลักในปี พ.ศ. 2564 มีมูลค่าเท่ากับ 1,557,123 ล้านบาท และในปี 925,296 ล้านบาท เพิ่มขึ้นเป็น 1.68 เท่า สะท้อนถึงภาพรวมของกำไรสุทธิที่มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นคิดเป็น 1.80 คือในปี พ.ศ. 2564 มีมูลค่าเท่ากับ 985,699 ล้านบาท และปี พ.ศ. 2563 มีมูลค่าเท่ากับ 547,854 ล้านบาท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2565)

การพัฒนาตลาดทุนของไทยสอดคล้องกับแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 12 (พ.ศ. 2560-2564) โดยตระหนักถึงความสำคัญของการสร้างความเข้มแข็งด้านการเงิน ระบุให้กลุ่มอุตสาหกรรมควรมีการบริหารจัดการที่สามารถสร้างผลการดำเนินงานช่วยเพิ่มศักยภาพให้มีการฟื้นฟูสภาพคล่องและฐานะทางการเงิน เพื่อสร้างความเข้มแข็งในการดำเนินงานต่อเนื่องของกิจการ อีกทั้งสนับสนุนให้มีโอกาสในการลงทุนสำหรับการบริหารงานโครงการต่าง ๆ อันก่อให้เกิดการเติบโตของกิจการ และเพื่อเป็นการวางรากฐานเกี่ยวกับแนวทางการปฏิบัติที่ดีของคณะกรรมการบริษัท ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระบุหน้าที่สำคัญของคณะกรรมการบริษัท ให้มีหน้าที่ดูแลและติดตามฐานะทางการเงิน เสริมสร้างสภาพคล่องให้มีความสามารถในการชำระหนี้ของกิจการ และเตรียมความพร้อมสำหรับการป้องกันปัญหาทางการเงินมิให้เกิดขึ้นซ้ำ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

ในปี พ.ศ. 2562 – 2564 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2562) กำหนดแผนยุทธศาสตร์กำกับทิศทางการดำเนินการยกระดับธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียนโดยเน้นการบริหารจัดการที่ดี โดยการกำหนดให้มีโครงสร้างและคุณสมบัติที่เหมาะสมของคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียน เพื่อเสริมสร้างวัฒนธรรมและแนวปฏิบัติอันดีภายในองค์กร ก่อให้เกิดประโยชน์ร่วมกันระหว่างนักลงทุนและบริษัทสมาชิกจดทะเบียน ทั้งนี้เป็นการเพิ่มโอกาสการระดมเงินทุน ลดข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนและรองรับการเติบโตของ

ตลาดหลักทรัพย์ของไทยให้เป็นแหล่งระดมทุนของภูมิภาค (Funding opportunity for growth and sustainability) เพราะเงินทุนมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อหน่วยธุรกิจ

การถือครองเงินสด (Cash holdings)

ความหมายของเงินตามการแลกเปลี่ยนสินค้าและบริการ ตามความเป็นจริงมนุษย์ไม่สามารถผลิตสินค้าและบริการตอบสนองความต้องการและสร้างความพึงพอใจทั้งหมดได้ด้วยตนเอง ดังนั้นสื่อกลางในการแลกเปลี่ยนสินค้าและบริการที่ได้รับยอมรับร่วมกัน เช่น สกุลเงินยูโรของกลุ่มสหภาพยุโรป หรือสกุลเงินบาทของประเทศไทย (Campbell, & Kelly, 1994; Carruthers, & Espeland, 1998; Mises, 1953)

ความหมายของเงินตามวงจรการดำเนินงานทางธุรกิจ เริ่มต้นจากการจัดหาเงินสำหรับการลงทุนในสินทรัพย์ แรงงาน จัดหาวัตถุดิบ เพื่อการผลิตและบริการ ออกจำหน่ายเพื่อสร้างกำไรให้มีเงินไหลกลับคืนสู่กิจการมากยิ่งขึ้นตามวัตถุประสงค์ของการก่อตั้งกิจการ และเป็นเครื่องหมายสะท้อนความสามารถการบริหารงานของทีมผู้บริหาร และเมื่อพิจารณาการถือครองเงินสดที่มีปริมาณหรือสัดส่วนของจำนวนเงินที่มีมากหรือจำนวนเงินที่มีน้อย สะท้อนถึงความสามารถหรืออำนาจในการเข้าถึงความต้องการได้โดยตรง (Bhattacharya, 1992)

กล่าวโดยสรุป ความหมายของเงินจำแนกได้สองมุมมอง คือ 1) เป็นสื่อกลางสำหรับการแลกเปลี่ยน อำนวยความสะดวกต่อวัตถุดิบค่าสินค้าและบริการให้แก่ตลาดอุปโภคบริโภค และ 2) ปัจจัยที่มีจำเป็นอย่างยิ่งต่อการลงทุนของกิจการ ผู้ประกอบการมีความต้องการใช้เงินสำหรับการสรรหาทรัพยากรการดำเนินงานทางธุรกิจ ทั้งนี้สามารถสร้างผลตอบแทนและขยายกิจการให้เติบโตต่อไป

สินทรัพย์ที่มีความจำเป็นต่อการดำรงธุรกิจ คือ เงิน เปรียบเสมือนให้เป็นอากาศของธุรกิจ ให้มีการดำเนินงานทางธุรกิจได้อย่างต่อเนื่อง พร้อมกันนั้นต้องมีการสำรองหรือกักตุนไว้เพื่อเป็นการเตรียมพร้อมสำหรับโอกาสในการลงทุนที่เหมาะสม (Frodsham, & Liechtenstein, 2011) จึงกล่าวได้ว่า เงิน มีความสำคัญต่อการลงทุนและดำเนินงานธุรกิจอย่างยิ่ง เพราะเป็นทรัพยากรที่ก่อให้เกิดประโยชน์ และสร้างผลการดำเนินงานให้แก่กิจการ จึงเป็นเหตุจูงใจให้กิจการมีการสำรองหรือการถือครองเงินสดไว้ภายในกิจการ สะท้อนความสามารถของการใช้จ่ายได้ทันต่อเหตุการณ์ เช่น ขยายกิจการหรือการลงทุนโครงการใหม่สร้างความเติบโตให้ทางธุรกิจ (Skousen, 2007)

การถือครองเงินสดของกิจการเพื่อสะสมหรือสำรองสำหรับการดำเนินธุรกิจ มีการกำหนดตามหลักการของแรงจูงใจในการถือครองเงินสด (Motivation of cash holdings) ประการแรก คือ แรงจูงใจในการทำธุรกรรม (Transaction motive) เนื่องจากรายรับและค่าใช้จ่ายเกิดขึ้นไม่พร้อมกัน การถือครองเงินสดจึงเป็นการปิดช่องว่างและเป็นตัวกลางที่รักษาสภาพคล่อง พร้อมกันนั้นเพื่อ

สำรองไว้สำหรับค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เกิดตามปกติของธุรกิจ ประการที่สอง แรงจูงใจเพื่อใช้ในกรณีฉุกเฉิน (Precautionary motive) การถือครองเงินสดเพื่อรักษาระดับความปลอดภัยในการดำเนินธุรกิจ เพื่อสำรองค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นนอกเหนือจากที่คาดการณ์ไว้ และเพื่อมิให้เกิดปัญหาในการชำระบัญชีโดยการนำสินทรัพย์ออกจำหน่ายเพื่อนำเงินชำระหนี้ และประการที่สาม แรงจูงใจในการเก็งกำไร (Speculative motive) เงิน เสมือนเป็นเครื่องสะสมแสดงมูลค่าและความมั่งคั่ง จึงก่อให้เกิดแรงจูงใจให้มีความต้องการถือครองเงินสดเพื่อเก็งกำไร ดังเช่น การนำเงินสดไปลงทุนในพันธบัตร (Bonds) โดยคาดหวังผลตอบแทนคือ ดอกเบี้ย (Interest) (Keynes, 1936)

แรงจูงใจการถือครองเงินสดข้างต้น มิได้ระบุหรือกำหนดการถือครองเงินสดที่เป็นแนวทางปฏิบัติที่ชัดเจน ดังนั้นเพื่อการศึกษาปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามแนวทางทฤษฎีทางการเงิน ผู้วิจัยนำเสนอหัวข้อทฤษฎีที่เกี่ยวข้องในลำดับต่อไปนี้

1. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการถือครองเงินสด

1.1 ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (Trade off theory)

Myers (1984) อธิบายทฤษฎีการแลกเปลี่ยน เกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนจากภายนอกของกิจการร่วมเป็นส่วนหนึ่งของโครงสร้างเงินทุน อันเรียกว่า หนี้สิน (Debt) โดยมีหลักการให้กิจการพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากหนี้สินที่สมดุล (Optimal debt) ส่งผลทำให้กิจการมีการถือครองเงินสดจากแหล่งเงินทุนภายนอก บนความคาดหวังจากการพิจารณาผลประโยชน์จากการประหยัดภาษี (Tax shield) ช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่บริษัท หากการตัดสินใจของผู้มีอำนาจภายในกิจการหรือผู้บริหารมีจัดหาเงินจากการหนี้สินเป็นจำนวนมากส่งผลต่อระดับหนี้สินมากเกินไป ทำให้มีภาระผูกพันดอกเบี้ยและชำระคืนเงินต้นเมื่อครบกำหนดตามสัญญา อาจทำให้มีผลต่อการดำเนินงานจนกระทั่งกิจการขาดสภาพคล่อง เป็นเหตุให้กิจการมีต้นทุนความทุกข์ทางการเงิน (Costs of financial distress) เมื่อพิจารณาแนวทางตามทฤษฎีแลกเปลี่ยน เพื่อให้กิจการสามารถกำหนดเป็นแนวทางการถือครองเงินสดที่เหมาะสม ระบุให้กิจการมีการพิจารณาต้นทุนส่วนเพิ่มและประโยชน์ส่วนเพิ่มจากการถือครองเงินสด เพื่อป้องกันมิให้กิจการประสบปัญหาทางการเงิน (Ferreira, & Vilela, 2004)

ในขณะที่ผลวิจัย Myers, & Majluf (1984) พบว่า โครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่มีลักษณะคล้ายกัน แต่มีระดับหนี้สินที่แตกต่างกัน เนื่องจากมีกิจการบางแห่งสำรองหรือสะสมเงินจากแหล่งเงินภายใน บริษัทมีการสะสมเงินทุนจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน จากแนวทางการจัดหาเงินตามทฤษฎีแลกเปลี่ยน Myers, & Majluf จึงได้กำหนดทฤษฎีลำดับชั้นการจัดหาเงิน (Pecking order theory) เพื่ออธิบายเหตุการณ์การถือครองเงินสดตามผลการปฏิบัติเกิดขึ้นจริงของกิจการ

1.2 ทฤษฎีลำดับชั้นการจัดหาเงิน (Pecking order theory)

Myers, & Majluf (1984) อธิบายทฤษฎีลำดับชั้นการจัดหาเงิน โดยมีลำดับความสำคัญตามแหล่งเงินทุนดังนี้ ลำดับแรก คือ แหล่งเงินทุนภายใน (Internal funds) โดยบริษัทจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนภายใน เป็นการสร้างบัฟเฟอร์ (Buffer) ที่ได้มาจากผลกำไรจากดำเนินงานซึ่งบริษัทมีการสำรองไว้เพื่อรองรับโอกาสการลงทุนที่เหมาะสมหรือการลงทุนในโครงการของผู้บริหารกิจการที่ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า เนื่องจากแหล่งเงินทุนภายในของกิจการมีต้นทุนการจัดหาเงินที่ต่ำกว่าแหล่งเงินทุนภายนอก ลำดับที่สอง คือ แหล่งเงินทุนภายนอก (External funds) กรณีบริษัททราบข้อมูลความเสี่ยงของโครงการ การลงทุนดังกล่าวสร้างผลตอบแทนให้แก่บริษัท แต่เนื่องด้วยเงินทุนสะสมภายในไม่เพียงพอ บริษัทจึงมีการจัดหาเงินโดยเลือกวิธีการหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก คือ ก่อหนี้ออกตราสารหนี้ (Bonds) และลำดับสุดท้าย คือ การออกหุ้นใหม่ (ผู้ถือหุ้นกลุ่มใหม่) เชื่อมโยงเข้ากับลักษณะของการจัดหาเงินของผู้จัดการตามทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ คือ ผู้บริหารมีแรงจูงใจสำรองเงินสดอิสระเพื่อสำรองการลงทุนหรือโครงการในอนาคต

จากการลำดับชั้นการจัดหาเงินข้างต้น บริษัทมีข้อมูลเกี่ยวกับรายละเอียดและความเสี่ยงของแผนงานโครงการมากกว่านักลงทุนภายนอก (เจ้าหนี้และนักลงทุน) ทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันข้อมูล ดังนั้นกิจการกำหนดถือครองเงินสดจากแหล่งเงินทุนภายในเป็นจำนวนมาก เนื่องจากการจัดหาเงินมีต้นทุนการจัดหาเงินที่ต่ำกว่า สร้างผลประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท (Ferreira, & Vilela, 2004)

1.3 ทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow theory)

Jensen (1986) อธิบายทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระเกี่ยวกับการถือครองเงินสดของกิจการ ในกรณีที่ผู้บริหารและหรือผู้จัดการของกิจการดำรงตำแหน่งเป็นตัวแทน ทำหน้าที่ในการบริหารกิจการให้เป็นไปตามข้อสัญญาบนความคาดหวังของกิจการที่มีต่อผู้บริหารจะต้องมีแนวทางการบริหารและมีผลการดำเนินงานที่ดี โดยมีค่าตอบแทนเป็นผลประโยชน์ต่างตอบแทน ดังนั้น ผู้บริหารจึงใช้อำนาจและสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการบริหารการกำหนดการถือครองเงินสดจากการสะสมกระแสเงินสด โดยการกักตุนหรือสะสมกระแสเงินสดอิสระเป็นจำนวนมาก เพื่อเป็นการเพิ่มสิทธิในการบริหารสินทรัพย์ภายในกิจการมากขึ้น อำนาจความสะดวกในการบริหารงานโครงการและเพิ่มสภาพคล่องให้กับกิจการ ส่งผลต่อการดำเนินงานประสบความสำเร็จมากยิ่งขึ้น เพิ่มมูลค่าตลาดและสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้น ดังเช่น บริษัทในสหรัฐอเมริกา ผู้บริหารมีการกักตุนเงินสดเป็นจำนวนมาก (Bates et al., 2009; Wang, 2010; Lachheb, & Slim, 2017)

ในกรณีที่ผู้บริหารมีการตัดสินใจกักตุนหรือสะสมกระแสเงินสดอิสระ ส่งผลทำให้กิจการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก อันเป็นเหตุให้ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจประกาศจ่ายเงินปันผลจ่ายน้อยกว่าที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังหรืองดการประกาศจ่าย (Kusnadi, 2011) เพื่อเป็นการวางแนวทางการ

บริหารความขัดแย้งภายในกิจการที่จะเกิดขึ้นระหว่างผู้บริหารในฐานะตัวแทน และผู้ถือหุ้นในฐานะตัวการ รัชมภรณ์ อุทัยพัฒนาศักดิ์ (2559) ระบุ บริษัทในไทยมีการถือครองเงินสดลดลง เพื่อเป็นการป้องกันการขัดแย้งเกี่ยวกับผลตอบแทนของทั้งสองฝ่าย นอกจากนี้ ระดับหนี้สิน (Leverage) เป็นรายการหนึ่งที่มีบทบาทสำหรับการควบคุมการถือครองเงินสด เนื่องจากเงินสดส่วนหนึ่งถูกจัดสรรเป็นดอกเบี้ยจ่ายในรอบสิ้นปี และชำระคืนเงินต้นให้แก่เจ้าหนี้ ส่งผลทำให้บริษัทมีเงินลดลง (Khan et al., 2012; Kargar, & Ahmadi, 2013) และรายการค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา (Research and development expenses) เป็นรายการควบคุมการถือครองเงินสดของกิจการได้ มีความสำคัญต่อการพัฒนาธุรกิจและเพิ่มโอกาสในการเพิ่มมูลค่าให้แก่สินค้าและบริการ สร้างความได้เปรียบในการแข่งขันในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน ดังเช่น Lachheb, & Slim (2017) พบว่า ผู้บริหารของบริษัทกลุ่มธนาคารและที่เกี่ยวข้องกับการเงินในประเทศฝรั่งเศส มีรายการค่าใช้จ่ายวิจัยและพัฒนาเป็นจำนวนมาก ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง

รายการหนี้สินและค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาเป็นรายการที่ทำให้ผู้บริหารลดการใช้สิทธิในการสะสมเงินสด อีกทั้งเป็นการป้องกันการถือสิทธิ์นำสินทรัพย์ของบริษัทเป็นสินทรัพย์ส่วนตัวของผู้บริหาร (Asante-Darko et al., 2018)

2. ลักษณะของบริษัทและการถือครองเงินสด (Firm characteristics and cash holdings)

การถือครองเงินสดมีการเพิ่มจำนวนมากขึ้นในตลาดทุนของประเทศที่พัฒนาแล้ว (Kim et al., 2011; Opler et al., 1999; Dittmar et al., 2007; Luo, & Hachiya, 2005; Ferreira, & Vilela, 2004; Bates et al., 2009) วัตถุประสงค์จากอัตราส่วนของเงินสดต่อสินทรัพย์สุทธิในช่วงปี 1952 – 1994 จาก 45 ประเทศ มีค่ามัธยฐานโดยรวมเท่ากับ 6.6% ค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับ 10% โดยประเทศอียิปต์มีการถือครองเงินสดสูงสุด (29.57%) และลำดับต่อมาคือ ประเทศอิสราเอล (20.93%) ในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว ประเทศญี่ปุ่นมีค่าเฉลี่ยการถือครองเงินสดเท่ากับ 15.49% ซึ่งมากกว่าสองเท่าที่สหรัฐอเมริกา อังกฤษและเยอรมัน (Dittmar et al., 2003; Luo, & Hachiya, 2005) บริษัทในสหภาพยุโรปมีเงินสดคิดเป็น 14.8% ของมูลค่าตามบัญชีรวมของสินทรัพย์ (Ferreira, & Vilela, 2004) และบริษัทในสหรัฐอเมริกามีอัตราส่วนเงินสดคิดเป็นสองเท่าของหนี้สินรวม (Bates et al., 2009)

จากการทบทวนวรรณกรรม มีงานวิจัยในอดีตศึกษาปัจจัยการถือครองเงินสดโดยจำแนกออกเป็น 2 แนวทาง คือ 1) ปัจจัยเกี่ยวกับลักษณะของบริษัท (Firm characteristics) และ 2) การกำกับดูแลกิจการ (Corporate governance) (Kim et al., 2011; Opler et al., 1999; Dittmar et al., 2003; Ferreira, & Vilela, 2004; Drobetz, & Gruniner, 2007; D'mello et al., 2008; Bates et al., 2009; Al – Najjar, 2013; Ali, & Yousaf, 2013)

โดยผู้วิจัยนำเสนอหัวข้อคุณลักษณะของกิจการ (Firm characteristics) ที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสดในลำดับต่อไปนี้

1) ขนาดบริษัท (Firm size)

ขนาดบริษัท (Firm size) ถูกกำหนดให้เป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) แสดงข้อมูลเกี่ยวกับความสามารถในการจัดหาเงินในตลาดทุน งานวิจัยในอดีต Drobetz, & Gruniner (2007; Ferreira, & Vilela, 2004) พบว่า ขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด โดยที่บริษัทขนาดใหญ่จะมีการถือครองเงินสดจำนวนน้อย เนื่องจากมีความเข้มแข็งของฐานะทางการเงินได้รับความน่าเชื่อถือทางธุรกิจ สอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยนเมื่อต้องการระดมทุนจากแหล่งภายนอกกิจการ บริษัทขนาดใหญ่มีต้นทุนการจัดหาเงินที่ต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นบริษัทขนาดใหญ่มีความสามารถในการเข้าถึงตลาดทุนได้ดีกว่า จึงไม่มีความจำเป็นต้องถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2557) และบริษัทที่มีขนาดเล็กมีความสามารถในการเข้าถึงตลาดทุนที่น้อยกว่า ดังนั้นเพื่อให้บริษัทที่มีขนาดเล็กต้องการลดต้นทุนการจัดหาเงินให้ต่ำกว่า จึงต้องมีการสะสมจากแหล่งเงินทุนภายใน ซึ่งสอดคล้องทฤษฎีลำดับขั้นการจัดหาเงิน (Kim et al., 2011, D'mello et al., 2008) ในขณะที่ขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด Bates et al. (2009) พบว่า บริษัทขนาดใหญ่มีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากเพื่อให้มีสภาพคล่องทางการเงินและป้องกันความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Al – Najjar (2013; Opler et al., 1999) พบว่า ขนาดบริษัทมิได้เป็นตัวกำหนดหรือปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการรักษาระดับการถือครองเงินสด เนื่องจากการถือครองเงินสดของกิจการมีการผันแปรตามระยะเวลาและการเติบโตของทรัพยากรของ บริษัท ในบริบทของบริษัทในไทยจัดอยู่ในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา ส่งผลทำให้บริษัทในไทยมีขนาดบริษัทที่ความแตกต่างกันมาก (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2563) ความสัมพันธ์ของขนาดบริษัทในไทย โดย สุขล เอี่ยมชีรางกูร (2551) พบการถือครองเงินสดและขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์กันในทิศทางตรงข้าม บริษัทที่มีขนาดเล็กมีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก เพื่อเป็นเงินทุนในการดำเนินงาน ขัดแย้งกับ จุฑาทภรณ์ บุหลันพฤษ์ (2554) พบความสัมพันธ์เชิงบวกของการถือครองเงินสดกับขนาดบริษัทในไทย บริษัทที่มีขนาดของกิจการขนาดใหญ่มีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก

จากผลวิจัยข้างต้นแสดงความสัมพันธ์ของขนาดบริษัทและการถือครองเงินสดมีทิศทางเดียวกันและทิศทางตรงข้าม ผลวิจัยข้างต้นไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน โดยมีผลวิจัยส่วนใหญ่พบว่าขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน ในแง่ของความสามารถระดมเงินทุน ทำให้บริษัทที่มีขนาดใหญ่จึงมีความได้เปรียบมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นสมมติฐานสำหรับการวิจัย คือ

สมมติฐานวิจัยที่ 1: ขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด

2) ระดับหนี้สิน (Leverage)

ระดับหนี้สิน (Leverage) ถูกกำหนดให้เป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) แสดงข้อมูลเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ งานวิจัยในอดีต Isshaq et al. (2009; D'mello et al., 2008) พบว่า ระดับหนี้สินมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด โดยระดับหนี้สินที่มีจำนวนมากส่งผลให้กิจการมีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก แสดงถึงความสามารถในการเข้าถึงตลาดทุน และได้รับประโยชน์จากดอกเบี้ยจ่ายที่เกิดจากหนี้สินมีส่วนช่วยทำให้บริษัทประหยัดภาษี สอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน โดยที่ระดับหนี้สินแสดงให้เห็นว่ากิจการได้มีการจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกของกิจการ ขัดแย้งกับผลงานวิจัย Al – Najjar (2013; Drobetz, & Gruniner, 2007) พบว่า หนี้สินมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด เช่นเดียวกับ Ferreira and Vilela (2004) พบว่าบริษัทที่มีระดับหนี้สินต่ำ มีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก เนื่องจากการถือครองเงินสดเป็นสะสมจากแหล่งเงินทุนภายในกิจการ ทำให้ผู้บริหารไม่ต้องถูกตรวจสอบการบริหารงานจากเจ้าของเงินทุน เมื่อใดที่บริษัทมีการจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนจากภายนอกทำให้ถูกตรวจสอบการบริหารของกิจการมากยิ่งขึ้น โดยกลุ่มเจ้าหนี้สถาบันทางการเงิน เพราะมีกฎหมายคุ้มครองด้านการเงินให้แก่เจ้าของเงินทุนโดยเฉพาะอย่างยิ่งกลุ่มบริษัทในสหภาพยุโรป รวมถึงงานวิจัยของ Kargar, & Ahmadi (2013; Khan et al., 2012) พบว่า ระดับหนี้สินเป็นรายการที่ควบคุมฝ่ายบริหารมิให้มีการสะสมการถือครองเงินสดที่มากเกินไปจนจำเป็น ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลงสอดคล้องกับทฤษฎีกระแสเงินสด ในขณะที่ผลการวิจัยบริษัทในไทยมีผลค่อนข้างน้อย จุฑาภรณ์ บุหพันธ์ (2554; สุขล เอี่ยมชีรางกูร, 2551) พบว่า ระดับหนี้สินมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

จากผลงานวิจัยข้างต้นพบความสัมพันธ์ของระดับหนี้สินและการถือครองเงินสดมีทิศทางเดียวกันและทิศทางตรงข้าม อีกทั้งผลวิจัยของ Kim et al. (2011) ไม่พบความสัมพันธ์ของระดับหนี้สินกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ ผลวิจัยไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจนโดยมีผลวิจัยส่วนใหญ่พบว่าระดับหนี้สินมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน ดังนั้นสมมติฐานสำหรับการวิจัย คือ

สมมติฐานวิจัยที่ 2: ระดับหนี้สินมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

3) โอกาสในการลงทุน (Investment opportunity)

โอกาสในการลงทุน (Investment opportunities) ถูกกำหนดให้เป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) แสดงข้อมูลเกี่ยวกับการสะสมแหล่งเงินทุนของกิจการเพื่อรองรับโอกาสในการลงทุนในการดำเนินงานทางธุรกิจ งานวิจัยในอดีต Boyle, & Guthrie (2003) พบว่า โอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด เมื่อบริษัทมีการลงทุนจำนวนมากมี

ความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด เพื่อรองรับประโยชน์จากโอกาสในการลงทุนที่มีศักยภาพ หากบริษัทที่มีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนน้อย ทำให้ไม่เพียงพอต่อโอกาสในการลงทุน อาจส่งผลทำให้มีการจัดหาเงินจากแหล่งภายนอก มีต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่าต้นทุนทางการเงินจากแหล่งเงินทุนภายใน ดังนั้นเพื่อเป็นการส่งเสริมการลงทุน ลดการสูญเสียโอกาสในการลงทุนที่มีศักยภาพ เช่นเดียวกับ Bates et al. (2009; Froot et al., 1993) พบว่า บริษัทควรมีการถือครองเงินสดให้มีระดับที่ใกล้เคียงกับการลงทุนเป็นการบริหารความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจให้อยู่ในระดับต่ำ และ Ali and Yousaf (2013) พบว่า ผู้บริหารตัดสินใจถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากเพื่อรองรับโอกาสในการลงทุนในอนาคตและบริหารงานให้เกิดผลประโยชน์สูงสุดแก่กิจการ สอดคล้องกับทฤษฎีลำดับขั้นจัดหาเงิน อธิบายการถือครองเงินสดของกิจการ โดยบริษัทมีการสะสมเงินทุนจากการภายในเป็นลำดับแรก และทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ โดยฝ่ายบริหารมีการถือครองเงินสดเพื่อสนับสนุนการตัดสินใจการลงทุนและสร้างโอกาสในการลงทุนของกิจการให้มากขึ้น

ผลวิจัยข้างต้นพิจารณาในแง่ของการสะสมหรือสำรองเงินเพื่อรองรับโอกาสในการลงทุน งานวิจัยของ Chireka, Fakoya (2017; Kim et al., 2011; Ferreira , & Vilela, 2004; Opler et al., 1999) พบว่า บริษัทที่มีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากเพื่อรองรับโอกาสในการลงทุน เพื่อป้องกันค่าใช้จ่ายส่วนเพิ่มที่เกี่ยวข้องกับการสูญเสียโอกาสในการลงทุน ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีแลกเปลี่ยนที่จะก่อให้เกิดต้นทุนความทุกข์ทางการเงิน ในขณะที่ผลวิจัยบริษัทในไทยค่อนข้างน้อย และมีผลการวิจัยที่ไม่ชัดเจน โดย จุฑาภรณ์ บุหลันพฤษ์ (2554) พบว่าบริษัทในไทยมีการสะสมเงินมาก เพื่อทำให้มีการรองรับโอกาสในการลงทุน ซึ่งขัดแย้งกับ สุขล เอี่ยมชีรางกูร (2551) พบว่าโอกาสในการลงทุนไม่มีความสัมพันธ์ต่อการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ

จากงานวิจัยข้างต้น พบว่าความสัมพันธ์ของโอกาสในการลงทุนและการถือครองเงินสด มีทิศทางเดียวกันและไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ผลวิจัยไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน โดยผลวิจัยส่วนใหญ่พบว่าโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด ในแง่ของการบริหารความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจให้มีในระดับที่ต่ำ การสร้างความได้เปรียบสำหรับโอกาสในการลงทุนที่เหมาะสมจากแหล่งเงินทุนภายในที่ต่ำกว่า ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีลำดับขั้นการจัดหาเงินและทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ บริษัทที่มีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากมีโอกาสในการลงทุนที่มากกว่า ดังนั้นสมมติฐานสำหรับการวิจัย คือ

สมมติฐานวิจัยที่ 3: โอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

4) กระแสเงินสด (Cash flow)

กระแสเงินสด (Cash flow) ถูกกำหนดให้เป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) แสดงข้อมูลการกำหนดการถือครองเงินสดจากผลของการบริหารงานกิจการซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนภายในของกิจการ งานวิจัยในอดีต Kim et al. (2011; Bhattacharya, 1992) พบว่า กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการถือครองเงินสด โดยบริษัทที่มีการถือครองเงินสดจากการสะสมกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นจำนวนมาก เพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนสำหรับดำเนินงานมากขึ้น โดยเฉพาะ Drobetz, & Gruniner (2007) พบว่า บริษัทในสวิสเซอร์แลนด์การถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก เกิดจากการสะสมของกระแสเงินสดคือแหล่งเงินทุนที่สำคัญ สอดคล้องกับทฤษฎีลำดับชั้นจัดหาเงิน เนื่องจากการสะสมเงินจากกระแสเงินสดของกิจการ เป็นแหล่งเงินทุนสำรองมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่า สอดคล้องกับงานวิจัย Uyar, & Kuzey (2014; Ali, & Yousaf, 2013; Ferreira, & Vilela, 2004; Opler et al., 1999; Bhattacharya, 1992) อธิบายการถือครองเงินสดของกิจการควรมีการสะสมเงินจากผลประกอบการของกิจการ ในขณะที่ผลการวิจัยบริษัทในไทยค่อนข้างน้อย และมีผลการวิจัยที่ไม่ชัดเจน โดยจุฑาภรณ์ บุหลันพฤษ์ (2554) พบความสัมพันธ์เชิงบวกการถือครองเงินสดกับกระแสเงินสดของบริษัทในไทย ในทางกลับกันสุชล เอี่ยมชีรางกูร (2551) พบว่ากระแสเงินสดไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ

จากงานวิจัยข้างต้นพบว่า ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดและการถือครองเงินสดมีทิศทางเดียวกันและไม่มีความสัมพันธ์ ผลวิจัยไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน โดยผลวิจัยส่วนใหญ่พบว่า กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด ในแง่ของการสะสมของการถือครองเงินสดจากแหล่งเงินทุนภายในกิจการสอดคล้องกับทฤษฎีลำดับชั้นการจัดหาเงิน ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานสำหรับการวิจัย คือ

สมมติฐานวิจัยที่ 4: กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

5) ความผันผวนของกระแสเงินสด (Cash flow volatility)

ความผันผวนของกระแสเงินสด (Cash flow volatility) ถูกกำหนดให้เป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) แสดงข้อมูลเกี่ยวกับความผันผวนของกระแสเงินสดที่มีผลต่อรายจ่ายที่ไม่แน่นอน ส่งผลต่อค่าใช้จ่ายส่วนเพิ่มของกิจการ งานวิจัยในอดีต Drobetz, & Gruniner (2007; Ferreira, & Vilela, 2004; Opler et al., 1999) พบว่าความผันผวนกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันต่อการถือครองเงินสด เพื่อป้องกันค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นในอนาคต บริษัทจึงมีการถือครองเงินสดมากขึ้น และ Drobetz, & Gruniner (2007; Ferreira, & Vilela, 2004; Opler et al., 1999) พบว่ากิจการมีการถือครองเงินสดไม่เพียงพอต่อค่าใช้จ่ายในการบริหารงาน

กิจการ ส่งผลทำให้กิจการมีความทุกข์ทางการเงิน เพื่อเป็นการแก้ไขปัญหาผู้บริหารอาจตัดสินใจนำสินทรัพย์ของกิจการออกจำหน่ายเพื่อไปชำระค่าใช้จ่าย สอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน อธิบายการถือครองเงินสดของกิจการควรคำนึงถึงค่าใช้จ่ายที่มีความไม่แน่นอนในอนาคต ชัดแย้งกับ งานวิจัยของ Uyar, & Kuzey (2014) พบว่า บริษัทในสวิสเซอร์แลนด์ไม่มีความผันผวนของกระแสเงินสดที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสดของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากบริษัทมีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก ในขณะที่ผลการวิจัยบริษัทในไทยมีผลค่อนข้างน้อย สุขล เอี่ยมชีรางกูร (2551) พบว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดของบริษัทในไทยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการถือครองเงินสด

จากงานวิจัยข้างต้น พบว่า ความสัมพันธ์ของความผันผวนกระแสเงินสดและการถือครองเงินสดมีทิศทางเดียวกันและไม่มีความสัมพันธ์ ผลวิจัยไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน โดยผลวิจัยส่วนใหญ่พบว่าความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด ในแง่ของการบริหารค่าใช้จ่ายที่มีความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ให้กิจการมีความทุกข์ทางการเงินในระดับที่ต่ำ รองรับค่าใช้จ่ายส่วนเพิ่มที่จะเกิดขึ้นในกรณีฉุกเฉิน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน ดังนั้นการตั้งสมมติฐานการวิจัย คือ

สมมติฐานวิจัยที่ 5: ความผันผวนกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

6) สินทรัพย์สภาพคล่อง (Liquidity assets)

สินทรัพย์สภาพคล่อง (Liquidity assets) กำหนดให้เป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) แสดงข้อมูลเกี่ยวกับรายการสินทรัพย์เทียบเท่ารายการเงินสด เมื่อใดบริษัทต้องการถือครองเงินสด สามารถนำสินทรัพย์สภาพคล่องแลกเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ทันที งานวิจัยในอดีต Kim et al. (2011; D'mello et al., 2008; Drobetz, & Gruniner, 2007; Ferreira, & Vilela, 2004) พบว่า สินทรัพย์สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด เมื่อบริษัทต้องการถือครองเงินสดเพิ่มมากขึ้น จะนำรายการสินทรัพย์สภาพคล่องออกจำหน่ายและในสถานการณ์ตรงกันข้าม กิจการมีการลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่อง ย่อมส่งผลทำให้การถือครองเงินสดลดลงตามไปด้วย ตามทฤษฎีแลกเปลี่ยน อธิบายการถือครองเงินสดของกิจการมีการลดลง ในกรณีที่กิจการมีการลงทุนหรือซื้อสินทรัพย์สภาพคล่องเพื่อสร้างผลตอบแทนที่เหมาะสมและในทางกลับกัน เมื่อกิจการมีความต้องการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น กิจการมีการขายสินทรัพย์สภาพคล่อง และ Uyar, & Kuzey (2014) พบว่า ในสถานการณ์ที่ กิจการมีความประสงค์ต้องการเลิกกิจการ จะมีการนำสินทรัพย์สภาพคล่องจะต้องถูกนำออกจำหน่ายแปลงสภาพให้เป็นเงินสดเพื่อนำไปชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้และส่วนที่เหลือให้เป็นของผู้ถือหุ้น ในขณะที่ผลการวิจัยบริษัทในไทยมีผลค่อนข้างน้อย โดย จุฑาภรณ์ บุหลันพฤษ์ (2554; สุขล เอี่ยมชีรางกูร, 2551) พบว่า ความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามของการถือครองเงินสดกับสินทรัพย์สภาพคล่อง เมื่อบริษัทต้องการการถือครองเงินสด

เพื่อนำไปเป็นค่าใช้จ่ายสำหรับการดำเนินงานของกิจการจะมีการนำสินทรัพย์สภาพคล่องออกจำหน่าย

จากงานวิจัยข้างต้น พบว่า สินทรัพย์สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด เมื่อพิจารณาในแง่ของการลงทุนสินทรัพย์สภาพคล่องของกิจการเพื่อสร้างผลตอบแทนสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานการวิจัยคือ

สมมติฐานวิจัยที่ 6: สินทรัพย์สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด

7) การจ่ายเงินปันผล (Dividend payment)

การจ่ายเงินปันผล (Dividend payment) ถูกกำหนดให้เป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) แสดงข้อมูลการจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นของกิจการด้วยการจ่ายเงินปันผล งานวิจัยในอดีต Chireka, & Fakoya (2017; Al – Najjar, 2013) พบว่า การจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดเป็นไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ ทำให้เกิดแรงดึงดูดความสนใจของนักลงทุนมากยิ่งขึ้น ซึ่งมีความสำคัญต่อบริษัทที่อยู่ในกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนาช่วยทำให้มีความสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากยิ่งขึ้น เช่นเดียวกับ Drobetz, & Gruniner (2007; Isshaq et al., 2009) พบว่า การจ่ายเงินปันผลของกิจการ ทำให้นักลงทุนตัดสินใจลงทุนกับกิจการได้ส่งผลทำให้กิจการถือครองเงินสดมีจำนวนมากขึ้น พร้อมกันนั้น เมื่อบริษัทมีการประกาศและจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นเป็นให้ผลประโยชน์ตอบแทนของเงินลงทุน ช่วยลดข้อโต้แย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นได้ สอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน อธิบายว่าการจ่ายเงินปันผลส่งผลต่อภาพพจน์ที่ดี มีประโยชน์ต่อการจัดหาเงินทุนของบริษัท ขัดแย้งกับ D'mello et al. (2008; Opler et al., 1999) พบว่า การจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดเป็นไปในทิศทางตรงข้าม หรือในกรณีที่บริษัทได้มีการประกาศจ่ายเงินปันผล เนื่องจากผู้บริหารมีแรงจูงใจในการถือครองเงินสดเพื่อสะสมเป็นเงินทุนสำหรับการบริหารโครงการที่ตนเองเป็นผู้ควบคุม สอดคล้องกับทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ ในขณะที่ผลการวิจัยบริษัทในไทยมีผลการวิจัยค่อนข้างน้อย โดย สุขล เอี่ยมชีรางกูร (2551) พบว่า การจ่ายเงินปันผลไม่พบความสัมพันธ์ต่อการถือครองเงินสด

จากงานวิจัยข้างต้น พบว่าความสัมพันธ์ของการจ่ายเงินปันผลและการถือครองเงินสดมีทิศทางเดียวกัน ทิศทางตรงข้ามและไม่พบความสัมพันธ์ซึ่งมีผลวิจัยไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน เมื่อพิจารณาในแง่ของการจ่ายเงินปันผลที่มีต่อผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน ดังนั้นสมมติฐานสำหรับการวิจัย คือ

สมมติฐานวิจัยที่ 7 :การจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครอง เงินสด

8) ค่าใช้จ่ายวิจัยและพัฒนา (Research and development expenses)

ค่าใช้จ่ายวิจัยและพัฒนา (Research and development expenses) กำหนดให้เป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) แสดงข้อมูลเกี่ยวกับการกำหนดรายการค่าใช้จ่ายเพื่อการบริหารความเสี่ยงของกิจการ ผลงานวิจัยในอดีต D'mello et al. (2008; Opler et al., 1999) พบว่าค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดเป็นไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ บริษัทต้องมีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก เพื่อเป็นเงินทุนสำรองป้องกันความเสี่ยงจากการดำเนินงานทางธุรกิจที่จะเกิดขึ้น ส่งผลทำให้มีค่าใช้จ่ายวิจัยและพัฒนาเป็นจำนวนมากสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade off theory) รายการค่าใช้จ่ายวิจัยและพัฒนา เพื่อป้องกันเหตุการณ์ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับยอดขายของสินค้าและบริการในอนาคตของกิจการ ขัดแย้งกับ Asante-Darko et al. (2018; Lachheb, & Slim, 2017; Uyar, & Kuzey, 2014) พบว่า ค่าใช้จ่ายวิจัยและพัฒนา มีความสัมพันธ์มีทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา เป็นรายการควบคุมการตัดสินใจการใช้จ่ายเงินของผู้บริหารบริษัท และป้องกันการตัดสินใจลงทุนในโครงการที่สร้างผลตอบแทนน้อยเกินไป จึงทำให้กิจการมีจ่ายค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาเป็นจำนวนมากส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง สอดคล้องกับทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ อธิบายประโยชน์ของค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา เกี่ยวกับการควบคุมพฤติกรรมการใช้จ่ายในการลงทุนในโครงการต่าง ๆ ที่ไม่เหมาะสม หรือพฤติกรรมที่เอนเอียงผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่ากิจการ จากการทบทวนวรรณกรรมไม่พบผลงานวิจัยของบริษัทในไทยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสด

จากงานวิจัยข้างต้น พบว่าความสัมพันธ์ของค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาและการถือครองเงินสดมีทิศทางเดียวกันและทิศทางตรงข้ามซึ่งมีผลงานวิจัยผลวิจัยไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน ผลวิจัยโดยส่วนใหญ่คือ ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาและการถือครองเงินสดมีทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด เมื่อพิจารณาในแง่ของรายจ่ายค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา เป็นรายการกำหนดการถือครองเงินสดของกิจการให้มีจำนวนลดลง เพื่อเป็นรายการหนึ่งของการควบคุมพฤติกรรมการใช้จ่ายในการลงทุนในโครงการต่าง ๆ ตามอำนาจและสิทธิผลประโยชน์ของฝ่ายบริหาร สอดคล้องกับทฤษฎีกระแสเงินสด ดังนั้นการตั้งข้อสมมติฐานสำหรับการวิจัย คือ

สมมติฐานวิจัยที่ 8: ค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนาที่มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับ การถือครองเงินสด

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)

1. ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ

ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ ตามที่องค์กรเพื่อความร่วมมือและพัฒนาเศรษฐกิจ ระบุคือ การสร้างบรรยากาศความไว้วางใจ ความโปร่งใสและความรับผิดชอบที่จำเป็นสำหรับการลงทุนระยะยาว ความเสถียรภาพทางการเงินและความสมบูรณ์ของธุรกิจ ทำให้การเติบโตที่แข็งแกร่งและสังคมที่มีการรวมตัวกันมากขึ้น (Organization for Economic Cooperation and Development, 2017) โดยที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระบุคือ ภาพรวมของโครงสร้างองค์กรที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการบริษัท ฝ่ายผู้บริหารบริษัทและผู้ถือหุ้น โดยกำหนดกระบวนการให้มีการสร้างกลไกและมาตรการที่ใช้กำกับกับการตัดสินใจให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของการประกอบธุรกิจ โดยที่ผู้ถือหุ้นเป็นผู้ลงทุน มีการแต่งตั้งตัวแทนเพื่อปฏิบัติหน้าที่เพื่อการบริหารงานขององค์กรให้การดำเนินกิจการเป็นไปตามวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการ และในขณะเดียวกันมีการแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัท ทำหน้าที่การติดตาม ประเมินผล และการกำกับดูแลการรายงานผลการดำเนินงาน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562)

การกำกับดูแลกิจการสามารถจำแนกความหมายออกเป็นสองมุมมอง คือ 1) มุมมองภายในบริษัท คือ คณะกรรมการบริษัทและฝ่ายบริหารเป็นส่วนหนึ่งของกระบวนการทำงานและสร้างบรรยากาศที่ดี มีบทบาทหน้าที่การบริหาร การตรวจสอบและถ่วงดุลอำนาจ และ 2) มุมมองภายนอกบริษัท ผลลัพธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีสะท้อนผลทำให้บริษัทมีความสามารถในการแข่งขัน เกิดความมั่นคงทางการเงิน ผู้ถือหุ้นลงทุนระยะยาว เกิดการรวมตัวกันของผู้มีส่วนได้เสียและชุมชน สร้างความอยู่รอดให้แก่บริษัท (อัญญา อัญญา ชันทวีทย์, ศิลปพร ศรีจันเพชร, และเดือนเพ็ญ จันทร์ศิริศรี, 2552)

ตามความหมายของการกำกับดูแลกิจการข้างต้น สรุปได้ว่า การกำกับดูแลกิจการคือการกำหนดให้กิจการมีการสร้างกระบวนการและความสัมพันธ์ทำงานที่ดีให้เกิดขึ้นภายในองค์กร ภายใต้โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทร่วมกันกำหนดกระบวนการบริหารให้มีการตรวจสอบ ติดตาม และประเมินผลได้ ซึ่งจะทำให้องค์กรมีความเจริญเติบโต สร้างผลตอบแทนแก่กิจการและผู้มีส่วนได้เสีย

2. การกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เป็นหน่วยงานกลางที่ทำหน้าที่กำกับและติดตาม ร่วมกับบรรษัทภิบาลแห่งชาติเป็นผู้ออกกฎเกณฑ์ (Preventive regulations) พร้อมดำเนินการบังคับการใช้กฎหมาย (Enforcement) เกี่ยวกับกฎระเบียบและแนวทางปฏิบัติของหลักการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน พร้อมทั้งส่งเสริมสนับสนุนและติดตาม (Monitoring) ให้บริษัทสมาชิกปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ และเพื่อให้กฎหมายสามารถลงไปสู่แนวทางปฏิบัติได้จริง (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2562) พร้อมกันนั้นยังมีหน่วยงาน สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ทำหน้าที่พัฒนาให้กรรมการบริษัทสามารถนำกฎระเบียบประยุกต์กับการดำเนินงานของกิจการได้ และส่งผลทำให้กิจการมีการเติบโต สร้างผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับมาตรฐานสากลด้านการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งกฎหมายเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการมีบรรทัดฐานเป็นตามองค์การเพื่อความร่วมมือและการพัฒนาเศรษฐกิจ (Organization for Economic Co-operation and Development Principles of Corporate Governance: OECD) (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2562)

ในปี พ.ศ. 2545 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ เพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติให้แก่บริษัทจดทะเบียน สำหรับการวางแนวทางปฏิบัติที่ดี โดยระบุสาระสำคัญของบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารฝ่ายการบัญชีของบริษัทจดทะเบียนไทย ในการลงลายมือชื่อรับรองความถูกต้องเกี่ยวกับการจัดทำงบการเงินและการควบคุมภายในด้านจัดทำงบการเงิน เพื่อให้หลักปฏิบัติมีความสอดคล้องกับมาตรฐานสากล รวมถึงสร้างความเชื่อมั่นให้กับบริษัทจดทะเบียนไทยและภาพลักษณ์ของตลาดทุนของไทย เหตุผลหลักในการกำหนดกฎระเบียบดังกล่าว คือ ปัญหาของเหตุการณ์ของปัญหาทางการเงินเมื่อปี ค.ศ. 2002 การปิดกิจการของธุรกิจยักษ์ใหญ่ WorldCom Enron Xerox ในสหรัฐอเมริกา จากการปิดบังรายการและตกแต่งบัญชีในงบการเงิน สะท้อนความไม่โปร่งใสในการบริหารงานของผู้บริหารที่มีผลต่อตัวเลขและข้อมูลในงบการเงิน Sarbanes-Oxley Act (2002) และวิกฤตทางการเงินในเอเชีย หรือ “วิกฤตต้มยำกุ้ง” เนื่องจากมีบริษัทจดทะเบียนไทยพึ่งพาแหล่งเงินกู้จากต่างประเทศด้วยการก่อหนี้ระยะสั้นแต่มีการบริหารจัดการนำไปลงทุนในโครงการระยะยาว รวมทั้งสถาบันการเงินจัดหาเงินทุนจากเงินกู้ยืมระยะสั้นจากต่างประเทศแล้วนำมาปล่อยกู้ระยะยาวในประเทศด้วยอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่า สะท้อนปัญหาการจัดการเงินผนวกกับการปล่อยสินเชื่อที่มีรูปแบบ “relationship lending” คือการพิจารณาสินเชื่อจากความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทเงินทุนและธนาคารกับผู้กู้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545, Yellen, 2007)

ต่อมาในปี พ.ศ. 2555 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มุ่งเน้นให้บริษัทจดทะเบียนของไทยมีภาพลักษณ์ที่ดี ดังเช่นเดียวกับกลุ่มประเทศ ASEAN ซึ่งเป็นมาตรฐานเดียวกันกับ ASEAN Corporate Governance Scorecard มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการ โดยการกำหนดหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2555 ประกอบด้วย แนวปฏิบัติที่ดี 5 หมวด ได้แก่ หมวดที่ 1 สิทธิผู้ถือหุ้น หมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน โดยสองหมวดนี้ ต้องการให้บริษัทส่งเสริมการใช้สิทธิความเป็นเจ้าของบริษัท และปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเสมอภาค หมวดที่ 3 บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย เพื่อให้บริษัทมีความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง และส่งเสริมให้กิจการเกิดความมั่นคง หมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส เพื่อให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลทางการเงินและมีใช้การเงิน มีความโปร่งใสในช่องทางที่ผู้สนใจข้อมูลเข้าถึงได้ง่าย และหมวดที่ 5 ความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ จัดให้มีหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี และที่สำคัญการปฏิบัติงานมีความอิสระต่อคณะกรรมการฝ่ายจัดการของบริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555)

การกำหนดโครงสร้างคณะกรรมการของบริษัทในไทย มีส่วนสำคัญอย่างยิ่งต่อกลไกการกำกับดูแลกิจการ เป็นตัวผลักดันทำให้มีการปฏิบัติหน้าที่เกี่ยวกับการตรวจสอบกระบวนการทำงานของผู้บริหาร สร้างความแข็งแกร่งของการปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้น ช่วยลดปัญหาระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นลดน้อยลง อย่างไรก็ตาม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมิได้กำหนดจำนวนของการแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทที่จะให้การบริหารจัดการของกิจการที่ดี กำหนดเฉพาะแนวทางปฏิบัติที่เสนอสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ให้กิจการมีการพิจารณาตามขนาดของลักษณะธุรกิจ ขอบเขตของเนื้อหาของการประกอบกิจการตามลักษณะเฉพาะแต่ละบริษัท และภาคอุตสาหกรรม (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551)

จากความร่วมมือของหน่วยงานกำกับดูแลและบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้ประเทศไทยมีการพัฒนาหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้มีมาตรฐานสากล โดยมีการเข้าร่วมเป็นส่วนหนึ่งของโครงการรวมตลาดทุนของกลุ่มอาเซียน ผลการประเมินภาพรวมของโครงการ CG Watch โดย Asian Corporate Governance Association: ACGA (Asian Corporate Governance Association, 2020) ประเทศไทยเข้าร่วมเป็นส่วนหนึ่งของโครงการรวมตลาดทุนของกลุ่มอาเซียน โดยมีผลคะแนนปีล่าสุดไทยอยู่อันดับที่ 7 ระดับคะแนนเท่ากับ 56.6 สะท้อนถึงผลการปฏิบัติการที่ดีและดึงดูดการลงทุนของกิจการในภูมิภาคอาเซียน ดังตาราง 1 แสดงผลการประเมินภาพรวมของโครงการ CG Watch โดย Asian Corporate Governance Association: ACGA

ตาราง 1 แสดงผลการประเมินภาพรวมของโครงการ CG Watch โดย Asian Corporate
Governance Association: ACGA

| ประเทศ | 2010 | 2012 | 2014 | 2016 | 2018 | 2020 |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|
| 1. ฮองกง | 65 | 66 | 65 | 65 | 60 | 63.5 |
| 2. สิงคโปร์ | 67 | 69 | 64 | 67 | 59 | 63.2 |
| 3. ไต้หวัน | 55 | 53 | 56 | 60 | 56 | 62.2 |
| 4. มาเลเซีย | 52 | 55 | 58 | 56 | 58 | 59.5 |
| 5. ญี่ปุ่น | 57 | 55 | 60 | 63 | 54 | 59.3 |
| 6. อินเดีย | 49 | 51 | 54 | 55 | 54 | 58.2 |
| 7. ไทย | 55 | 58 | 58 | 58 | 55 | 56.6 |
| 8. เกาหลี | 45 | 49 | 49 | 52 | 46 | 52.9 |
| 9. จีน | 49 | 45 | 45 | 43 | 41 | 43.0 |
| 10. ฟิลิปปินส์ | 37 | 41 | 40 | 38 | 37 | 39.0 |
| 11. อินโดนีเซีย | 40 | 37 | 39 | 36 | 34 | 33.6 |

ที่มา: Asian Corporate Governance Association, 2020

ในปี พ.ศ. 2560 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เน้นให้คณะกรรมการสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ถือหุ้น นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสีย โดยมุ่งไปสู่ผล (Governance outcome) ภายใต้หลักการ Apply และ Explain อย่างน้อย 4 ประการ คือ 1) สามารถแข่งขันได้และมีผลประกอบการที่ดี 2) ประกอบธุรกิจอย่างมีจริยธรรม เคารพและมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย 3) เป็นประโยชน์ต่อสังคม และพัฒนาหรือลดผลกระทบด้านลบต่อสิ่งแวดล้อม และ 4) สามารถปรับตัวได้ภายใต้ปัจจัยการเปลี่ยนแปลงและประเด็นสำคัญที่เกี่ยวข้องกับสภาพคล่องของกิจการ มีผลต่อการบริหารการเงินของบริษัท ระบุหน้าที่ของคณะกรรมการที่เกี่ยวข้องกับการดูแลสภาพคล่องของบริษัท (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

...เพิ่มหน้าที่ของคณะกรรมการในการดูแลความเพียงพอของสภาพคล่องทางการเงินคล่องทางการเงินและความสามารถในการชำระหนี้ และกลไกที่จะสามารถกอบกู้ฐานะการดำเนินงานได้ ในกรณีกิจการประสบปัญหาทางการเงิน ตลอดจนการดูแลให้พนักงานมีความรู้ความเข้าใจในการบริหารจัดการเงิน และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ

จากความสำคัญของการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่มุ่งเน้นให้บริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งคณะกรรมการบริษัท มีแนวทางปฏิบัติที่ดีคำนึงถึงผู้ถือหุ้น ผู้มีส่วนได้เสีย ทั้งนี้เพื่อประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทในไทย เนื่องจากลักษณะเป็นธุรกิจครอบครัวเป็นผู้ก่อตั้งกิจการ การจัดตั้งคณะกรรมการบริหารให้เป็นไปตามหลักการกำกับกิจการที่ดีมีนัยสำคัญที่จะช่วยให้เกิดการปรับปรุงประสิทธิภาพของธุรกิจ ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการส่งผลดีต่อภาพพจน์ตลาดทุนไทย ส่งผลทำให้กำไรต่อหุ้นและมูลค่ากิจการเพิ่มมากขึ้น (Aisakkul, 2016; นพพร แพทย์รัตน์, และพัทธนันท์ เพชรเชิดชู, 2561)

อย่างไรก็ตาม บริษัทแต่ละแห่งอาจมีโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่ความแตกต่างกัน เนื่องจากโครงสร้างของผู้ถือหุ้นมีลักษณะเฉพาะกลุ่ม เช่น กลุ่มบริษัทในเอเชีย โดยส่วนใหญ่การก่อตั้งกิจการจากกลุ่มธุรกิจครอบครัว ซึ่งเป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการ ส่งผลต่อแนวทางการบริหารงานคำนึงสิทธิและผลตอบแทนให้แก่กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ ดังนั้นจึงมีการรวมอำนาจและสิทธิเพื่อแต่งตั้งสมาชิกของกลุ่มครอบครัวตำแหน่งโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทและคณะกรรมการฝ่ายบริหาร เรียกว่า ระบบโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่รองรับธุรกิจครอบครัว (Family-based System) โดยกลุ่มบริษัทในเอเชียมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ครอบครองการถือหุ้น 56.94% (OECD Survey of Corporate Governance Frameworks in Asia, 2017) ในขณะเดียวกัน กลุ่มบริษัทในญี่ปุ่น มีกลุ่มสถาบันการเงินหรือกลุ่มธนาคารพาณิชย์เข้าร่วมลงทุนเป็นผู้ถือหุ้นโดยส่วนใหญ่ ส่งผลทำให้มีแนวทางการบริหารงานคำนึงสิทธิและผลตอบแทนให้แก่เจ้าหนี้ ดังนั้นจึงมีโครงสร้างลักษณะของผู้ถือหุ้นเช่นนี้สอดคล้องกับ ระบบการกำกับดูแลที่รองรับหรือชี้นำโดยธนาคาร (Bank-based system) ซึ่งแตกต่างจากกลุ่มบริษัทในสหราชอาณาจักรและสหรัฐอเมริกา Koller et al. (1990) พบว่า มีผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นจำนวนมาก ส่งผลทำให้มีแนวทางการบริหารงานเพื่อสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ โดยคำนึงถึงสิทธิและผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นเป็นอย่างมากซึ่งสอดคล้องกับระบบรองรับตลาดทุน (Market-based System) (สุทธิศักดิ์ ไกรสรสุธาสินี, 2556)

3. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ

3.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

ในปี ค.ศ. 1932 Berle, & Means (1932 as cited in Demsetz, 1983) กล่าวถึงประเด็นการกำกับดูแลกิจการอันเกี่ยวข้องกับการแยกความเป็นเจ้าของและการควบคุมของผู้ถือหุ้น (The separation ownership and control) เนื่องจากผู้ถือหุ้นมอบอำนาจและสิทธิ์ในการบริหารทรัพย์สินบริษัทให้แก่ผู้บริหาร เพื่อทำหน้าที่ดำเนินกิจการเพื่อสร้างผลประโยชน์แทนผู้ถือหุ้น ทำให้การบริหารงานของผู้บริหารมีความใกล้ชิดกับสินทรัพย์ของกิจการ อาจทำให้ผู้บริหารมีพฤติกรรมเอินเอียงไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น จากความกังวลของผู้ถือหุ้นที่มีต่อผู้บริหาร Jensen, & Meckling (1976) อธิบายทฤษฎีตัวแทน กำหนดให้มีโครงสร้างคณะกรรมการแบ่งแยกหน้าที่ให้เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการ คือ 1) คณะกรรมการผู้บริหารบริษัททำหน้าที่เป็นฝ่ายบริหารองค์กร เมื่อพิจารณาตามแนวทางปฏิบัติของทฤษฎีตัวแทน การกำหนดโครงสร้างคณะกรรมการของบริษัทที่มีจำนวนมากหรือจำนวนน้อยขึ้นไม่ส่งผลต่อการถือครองเงินสดของกิจการ เนื่องจากมุ่งเน้นความสำคัญของบทบาทหน้าที่สำคัญของโครงสร้างคณะกรรมการมีความแข็งแกร่ง และทำหน้าที่ปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นทำให้ปัญหาตัวแทนลดน้อยลง (Harford et al., 2008; Dittmar et al., 2007) และ 2) คณะกรรมการอิสระและตรวจสอบ ทำหน้าที่ฝ่ายจัดการติดตามและตรวจสอบด้วยความอิสระ เพื่อก่อให้เกิดการสร้างกระบวนการทำงานที่มีโปร่งใสในการดำเนินงาน ป้องกันการปิดบังการเข้าถึงข้อมูล และดูแลผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้น กล่าวคือปฏิบัติงานตรวจสอบและคานอำนาจการปฏิบัติงานของผู้จัดการ ตามบทบาทหน้าที่ในฐานะตัวแทนของผู้ถือหุ้น ส่งผลให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง (Ozkan, & Ozkan, 2004) ต่อมาในปี ค.ศ. 1983 Fama & Jensen พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีผู้ถือหุ้นได้รับการแต่งตั้งให้เป็นคณะกรรมการบริษัท ทำให้มีบทบาทควบรวมความเป็นเจ้าของกับฝ่ายบริหารในคนเดียวกัน ทำให้ลดความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น เนื่องจากได้เข้ามามีบทบาทการตัดสินใจและบริหารกิจการ ควบคุมการใช้จ่ายเงินเพื่อการบริหารงานโครงการเป็นจำนวนมาก ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง (Asante-Darko, 2018, Ameer, 2012, Kusnadi 2011)

3.2 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)

ในปี ค.ศ. 1983 Freeman และ Reed กล่าวถึงประเด็นการกำกับดูแลกิจการอันเกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งมีความแตกต่างจากทฤษฎีตัวแทนที่มุ่งเน้นให้มีการดำเนินกิจการตามหลักกำกับดูแลกิจการที่คำนึงถึงผลประโยชน์เฉพาะกลุ่มของผู้ถือหุ้น ตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) มีแนวคิดการกำหนดวิสัยทัศน์ โดยมีการรับฟังความคิดเห็นของผู้มีส่วนได้เสียทุกภาคส่วน เช่น พนักงาน ลูกค้า คู่ค้า คู่แข่งขัน หน่วยงานภาครัฐภาคเอกชนและสังคมชุมชนของบริษัท เพื่อเป็นแนวทางสำหรับการกำหนดแนววิสัยทัศน์ของบริษัท พัฒนาสินค้าและ

บริการของกิจการประสบความสำเร็จ จากความร่วมมือกันของสังคม โดยผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ได้แก่ ลูกค้า พนักงาน คู่ค้า คู่แข่ง ภาครัฐและชุมชนมีบทบาทในการควบคุมและสร้างมูลค่าบริษัทยั่งยืน

จากแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่เกิดจากการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสีย Hill, & Jones (1992) พบว่าบริษัทในสหรัฐอเมริกาคัดเลือกผู้มีส่วนได้เสียเข้าร่วมเป็นคณะกรรมการบริษัทกำหนดนโยบายการบริหารงานของบริษัท โดยนำกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียเรียงลำดับความสำคัญจากผลกระทบต่อบริษัทและมีผลทางกฎหมาย แต่บริษัทในเยอรมันให้สิทธิในการตัดสินใจการบริหารร่วมอย่างเป็นทางการ Jansson (2005) พบว่า โครงสร้างบริษัทของญี่ปุ่นมีเจ้าหน้าที่ธนาคารและพนักงานใกล้ชิดและกำหนดนโยบายการบริหารงานของบริษัทเพื่อรักษาชื่อเสียง ความน่าเชื่อถือและปกป้องกลุ่มผู้มีส่วนได้เสีย เช่นเดียวกับ Al-Najjar (2013; Luo, & Hachiya, 2005) บริษัทในญี่ปุ่นมีกลุ่มกลุ่มธนาคารหรือสถาบันการเงินมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ใกล้ชิดกับบริษัท ทำให้มีอิทธิพลต่อการมีส่วนร่วมในกำหนดนโยบายบริษัท เพื่อให้กิจการเติบโตและมีความได้เปรียบทางการแข่งขันทางธุรกิจ ส่งผลทำให้กิจการมีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก

3.3 ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship theory)

ในปี ค.ศ. 1995 Donaldson, & Preston กล่าวถึงประเด็นการกำกับดูแลกิจการอันเกี่ยวข้องกับการควบคุมตำแหน่งประธานฝ่ายบริหารและฝ่ายจัดการ ตามทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship theory) อธิบายการกำหนดโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท โดยมีการมอบอำนาจให้ผู้บริหารสูงสุดทำหน้าที่ควบคุมตำแหน่งประธานคณะกรรมการ บริษัทและประธานผู้บริหารกิจการ (CEO duality) หรือที่เรียกว่า โครงสร้างความเป็นผู้นำของคณะกรรมการรับมอบอำนาจการควบคุมและการตัดสินใจสูงสุด ซึ่งแตกต่างจากทฤษฎีตัวแทน กำหนดให้มีการแบ่งแยกหน้าที่ในการปฏิบัติงาน โดยแต่ละคนรับมอบอำนาจตำแหน่งประธานคณะกรรมการและตำแหน่งผู้บริหารสูงสุด

จากแนวทางการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทจะมีลักษณะเป็นผู้นำ Davis et al. (1997) พบว่า บริษัทในสหรัฐอเมริกามีการกำหนดโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทผู้มาเป็นจำนวนมาก เช่นเดียวกับ Elsayed (2007) พบว่า บริษัทในอียิปต์ กำหนดโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทผู้ผู้นำ มีแนวคิดในการบริหารจัดการที่ไม่มีปัญหาตัวแทนเกิดขึ้นภายในบริษัท ช่วยให้บริษัทลดค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบและไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้จัดการและผู้ถือหุ้น ดังนั้นจึงไม่จำเป็นต้องมีการแต่งตั้งคณะกรรมการตรวจสอบทำหน้าที่แทนผู้ถือหุ้น Kusnadi (2011; Kuan et al., 2012) พบว่า โครงสร้างคณะกรรมการที่มีการกำหนดตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ (CEO duality) ทำให้ผู้บริหารมีสิทธิและอำนาจในการตัดสินใจบริหารต่อการถือครองเงินสดของกิจการมีจำนวนมาก เพื่อช่วยส่งเสริมให้การบริหารงานเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ทำให้การตัดสินใจมีความรวดเร็วและเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานของบริษัท

ทั้งนี้ผู้บริหารที่คำนึงถึงผู้ถือหุ้นมากกว่าส่วนตัว ไม่เรียกร้อยรางวัลชดเชย อุทิศเวลาให้กับบริษัท (Aleksey, 2009)

4. การกำกับดูแลกิจการและการถือครองเงินสด

จากการทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดการถือครองเงินสด โดยพิจารณาตามการกำกับดูแลกิจการ (Corporate governance) เพื่อตรวจสอบและอธิบายสาเหตุการถือครองเงินสดที่เพิ่มขึ้นหรือลดลง มีการกำหนดตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) โดยพิจารณาตามโครงสร้างคณะกรรมการ (Board Structure) และโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership structure) ดังต่อไปนี้

4.1 ขนาดของคณะกรรมการ (Board size)

ขนาดของคณะกรรมการ (Board size) กำหนดให้เป็นตัวแทนค่า (Proxy variable) แสดงข้อมูลเกี่ยวกับจำนวนคณะกรรมการของบริษัท ผลวิจัยในอดีต Ksnadi (2011) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการถือครองเงินสด กล่าวคือ บริษัทที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการมาก ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดมากขึ้น ขัดแย้งกับ Huang et al. (2015) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดในทิศทางตรงกันข้าม ในขณะเดียวกัน Harford et al. (2008) โครงสร้างคณะกรรมการของบริษัทที่มีสัดส่วนของขนาดบริษัทมีจำนวนมากหรือจำนวนน้อยขึ้นไม่มีความสัมพันธ์ต่อการถือครองเงินสดที่เพิ่มขึ้นหรือลดลง อย่างไรก็ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) อธิบายการกำหนดโครงสร้างคณะกรรมการฝ่ายบริหารและฝ่ายจัดการมีการแยกหน้าที่ให้มีเกิดความมีอิสระและมีความโปร่งใสในการดำเนินงาน และผลการวิจัยบริษัทในไทยมีจำนวนน้อยมาก โดย ภูริวัจน์ โอวภูสมสิริสกุล, วิสุทธ จิตอารี, และชัยวุฒิ ตั้งสมชัย (2562) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการของบริษัทในไทยไม่มีความสัมพันธ์ต่อการถือครองเงินสด

จากงานวิจัยข้างต้น พบว่า ความสัมพันธ์ของขนาดของคณะกรรมการกับการถือครองเงินสดมีทิศทางเดียวกัน ทิศทางตรงกันข้าม และไม่พบความสัมพันธ์ ซึ่งผลวิจัยไม่มีความชัดเจน เนื่องจากไม่มีการระบุจำนวนขนาดของคณะกรรมการเพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติ กำหนดให้บริษัทมีการแต่งตั้งคณะกรรมการให้มีการคำนึงถึงความเหมาะสมกับขนาดของกิจการ เมื่อพิจารณาในแง่ของการกำหนดโครงสร้างคณะกรรมการให้มีการสร้างกระบวนการทำงานและบรรยากาศที่ดีต่อการกำกับดูแลกิจการให้สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน ดังนั้นสมมติฐานสำหรับการวิจัย คือ

สมมติฐานวิจัยที่ 9: ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด

4.2 กรรมการอิสระและตรวจสอบ (Independent directors)

กรรมการอิสระและตรวจสอบ (Independent directors) กำหนดให้เป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) แสดงข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท ทำให้เกิดกระบวนการติดตาม ควบคุมและตรวจสอบ เพื่อสร้างความโปร่งใสในการดำเนินงานของบริษัทผลวิจัยในอดีต Harford et al. (2008; Ozkan, & Ozkan, 2004) พบว่า กรรมการอิสระและตรวจสอบมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด กล่าวคือ บริษัทที่มีการกำหนดกรรมการอิสระและตรวจสอบอย่างน้อยสามท่านกำหนดให้ทำหน้าที่เพื่อคานอำนาจของฝ่ายบริหาร สอบทานการทำงานเพื่อมิให้มีพฤติกรรมเอนเอียงในส่วนผลประโยชน์ส่วนตัว มีผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน อธิบายโครงสร้างคณะกรรมการที่มีกระบวนการกำกับดูแลกิจการมีหน้าที่ตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้จัดการในฐานะที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้น โดยมีความอิสระในการดำเนินงานแยกหน้าที่จากฝ่ายบริหาร เพื่อดูแลผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้น ขัดแย้งกับ Kuan et al. (2012) พบว่า กรรมการอิสระและตรวจสอบไม่มีความสัมพันธ์ต่อการถือครองเงินสดของกิจการ ในขณะที่ผลการวิจัยของบริษัทในไทยมีจำนวนน้อยมาก โดย ภูริวัจน์ โอวกุสมสิริสกุล, วิสุทธธ จิตอารี, และชัยวุฒิ ตั้งสมชัย (2562) พบว่ากรรมการอิสระและตรวจสอบของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์ต่อการถือครองเงินสด

จากงานวิจัยข้างต้น พบว่า ความสัมพันธ์ของกรรมการอิสระและตรวจกับการถือครองเงินสดมีทิศทางตรงข้ามกับและไม่มีความสัมพันธ์ เมื่อพิจารณาในแง่ของการกำกับดูแลกิจการ คณะกรรมการอิสระและตรวจสอบมีส่วนทำให้บริษัทมีภาพพจน์ที่ดี เป็นองค์กรที่มีกระบวนการทำงานที่โปร่งใสตามทฤษฎีตัวแทน บริษัทที่มีคณะกรรมการตรวจสอบและอิสระจำนวนมากส่งผลทำให้การถือครองเงินสดลดลง ดังนั้นสมมติฐานสำหรับการวิจัยคือ

สมมติฐานวิจัยที่ 10: กรรมการอิสระและตรวจสอบมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด

4.3 กรรมการควบตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ (CEO duality)

กรรมการควบตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ (CEO duality) กำหนดให้เป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) แสดงข้อมูลเกี่ยวกับการกำหนดตำแหน่งฝ่ายบริหารและฝ่ายจัดการเป็นบุคคลเดียวกัน ผลวิจัยในอดีต Kusanadi (2011; Kuan et al., 2012) พบว่า โครงการคณะกรรมการที่มีการควบตำแหน่งบริหารสองหน้าที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการถือครองเงินสด โดยที่บริษัทที่มีการกำหนดโครงสร้างคณะกรรมการที่มีการกำหนดตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ (CEO duality) ทำให้ผู้บริหารมีสิทธิและอำนาจในการตัดสินใจบริหารต่อการถือครองเงินสดของ

กิจการมีจำนวนมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทที่มีลักษณะเป็นธุรกิจครอบครัว (Business family) ทำให้มีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก เนื่องจากผู้ถือหุ้นส่วนน้อยไม่มีอำนาจในการร่วมการตัดสินใจในการบริหารจัดการ จึงส่งผลให้บริษัทมีการถือครองเงินสดจำนวนมากเกินไป อาจก่อให้เกิดปัญหาระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นส่วนน้อย สอดคล้องตามทฤษฎีผู้พิทักษ์ (Stewardship theory) อธิบายโครงสร้างคณะกรรมการที่มีการควบตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ (CEO duality) เพื่อประโยชน์ความคล่องตัวในการบริหารและตัดสินใจส่งผลต่อประสิทธิภาพทำงานของบริษัทให้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน และประหยัดค่าตอบแทนของผู้บริหาร ในขณะที่ผลการวิจัยของบริษัทไทยที่มีจำนวนน้อยมาก โดย ภูริวัจน์ โอวากุสมสิริสกุล, วิสุทธร จิตอารี, และชัชวฤตม์ ตั้งสมชัย (2562) พบว่า กรรมการควบตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ของกิจการมีผลทำให้กิจการมีการถือครองเงินสดมากขึ้น ส่งผลทำให้ความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกัน

จากงานวิจัยข้างต้น พบว่า ความสัมพันธ์ของกรรมการควบตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการถือครองเงินสด เมื่อพิจารณาในแง่ของการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างคณะกรรมการที่มีการกำหนดให้กรรมการควบตำแหน่งบริหารสองตำแหน่ง ช่วยลดค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับตัวแทนของฝ่ายจัดการที่ทำหน้าที่แทนผู้ถือหุ้น ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการมากขึ้น สอดคล้องกับทฤษฎีผู้พิทักษ์ ดังนั้นสมมติฐานสำหรับการวิจัยคือ

สมมติฐานวิจัยที่ 11: กรรมการควบตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

4.4 กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร (Non-executive directors)

กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร (Non-executive directors) กำหนดให้เป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) แสดงข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างคณะกรรมการของบริษัทที่ไม่ใช่ผู้บริหาร เข้ามามีส่วนร่วมในการกำหนดแนวทางการดำเนินงานกิจการ ผลวิจัยในอดีต Boubaker et al. (2015) พบว่า กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด กล่าวคือ สัดส่วนของกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารของบริษัทมีจำนวนมาก ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของบริษัทลดลง สอดคล้องตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) อธิบายถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่มีการคัดเลือกผู้มีส่วนได้เสียเข้ามาดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร เพื่อให้บริษัทมีการกำหนดวิสัยทัศน์ นโยบายในการบริหารงานที่คำนึงต่อสังคมโดยรอบ ในขณะที่ผลการวิจัยมีจำนวนน้อยมากเช่นเดียวกับ ผลวิจัยของบริษัทในไทยไม่พบการศึกษาเกี่ยวกับกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารที่เป็นปัจจัยในการกำหนดการถือครองเงินสดของกิจการ

จากผลการวิจัยข้างต้น พบว่า ความสัมพันธ์ของกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารและการถือครองเงินสดมีทิศทางตรงกันข้าม เมื่อพิจารณาในแง่ของการกำกับดูแลกิจการ กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร มีส่วนช่วยทำให้แนวทางการดำเนินนโยบายของบริษัทมีการคำนึงเกี่ยวกับผลกระทบที่จะ

เกิดขึ้นต่อสังคมแวดล้อม สร้างภาพลักษณ์ที่ดีต่อองค์กรพร้อมกับสร้างความน่าเชื่อถือให้กับผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย ดังนั้นบริษัทที่มีกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารจำนวนมากส่งผลทำให้การถือครองเงินสดลดลง ดังนั้นสมมติฐานสำหรับการวิจัย คือ

สมมติฐานวิจัยที่ 12: กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด

4.5 กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัท (Managerial ownership)

กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัท (Managerial ownership) กำหนดให้เป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) แสดงข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัทเป็นผู้ถือหุ้น ผลวิจัยในอดีต Ozkan, & Ozkan (2004) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของกลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด กล่าวคือ กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทมีการถือครองหุ้นกิจการจำนวนมาก ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง ดังเช่นบริษัทในอังกฤษ มีกลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทเป็นสัดส่วนที่สูงมาก ส่งผลทำให้เกิดการมีกลุ่มอำนาจในการตัดสินใจนโยบายเพิ่มมากขึ้น ทำให้บริษัทมีการบริหารงานโครงการจำนวนมากส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง สอดคล้องกับ Ameer (2012) กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทในออสเตรเลีย Kusnadi (2011) บริษัทในสิงคโปร์ และมาเลเซียและ Isshaq et al. (2009; Asante-Darko, 2018) บริษัทในกานามีกลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทเป็นจำนวนมาก ทำให้มีสิทธิในการควบคุมสินทรัพย์ของกิจการมากยิ่งขึ้น อีกทั้งควบคุมและบริหารงานของคณะกรรมการกลุ่มอื่น ๆ ไม่ให้มีสิทธิสำหรับคัดค้านการบริหารงานได้ จึงส่งผลทำให้กิจการมีการถือครองเงินสดลดลง โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทในญี่ปุ่นมีความผูกพันระหว่างองค์กรและผู้ถือหุ้น Luo, & Hachiya (2005) กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัท ได้รับความคาดหวังและเกิดความกดดันให้มีการบริหารงานให้มีประสิทธิภาพ เพื่อสร้างความมั่นคงให้แก่ธุรกิจให้มีการเติบโตให้มากยิ่งขึ้น ส่งผลทำให้มีการกำหนดการถือครองเงินสดน้อยที่สุด เนื่องจากการถือครองเงินสดถือเสมือนเป็นรายการสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนน้อยกว่ารายการสินทรัพย์อื่น ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) มุ่งแก้ไขหรือลดปัญหาความขัดแย้งภายในการตัดสินใจและบริหารงานระหว่างฝ่ายบริหารและผู้ถือหุ้น Fama, & Jensen (1983) เสนอให้ผู้บริหารลงทุนในหุ้นของกิจการ เพื่อลดความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น โดยเข้าร่วมมาเป็นส่วนหนึ่งการตัดสินใจและบริหารกิจการ ขัดแย้งกับ Kuan et al. (2012; Al-Najjar, 2013) พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นของกลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด บริษัทที่มีสัดส่วนของการถือหุ้นของกลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทที่มีจำนวนมาก สะท้อนถึงอำนาจการตัดสินใจและการกำหนดนโยบายต่าง ๆ ทำให้มีการควบ

บทบาททั้งเป็นฝ่ายบริหารและเจ้าของกิจการ ทำให้มีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากตามสิทธิในการควบคุมสินทรัพย์ของกิจการ

ผลการวิจัยของบริษัทในไทยมีจำนวนน้อย โดยนัฐตราภรณ์ ลิ้มสกุล (2558) พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นของกิจการที่มีผู้บริหารและกรรมการบริษัทเป็นผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดเป็นในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ ลักษณะของบริษัทไทยเป็นธุรกิจครอบครัวเป็นผู้ก่อตั้งบริษัท ทำให้มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นของกลุ่มคณะกรรมการและผู้บริหารมีสูงมาก ส่งผลต่อการกำหนดนโยบายการบริหารงานเป็นไปในทิศทางเดียวกัน จึงส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการมีจำนวนมาก

จากงานวิจัยข้างต้น พบว่า ความสัมพันธ์ของสัดส่วนของผู้ถือหุ้นกลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดมีทิศทางเดียวกันและทิศทางตรงกันข้าม ผลวิจัยดังกล่าวยังไม่มี ความชัดเจน โดยผลวิจัยส่วนใหญ่กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด เมื่อพิจารณาในแง่ของการกำกับดูแลกิจการ การแบ่งแยกหน้าที่ของผู้บริหารและเจ้าของกิจการ เป็นการป้องกันมิให้เกิดปัญหากับผู้ถือหุ้นส่วนน้อย ส่งเสริมให้การบริหารงานคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนรวมของบริษัทสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน บริษัทที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นกลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทเป็นจำนวนมากส่งผลทำให้การถือครองเงินสดลดลง ดังนั้นสมมติฐานงานวิจัย คือ

สมมติฐานวิจัยที่ 13: กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด

4.6 กลุ่มนักลงทุนสถาบัน (Institutional ownership)

กลุ่มนักลงทุนสถาบัน (Institutional ownership) กำหนดให้เป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) แสดงข้อมูลเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของกิจการที่มีกลุ่มนักลงทุนสถาบันเป็นผู้ถือหุ้น ผลวิจัยในอดีต Al-Najjar (2013; Luo, & Hachiya, 2005) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของกลุ่มนักลงทุนสถาบันของบริษัทในญี่ปุ่นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการถือครองเงินสด กล่าวคือ กลุ่มนักลงทุนสถาบันมีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมาก ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการมากขึ้น เนื่องจากกลุ่มธนาคารหรือสถาบันการเงินมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ใกล้ชิดกับบริษัท ทำให้มีอิทธิพลต่อการมีส่วนร่วมในกำหนดนโยบายบริษัท เพื่อให้กิจการเติบโตและมีความได้เปรียบทางการแข่งขันทางธุรกิจ สอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย มุ่งแสดงให้เห็นถึงการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท เกิดความร่วมมือร่วมใจในการดำเนินงานและรับผิดชอบต่อสังคม ชัดแย้งกับ You et al. (2019) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของกลุ่มนักลงทุนสถาบันเข้าถือหุ้นบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด โดยมีการบริหารงานการควบคุมการถือครองเงินสดน้อย เพื่อป้องกันความขัดแย้งกับผู้ถือหุ้นส่วนน้อย สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน ในขณะที่

ผลการวิจัยของบริษัทในไทยมีจำนวนน้อยมาก โดยนัฐตราภรณ์ ลิ้มสกุล (2558) พบว่า บริษัทมีกลุ่มนักลงทุนสถาบันเข้าถือหุ้นบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด

จากการวิจัยข้างต้น พบว่า ความสัมพันธ์ของสัดส่วนของการถือหุ้นของกลุ่มนักลงทุนสถาบันและการถือครองเงินสดมีทิศทางเดียวกัน และทิศทางตรงกันข้าม และไม่พบความสัมพันธ์ ซึ่งผลวิจัยยังไม่ชัดเจนและโดยส่วนใหญ่สัดส่วนของการถือหุ้นของกลุ่มนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด เมื่อพิจารณาในแง่ของการกำกับดูแลกิจการเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นของกิจการที่มีผู้มีส่วนได้เสียเข้ามามีส่วนร่วมในการกำหนดนโยบายและทิศทางการดำเนินงาน จะสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันและการเติบโตทางธุรกิจที่ดี ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย ดังนั้นสมมติฐานงานวิจัยคือ

สมมติฐานวิจัยที่ 14: กลุ่มนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันต่อการถือครองเงินสด

4.7 กลุ่มนักลงทุนต่างชาติ (Foreign ownership)

กลุ่มนักลงทุนต่างชาติ (Foreign ownership) กำหนดให้เป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) แสดงข้อมูลเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของโครงสร้างผู้ถือหุ้นของกิจการ ที่มีกลุ่มนักลงทุนต่างชาติเป็นผู้ถือหุ้น ผลงานวิจัยในอดีตของ Luo, & Hachiya (2005) พบว่า ความสัมพันธ์ของกลุ่มนักลงทุนต่างชาติมีทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสด กล่าวคือ กลุ่มนักลงทุนต่างชาติมีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมาก ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง เนื่องจากกลุ่มนักลงทุนต่างชาติเป็นผู้ถือหุ้นมีต้องการผลตอบแทนจากการลงทุน ดังนั้นการถือครองเงินสดของกิจการลดลงเพื่อให้มีการจ่ายผลตอบแทนให้แก่กลุ่มนักลงทุน สอดคล้องกับตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย มุ่งแสดงให้เห็นถึงการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท เกิดความร่วมมือร่วมใจในการดำเนินงานและรับผิดชอบต่อสังคม เพื่อให้ธุรกิจดำเนินธุรกิจยั่งยืน ในขณะที่ผลวิจัยเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีจำนวนน้อยและผลวิจัยของบริษัทไทย พบว่าไม่มีการศึกษาเกี่ยวกับกลุ่มนักลงทุนต่างชาติที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสด

งานวิจัยข้างต้น พบว่า ความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของกลุ่มนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด เมื่อพิจารณาในแง่ของการกำกับดูแลกิจการเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นของกิจการที่มีผู้มีส่วนได้เสียเข้ามามีส่วนร่วมในการบริหารงาน จะช่วยสร้างความน่าเชื่อถือและภาพพจน์ที่ดี สอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย ดังนั้น กลุ่มนักลงทุนต่างชาติเข้าถือหุ้นบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด ดังนั้นสมมติฐานงานวิจัยคือ

สมมติฐานวิจัยที่ 15: กลุ่มนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด

4.8 กลุ่มหน่วยงานของภาครัฐ (Government agencies ownership)

กลุ่มหน่วยงานภาครัฐ (Government agencies ownership) กำหนดให้เป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) แสดงข้อมูลเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของโครงสร้างผู้ถือหุ้นของกิจการที่มีกลุ่มหน่วยงานของรัฐเป็นผู้ถือหุ้น ผลงานวิจัยในอดีตของ Dharwadkar et al. (2000) กลุ่มหน่วยงานของรัฐเป็นผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับการถือครองเงินสด กล่าวคือ กลุ่มผู้ถือหุ้นของกลุ่มหน่วยงานภาครัฐมีสัดส่วนการถือหุ้นมีจำนวนมาก ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการมากขึ้น เนื่องจากบริษัทในสหรัฐอเมริกา ในปี 1990 เศรษฐกิจเติบโตมูลค่าบริษัทเอกชนจากเดิม 8 พันล้านเหรียญสหรัฐเพิ่มเป็น 65 พันล้านเหรียญสหรัฐ บริษัทที่มีกลุ่มหน่วยงานภาครัฐจะมีกลุ่มสหภาพแรงงานหรือกลุ่มหน่วยงานภาครัฐ ซึ่งมีสิทธิและเป็นแนวร่วมเสริมสร้างกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เข้มงวด ส่งเสริมทำให้มีความสัมพันธ์ใกล้ชิดสามารถควบคุมการจัดการให้บริษัทเติบโตและแข่งขันในเศรษฐกิจได้ จึงทำให้กิจการถือครองเงินสดมากขึ้น สอดคล้องกับทฤษฎีสถิตได้เสีย มุ่งแสดงให้เห็นถึงการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท เกิดความร่วมมือร่วมใจในการดำเนินงานและรับผิดชอบต่อสังคม เพื่อให้ธุรกิจดำเนินธุรกิจยั่งยืน ในขณะที่ผลวิจัยเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของกลุ่มหน่วยงานภาครัฐมีจำนวนน้อยและผลวิจัยของบริษัทไทยพบว่าไม่มีการศึกษาเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของกลุ่มหน่วยงานภาครัฐที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสด งานวิจัยข้างต้น พบว่า ความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของกลุ่มหน่วยงานภาครัฐมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับเงินสด เมื่อพิจารณาในแง่ของการกำกับดูแลกิจการเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นของกิจการที่มีผู้มีส่วนได้เสียเข้ามามีส่วนร่วมในการบริหารงาน โดยมีหน่วยงานที่มีอำนาจและสิทธิเข้ามามีส่วนร่วมในการควบคุมประสิทธิภาพในการทำงาน สร้างชื่อเสียงและความเชื่อถือต่อกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีสถิตได้เสีย ดังนั้นสมมติฐานงานวิจัยคือ

สมมติฐานวิจัยที่ 16: กลุ่มหน่วยงานของภาครัฐ มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

ผลการดำเนินงานของกิจการ (Firm performance)

ในช่วงปี ค.ศ. 1994 – 1996 ผลงานวิจัยของ Neely et al., (1995) พบว่า มีการออกแบบการประเมินผลการปฏิบัติงานเพื่อสะท้อนผลความสำเร็จของโครงการ หรือแผนงานต่าง ๆ เช่นเดียวกับการตั้งคำถามของ Peter Drucker “อะไรคือผลลัพธ์ของเรา? (What are our results?)” ทำให้กิจการมีการกำหนดการวัดผลความสำเร็จในระยะสั้น จากการวัดผลกำไรจากการดำเนินกิจการและการวัดผลความสำเร็จระยะยาวด้วย การกำหนดขอบเขตการวัดผลการดำเนินงาน

ให้สอดคล้องกับภารกิจการลงทุนทรัพยากรของกิจการ เพื่อสะท้อนผลการปฏิบัติงานในปัจจุบัน และนำไปประกอบการตัดสินใจเพื่อวางแผนการบริหารงานในอนาคตต่อไป (Drucker et al., 2008)

ความหมายของการวัดมูลค่า Koller et al. (1990) คือ มิติการวัดมูลค่า (Dimension of measurement) ในตลาดเศรษฐกิจถูกกำหนดให้เป็นมาตรวัดหรือตัวชี้วัดความสามารถของบริษัทตามความคาดหวังของผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้อง เช่น นักลงทุนต้องการมูลค่าตลาด (Market value) ในราคา ณ วันที่ประเมินสูงกว่าวันที่ลงทุนเริ่มแรก เช่นเดียวกับ Vishwanath (2007) การวัดมูลค่า คือ การเปรียบเทียบระหว่างมูลค่าปัจจุบันขณะประเมินผลการดำเนินงานกับมูลค่าปัจจุบันเมื่อมีการลงทุน ส่วนเกิน (ส่วนขาด) ที่เกิดขึ้น เรียกว่า ผลตอบแทนหรือกำไร (ขาดทุน) จากการปฏิบัติงานตามกำหนดการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรและเงินทุนหมุนเวียนของฝ่ายบริหาร

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2556) ระบุความหมายการวัดมูลค่าสอดคล้องกันกับข้างต้น แต่พิจารณาความหมายแบ่งเป็นสองมุมมอง คือ การวัดมูลค่าภายนอกกิจการ โดยเป็นการพิจารณาผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตของหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าปัจจุบัน เช่น ผลกระทบราคาหุ้นของบริษัท และการวัดมูลค่าภายในกิจการ คือ ผลการดำเนินงานเกิดจากผลต่างรายได้และต้นทุนการทำธุรกรรมของบริษัท เครื่องมือการประเมิน คือ อัตราส่วนทางการเงิน เพื่อสรุปเปรียบเทียบผลของบริษัทและบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน

จากความหมายข้างต้น สรุปได้ว่า การวัดมูลค่าถูกกำหนดขึ้นเพื่อแสดงผลลัพธ์ที่มีมูลค่าเพิ่มมากขึ้นหรือลดลง เช่น การประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์หรือประเมินมูลค่าของบริษัท แสดงผลออกมาเป็นระดับค่า เพื่อเปรียบเทียบการประเมินผลการดำเนินงานของกิจการ ณ วันที่ทำการประเมินกับวันที่เข้าลงทุนเมื่อเริ่มแรก หรือตามวัตถุประสงค์ของธุรกิจ โดยมีผลลัพธ์จากการวัดค่าทางการเงินของบริษัท สามารถวิเคราะห์เปรียบเทียบภายในปี และบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน ผลความสำเร็จจากการปฏิบัติงานสะท้อนภาพลักษณะของทีมผู้บริหารของกิจการ อีกทั้งภาพรวมของกลุ่มอุตสาหกรรมการ (Frodsham and Liechtenstein, 2011)

1. การวัดค่าผลการดำเนินงาน (Performance measurement)

การวัดค่าผลการดำเนินงาน (Performance measurement) การประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานภายในของผู้บริหาร การกำหนดอัตราส่วนทางการเงิน คือ เครื่องมือที่ใช้ในการประเมินความสำเร็จของการปฏิบัติงานของทีมผู้บริหารกิจการ (Brealey et al., 2011) จำแนกการวัดผลออกเป็นสองด้าน คือ

1) การวัดผลการดำเนินงานบัญชี (Accounting based measurement)

ในช่วงปี ค.ศ.1970 – 1978 ประเทศสหรัฐอเมริกาอยู่ในช่วงเศรษฐกิจถดถอย กลุ่มอุตสาหกรรมที่สร้างผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในระดับสูง เกิดจากนโยบายของผู้บริหารมีแผนการกระจายการลงทุนสินทรัพย์ระดับกลาง คือ การจำกัดการลงทุนหรือขยายกิจการเฉพาะกลุ่ม

ผลิตภัณฑ์ที่มีโอกาสสร้างผลตอบแทนทำให้บริษัทมีการใช้จ่ายเงินเฉพาะกลุ่มผลิตภัณฑ์ที่มีโอกาสในการทำกำไรให้แก่บริษัท ทำให้ผลการประเมินแสดงระดับผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีค่าสูง สะท้อนประสิทธิภาพการควบคุมและการบริหารค่าใช้จ่ายในทิศทางที่ดี เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการกระจายการลงทุนระดับสูง มีผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่ต่ำกว่า สาเหตุเนื่องมาจากผู้บริหารตัดสินใจดึงกระแสเงินไปลงทุนเพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้กับผลิตภัณฑ์ที่ประสบปัญหา (Ciscel, & Evans, 1984)

การประเมินผลตอบแทนจากการใช้ประโยชน์สินทรัพย์ของบริษัท ถูกกำหนดให้วัดค่าจาก ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on assets: ROA) เป็นการประเมินหรือวัดค่าจากรายได้ของบริษัทที่มีอยู่สำหรับเงินทุนทั้งหมดคือ งบกำไรสุทธิและงบกำไรสุทธิต่อหน่วยเงินทุนรวมของบริษัท และสินทรัพย์รวมที่ซึ่งมาจากการลงทุนจากหนี้สินรวมและส่วนของผู้ถือหุ้น ข้อดีจากการใช้ประโยชน์ของอัตราส่วนนี้ดีกว่ามาตรการวัดอื่น ๆ เช่น กำไรต่อหุ้น เพราะข้อมูลของกำไรสุทธิถูกซ่อนหายไปจากการจัดหาเงินจากแหล่งอื่น เช่น หุ้นกู้หรือหุ้นบุริมสิทธิ ส่งผลทำให้กำไรสุทธิลดลง ซึ่งทำให้ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ไม่มีการเอนเอียงของข้อมูล (Hansen, & Crutchley, 1990)

$$\text{การวัดค่าผลตอบแทนจากสินทรัพย์} = \frac{\text{กำไรสุทธิ ก่อน ดอกเบี้ยจ่าย และภาษีเงินได้}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

นอกจากผลการประเมินผลตอบแทนของสินทรัพย์ สะท้อนให้ผลสำเร็จจากการปฏิบัติงานของผู้บริหาร เนื่องจากบริษัทจัดหาเงินทุน โดยการออกตราสารทุนให้แก่กักลงทุน หลักทรัพย์ดังกล่าวจึงเป็นสินทรัพย์ของผู้ที่ลงทุนในตราสารทุนของบริษัท ดังนั้นในฐานะผู้เป็นเจ้าของควรได้รับผลตอบแทนร่วม การกำหนดวัดค่า ผลตอบแทนของส่วนผู้ถือหุ้น (Return on equity: ROE) สะท้อนมุมมองผลตอบแทนของผู้เป็นเจ้าของเงินทุน การวัดค่าเงินลงทุน ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญในสินทรัพย์ ระดับค่าสูงจะเป็นทิศทางที่ดี บริษัทมีความสามารถสร้างผลตอบแทนคืนให้แก่ผู้ถือหุ้นและค่าระดับผลตอบแทนจะเป็นไปให้ทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Brealey et al., 2011)

$$\text{การวัดค่าผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

หากพิจารณาผลตอบแทนเป็นตัวเงินของผู้ถือหุ้นคือ เงินปันผล (Dividend) เมื่อบริษัทมีนโยบายประกาศจ่ายคืนทุน พร้อมกันนั้นสามารถสร้างกำไรจากการขายหุ้น (Capital gain) โดยผู้ถือหุ้นอาจตัดสินใจขายหลักทรัพย์เมื่อราคาตลาดของหุ้นมีมูลค่าสูงกว่าราคา ณ วันที่ลงทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558)

2) การวัดผลด้านการตลาด (Marketing based measurement)

การบรรลุผลสำเร็จทางการตลาด กิจกรรมจะต้องมีการกำหนดคุณค่าขององค์กร (Core value) เพื่อระบุทิศทางกลยุทธ์ (Strategic) อันเป็นแนวทางปฏิบัติโดยการมุ่งเน้นการตลาด (Market orientation) ผู้บริหารกำหนดเป้าหมายด้านการตลาดที่สำคัญ การมุ่งเน้นลูกค้าและคู่แข่ง ภายใต้ความร่วมมือของหน่วยงานภายในกิจการ ควบคู่ไปกับระบบการวัดประสิทธิภาพทางการตลาด (Marketing performance measurement) และเพื่อให้การวัดผลด้านการตลาด (Marketing based measurement) เพื่อเป็นการกำหนดคุณค่าทางการตลาดให้เป็นสิ่งที่นับได้ (Frosen et al., 2016)

การวัดผลด้านการตลาดสะท้อนมูลค่าทางการเงินของกิจการ ประเมินความสำเร็จของนโยบายของผู้บริหารผ่านความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนในสินทรัพย์มูลค่าตลาดของกิจการ โดยกำหนดอัตราส่วนมูลค่าตลาด หรือที่เรียกว่า Tobin's q ratio ตามหลักแนวคิดของ Lindenberg and Ross เป็นการเปรียบเทียบผลการลงทุนของสินทรัพย์กิจการ โดยพิจารณาข้อมูลทางการตลาดของกิจการและข้อมูลทางการบัญชีที่มีการลงทุนในหลักทรัพย์หรือราคาทุนของสินทรัพย์ที่นำมาลงทุน จากการพัฒนาแนวคิดนี้ทำให้นักวิเคราะห์และนักวิจัยสามารถนำข้อมูลจากงบการเงินของกิจการ วัดผลด้านการตลาดทางการเงินได้ ทำให้ประหยัดค่าใช้จ่ายและเวลาในการเก็บข้อมูล อีกทั้งยังเกิดประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุนเพื่อประเมินมูลค่าตลาดของกิจการ (Lewellen, & Badrinath, 1997)

การวัดค่าอัตราส่วนมูลค่าตลาด คำนวณจาก

$$\text{อัตราส่วนมูลค่าตลาด} = \frac{\text{(ผลรวมของราคาตลาดของหุ้นสามัญวันสิ้นปี)} + \text{ราคาตามบัญชีของหนี้สินรวมทั้งหมด}}{\text{ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวม}}$$

2. การถือครองเงินสดและผลการดำเนินงาน

ผลการทบทวนการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์จากการถือครองเงินสด ตามตาราง 2 แสดงสรุปตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงาน เมื่อพิจารณาจากตัวแปรที่กำหนดผลการดำเนินงานหรือมูลค่ากิจการ โดยส่วนใหญ่ นำข้อมูลทางการบัญชีสำหรับการประเมินผลปฏิบัติงานของผู้บริหาร คือ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on assets) และการประเมินผลตอบแทนจากลงทุน

ของผู้ถือหุ้น คือ ผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on equity) รวมถึงการประเมินมูลค่าตลาดของกิจการ โดยพิจารณาจาก อัตราส่วนมูลค่าตลาด (Tobin's q ratio) เมื่อพิจารณาการกำหนดการวัดผลการดำเนินงานดังกล่าว จำแนกออกเป็นสองมุมมองคือ การวัดผลด้านการบัญชี (Accounting based measurement) และ การวัดผลด้านการตลาด (Marketing based measurement) โดยมีผลวิจัยเชิงประจักษ์ที่มีความสัมพันธ์จากการถือครองเงินสด ดังนี้



ตาราง 2 แสดงสรุปตัวแปรตามที่มีความสัมพันธ์จากการถือครองเงินสด

| ผู้วิจัย (ปี) | มุมมองด้าน | | | สถิติ สมการ ถดถอย | ผลวิจัย |
|---------------------------------------|------------|----------|------------|-------------------------|---|
| | การตลาด | การบัญชี | การถือครอง | | |
| | Tobin's q | ROA | ROE | | |
| | ratio | | | | |
| 1. Abushammala, & Sulaiman (2014) | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกัน จากการถือครองเงินสด เข้ามามีบทบาทสำคัญ ช่วยสร้างผลกำไรจากการดำเนินงานเพิ่มมากขึ้น เพราะการสะสมเงินสดสำรองไว้ภายในกิจการช่วยให้กิจการอยู่รอดในเหตุการณ์วิกฤต และแก้ไขปัญหาของข้อจำกัดการเข้าถึงตลาดทุนภายนอก ส่งเสริมให้ประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้น |
| 2. Vijayakumaran, & Atchyuthan (2014) | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกัน ช่วยลดต้นทุนการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก ปัญหาการเข้าถึงแหล่งทุนภายนอก |
| 3. Palazzo (2012) | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกัน ทำให้กิจการมีตัวช่วยป้องกันความเสี่ยงจากการขาดแคลนเงินสดและขาดโอกาสในการลงทุน ผลักดันให้มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น |
| 4. Fresard (2010) | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกัน การถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากมีส่วนช่วยให้กิจการมีความสามารถลงทุนในกิจกรรมการผลิตสินค้าและบริการใหม่ให้แก่กิจการ |
| 5. Manoel et al. (2018) | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกัน การถือครองเงินสดมีส่วนสำคัญต่อการบริหารงาน |
| 6. Dittmar et al. (2007) | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกัน สนับสนุนการตัดสินใจลงทุนสร้างผลตอบแทนมากขึ้น |

| ผู้วิจัย (ปี) | มุมมองด้าน | | สถิติ | ผลการ |
|--------------------------|-----------------|----------|-------|--|
| | การตลาด | การบัญชี | | |
| | Tobin's q ratio | ROA | ROE | ผลวิจัย |
| 7. Luo, & Hachiya (2005) | ✓ | | ✓ | มีความสัมพันธ์ที่ทางตรงกันข้าม เนื่องจากบริษัทใหญ่เป็น มีหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้มีค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารสูง ส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานลดลงและอัตราส่วนมูลค่าตลาดลดลงเช่นกัน |
| 8. Isshaq et al. (2009) | ✓ | | ✓ | มีความสัมพันธ์ที่ทางตรงกันข้าม บริษัทจดทะเบียนในกานการถือครองเงินสดเพื่อเสริมสภาพคล่องให้กับกิจการ และสำรองไว้เพื่อการลงทุนในอนาคต จึงส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดและอัตรามูลค่าตลาดเพิ่มขึ้น |
| 9. Kurnadi (2011) | ✓ | | ✓ | มีความสัมพันธ์ที่ทางตรงกันข้าม เนื่องจากบริษัทในสิงคโปร์และมาเลเซียที่มีการถือครองเงินสดมากแต่อัตรามูลค่าตลาดลดลง โดยเฉพาะอย่างยิ่งลักษณะโครงสร้างความเป็นผู้นำคนเดียว ทำให้เกิดปัญหาตัวแทนเพราะอำนาจการตัดสินใจและการควบคุมขึ้นอยู่กับคณะกรรมการหนึ่งคน |
| 10. Ameer (2012) | ✓ | | ✓ | มีความสัมพันธ์ที่ทางตรงกันข้าม บริษัทในออสเตรเลียมีการถือครองเงินสดจำนวนมากทำให้บริษัทมีเงินทุนสำรองการลงทุนสำหรับโครงการที่ให้ผลตอบแทนดี |

| ผู้วิจัย (ปี) | มุมมองด้าน | | | ผลวิจัย |
|---------------------------------|-----------------|----------|-------|--|
| | การตลาด | การบัญชี | สถิติ | |
| | Tobin's q ratio | ROA | ROE | ผลการ ถดถอย |
| 11. Martinez-Sola et al. (2013) | ✓ | | | ✓ |
| | | | | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกัน การบริหารสภาพคล่องของบริษัทเป็นสิ่งสำคัญ เพื่อลดความไม่แน่นอนและเสียโอกาสในการลงทุน สร้างผลกำไรดำเนินงานที่ดีให้กับกิจการและมีอัตรามูลค่าตลาดเพิ่มขึ้น |
| 12. Azmat (2014) | ✓ | | | ✓ |
| | | | | มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดของบริษัทในปากีสถาน เมื่อการกำกับดูแลกิจการไม่สอดคล้องกับทฤษฎีผู้ตัวแทนผู้บริหารตัดสินใจลงทุนในกิจกรรมต่าง ๆ ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีได้ ส่งผลกระทบต่ออัตรามูลค่าตลาดลดลงเช่นกัน |
| 13. Asante-Dariko et al. (2018) | ✓ | | | ✓ |
| | | | | มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์กานามีผลทำให้อัตราส่วนมูลค่าตลาดลดลง เพราะการบริหารงานหรือโครงการต่าง ๆ ของผู้จัดการไม่เพิ่มมูลค่า และอาจมีพฤติกรรมที่แสวงหาประโยชน์ตนเองมากกว่าประโยชน์ของผู้ถือหุ้น |

ที่มา: จากการศึกษาวรรณกรรม

ผลการทบทวนวิจัยเชิงประจักษ์การถือครองเงินสดส่งผลต่อการดำเนินงาน ตามมุมมองด้านการบัญชี กำหนดการวัดค่าจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น งานวิจัยในอดีต Abushammala, & Sulaiman (2014) พบว่า การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์และผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น กล่าวคือ การถือครองเงินสดมีความสำคัญสำหรับสำหรับกลุ่มประเทศเกิดใหม่ ช่วยสร้างผลกำไรจากการดำเนินงานเพิ่มมากขึ้น เพราะการสะสมเงินสดไว้ภายในกิจการช่วยให้กิจการอยู่รอดในเหตุการณ์วิกฤต และแก้ไขปัญหาของข้อจำกัดการเข้าถึงตลาดทุนภายนอก ส่งเสริมให้ประสิทธิภาพการทำกำไรของบริษัทเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับ Abushammala, & Sulaiman (2014; Vijayakumaran, & Atchyuthan, 2014; Fresard, 2010) ช่วยให้กิจการมีความยืดหยุ่นในการบริหารงานเพิ่มขีดความสามารถลงทุนในกิจกรรมการผลิตสินค้าและบริการใหม่ให้แก่กิจการ ส่งผลให้กิจการสามารถสร้างผลตอบแทนจากสินทรัพย์และผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น รวมทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว Palazzo (2012) พบว่า บริษัทในสหรัฐมีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก ทำให้กิจการมีตัวช่วยป้องกันความเสี่ยงจากการขาดแคลนเงินสดและผลักดันให้มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น กล่าวคือ การถือครองเงินสดมีส่วนสำคัญต่อการบริหารงานและสนับสนุนการตัดสินใจลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นได้มากขึ้น (Manoel et al., 2018; Dittmar et al., 2007)

จากผลการตรวจสอบของงานวิจัยเชิงประจักษ์ข้างต้น เป็นการศึกษางานวิจัยของต่างประเทศ มีการยืนยันทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและการถือครองเงินสดของกิจการ ดังนั้นการวิจัยครั้งนี้มีส่วนเพิ่มเติมให้แก่ผลงานวิจัยเชิงประจักษ์ของบริษัทในไทยที่ขาดแคลนจึงกำหนดตัวแปรตาม (Dependence variables) เพื่อเป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) สำหรับการวัดค่าผลการดำเนินงานกิจการ (Firm performance) โดยกำหนดเป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) เพื่อการวัดผลด้านการบัญชี (Accounting based measurement) วัดค่าจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on assets) วัดค่าจาก กำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้ ทหารด้วยสินทรัพย์รวม และผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on equity) วัดค่าจากกำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น โดยตั้งสมมติฐานเพื่อการวิจัยครั้งนี้ คือ

สมมติฐานวิจัยที่ 17a: การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์

สมมติฐานวิจัย 17b: การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น

ผลการทบทวนวิจัยเชิงประจักษ์การถือครองเงินสดส่งผลต่อผลการดำเนินงานด้านการตลาด กำหนดการวัดค่าจากอัตราส่วนมูลค่าตลาด งานวิจัยในอดีต Martinez-Sola et al. (2013) พบว่า การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับอัตราส่วนมูลค่าตลาด คือ

การกำหนดถือครองเงินสดของกิจการเป็นจำนวนมาก ช่วยให้กิจการมีการสะสมเงินสำรองไว้ใช้ง่าย สำหรับเหตุการณ์ในอนาคต หรือเพื่อการลงทุนในอนาคต เช่นเดียวกับ, Ameer (2012; Isshaq et al., 2009) บริษัทในสหรัฐอเมริกาและบริษัทออสเตรเลียมีการถือครองเงินสดจำนวนมากทำให้บริษัทมีเงินทุนสำรองการลงทุนสำหรับโครงการที่ให้ผลตอบแทนดี ส่งผลทำให้มูลค่าตลาดเพิ่มมากขึ้น ขัดแย้งกับ Asante-Darko et al., (2018; Azmat, 2014; Kusnadi, 2011) พบว่า การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับอัตรามูลค่าตลาด เนื่องจากผู้จัดการมีอำนาจในการบริหารงาน ภายในบริษัทและมีความใกล้ชิดกับสินทรัพย์สภาพคล่อง ทำให้ผู้บริหารมีพฤติกรรมเอนเอียงต่อการแสวงหาผลประโยชน์ตนเองมากกว่าผู้ถือหุ้น ทำให้การตัดสินใจลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนไม่เป็นไปตามคาดหวัง ส่งผลทำให้ผลตอบแทนอัตราส่วนมูลค่าตลาดลดลง และ Luo, & Hachiya (2005) บริษัทในญี่ปุ่นมีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากส่งผลให้อัตรามูลค่าตลาดลดลง เนื่องจากกระบวนการทำงานมีการตรวจสอบการบริหารเพิ่มมากขึ้นเพื่อรักษาผลประโยชน์ให้ของบริษัทและผู้ถือหุ้นส่งผลต่อผลการดำเนินงานด้านการตลาดลดลง

สำหรับผลวิจัยเชิงประจักษ์ของไทยขาดแคลนการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดและอัตรามูลค่าตลาด แต่เป็นการตรวจสอบความสัมพันธ์ที่มีต่อการปรับกำไรของข้อมูลงบกระแสเงินสด จิรัชญา บุญช่วย, กรรณิกา บัวทองเรือง, และศิววงศ์ เพชรจุล (2559) ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดและการปรับกำไร ผลวิจัยสรุปว่าการถือครองเงินสดของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรม เกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีจำนวนมากทำให้การปรับกำไรเพิ่มขึ้น อันเนื่องมาจากผู้บริหารต้องการแสดงถึงความสามารถในการบริหารงานที่ดีขึ้น การปรับกำไรที่เพิ่มขึ้นช่วยเป็นเหตุสนับสนุนผู้บริหารกิจการสามารถถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับที่มีความสัมพันธ์จากการถือครองเงินสด (The impact of cash holdings) ผลการตรวจสอบของงานวิจัยเชิงประจักษ์ไม่มีความชัดเจนหรือยืนยันทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของกิจการและการถือครองเงินสด ผนวกกับการผลงานวิจัยเชิงประจักษ์ของบริษัทในไทยขาดแคลน ดังนั้น งานการวิจัยครั้งนี้กำหนดตัวแปรตาม (Dependence variables) เพื่อเป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) สำหรับการวัดค่าผลการดำเนินงานกิจการ (Firm performance) โดยกำหนดเป็นตัวแปรแทนค่า (Proxy variable) เป็นการวัดผลด้านการตลาด (Marketing based measurement) วัดค่าจากอัตรามูลค่าทางการตลาด (Tobin's q ratio) โดยตั้งสมมติฐานเพื่อการวิจัยครั้งนี้คือ

สมมติฐานวิจัยที่ 17c: การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับอัตรามูลค่าทางการตลาด

ตัวแปรการควบคุม (Control variable)

ผลจากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่กำหนดและที่มีความสัมพันธ์จากการถือครองเงินสด ผลปรากฏคือ ตัวแปรควบคุม ขนาดบริษัท ระดับหนี้สิน โอกาสในการเติบโต กระแสเงินสด ความผันผวนกระแสเงินสด สินทรัพย์สภาพคล่อง เงินปันผลจ่าย ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา และอุตสาหกรรม ดังตารางที่ 3 แสดงสรุปตัวแปรควบคุม ที่ใช้ในงานวิจัย สำหรับวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยกำหนดตัวแปรอุตสาหกรรม D'mello et al. (2008) กำหนดเป็นตัวแปรเทียม (Dummy variable) เพราะตัวแปรในส่วนที่เหลือนั้น ผู้วิจัยกำหนดเป็นตัวแปรต้น (Independent variables) ระบุในกลุ่มของตัวแปรคุณลักษณะของกิจการที่มีความสัมพันธ์ต่อการถือครองเงิน เพื่อศึกษาผลวิจัยเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

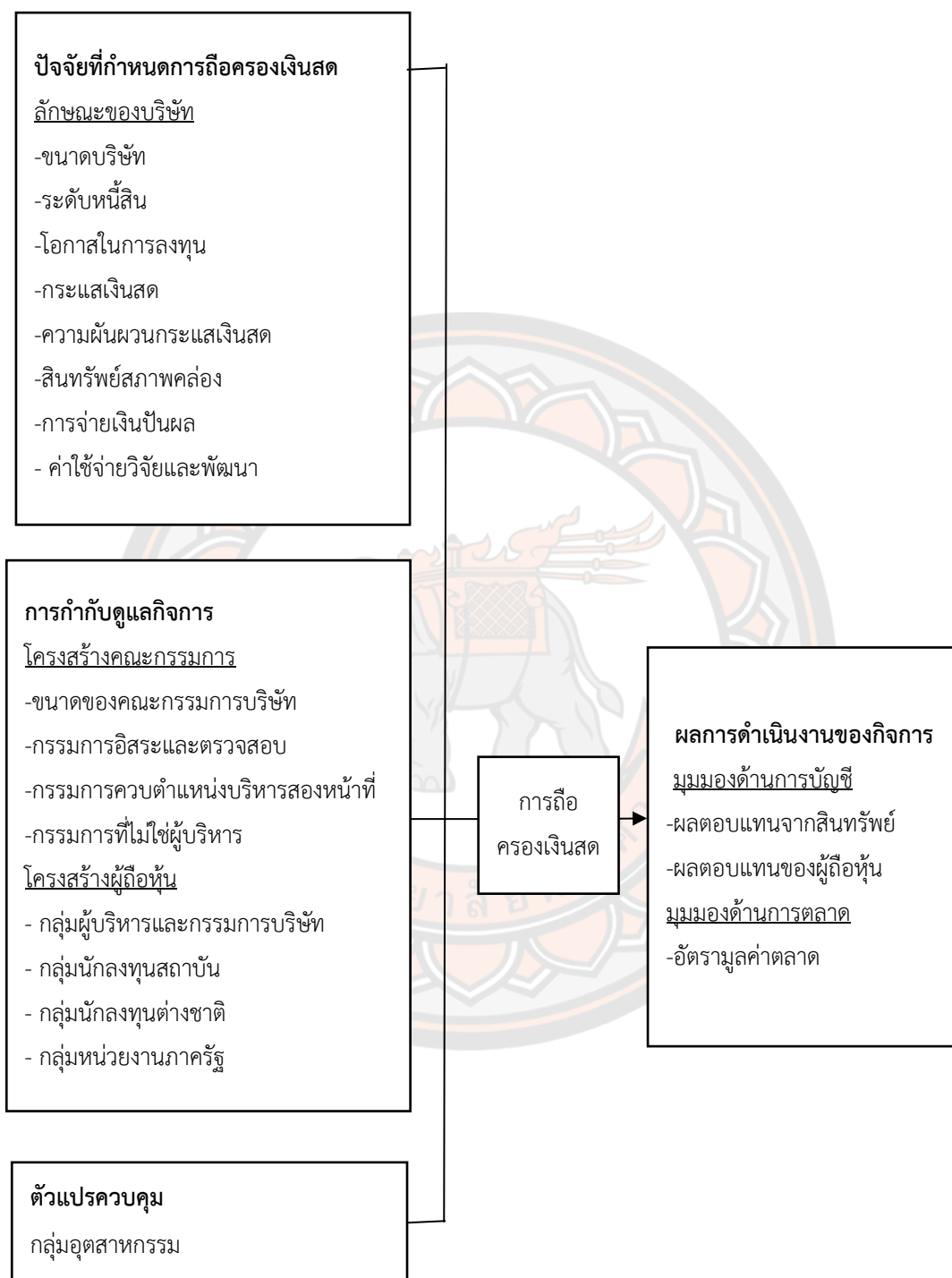


ตาราง 3 แสดงสรุปตัวแปรควบคุมที่ใช้ในงานวิจัย

| ผู้วิจัย / ปีการศึกษา | ตัวแปรควบคุม | ผลวิจัย |
|------------------------------------|--|---|
| Isshaq et al. (2009) | ระดับหนี้สิน อัตราการจ่ายเงินปันผล | มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทั้งสองตัวแปร |
| Ameer (2012) | ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา ขนาดบริษัท | มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทั้งสองตัวแปร |
| Martinez-Sola et al. (2013) | ระดับหนี้สิน | มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ |
| | ขนาดบริษัท | มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ |
| | สินทรัพย์ไม่มีตัวตน | มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ |
| Azmat (2014) | รายจ่ายฝ่ายทุน | มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ |
| | ระดับหนี้สิน | มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ |
| Vijayakumaran, & Atchyuthan (2014) | ขนาดบริษัท | ความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ |
| | ระดับหนี้สิน | มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ |
| | ยอดขาย | ไม่มีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ |
| | สินทรัพย์ไม่มีตัวตน | ไม่มีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ |
| Asante-Darko et al. (2018) | ระดับหนี้สิน | มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ |
| | ขนาดบริษัท | มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ |
| | การจ่ายเงินปันผล | มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ |
| D'mello et al. (2008) | กลุ่มอุตสาหกรรม | มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ |

ที่มา: จากการศึกษาวรรณกรรม

กรอบแนวคิดการวิจัย (Conceptual framework)



ภาพ 1 แสดงกรอบแนวคิดงานวิจัย

บทที่ 3

วิธีการดำเนินงานวิจัย

การศึกษาปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The determinants of relationship of cash holdings and performance: Public limited company of the Stock Exchange of Thailand) มีจุดมุ่งหมายการศึกษา คือ 1) ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสด โดยพิจารณาตามคุณลักษณะของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของไทย 2) ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสดโดยพิจารณาตามการกำกับดูแลกิจการ โดยพิจารณาโครงสร้างคณะกรรมการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของไทย และ 3) ศึกษาการถือครองเงินสดที่ส่งผลต่อการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative research) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลเชิงตัวเลขจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ เพื่อพิสูจน์สมมติฐานการวิจัย ตามวิธีการดำเนินงานวิจัย ประกอบด้วย ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่กำหนด แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย รวมถึงการเก็บข้อมูลและการวิเคราะห์ข้อมูล แปลผลและนำเสนอรายงาน

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง (Population and sample)
2. การเก็บรวบรวมข้อมูล (Data collection)
3. การวิเคราะห์ข้อมูล (Analysis of data)
4. การแปลผลและนำเสนอรายงาน (Interpretation and report presentation)

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง (Population and sample)

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) จำนวน 566 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2551 – 2562 รวม 12 ปี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) แสดงรายละเอียดดังตารางดังนี้

ตาราง 4 แสดงจำนวนประชากรที่ศึกษาแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

| กลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย | จำนวน (บริษัท) |
|--|-------------------|
| กลุ่มธนาคารและการเงิน..... | 56 |
| กลุ่มทรัพยากร..... | 50 |
| กลุ่มอสังหาริมทรัพย์..... | 144 |
| กลุ่มบริการ..... | 102 |
| กลุ่มเทคโนโลยี..... | 38 |
| กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม..... | 87 |
| กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร..... | 48 |
| กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค..... | 41 |
| รวม | 566 |

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย คือ กลุ่มเดียวกันประชากรข้างต้น แต่ยกเว้นกลุ่มธุรกิจ ธนาคารและประกันภัย กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงงาน กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานระบบขนส่งมวลชน กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคมรวม เนื่องจากต้องมีการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องตามกำหนดของธนาคารแห่งประเทศไทย บริษัทที่ถูกเพิกถอน บริษัทที่ปรับโครงสร้างหนี้ บริษัทที่ถูกสั่งแขวนหุ้น บริษัทที่รอบปิดบัญชีไม่ตรงกับวันสิ้นปีบัญชี อีกทั้งบริษัทที่มีระยะเวลาไม่ครบตามกรอบระยะเวลาที่ศึกษางานวิจัย รวมถึงบริษัทที่ไม่สามารถค้นหาข้อมูลได้ครบถ้วนตามตัวแปรที่กำหนดในงานวิจัยครั้งนี้ โดยแสดงรายละเอียดดังตารางดังนี้

ตาราง 5 แสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

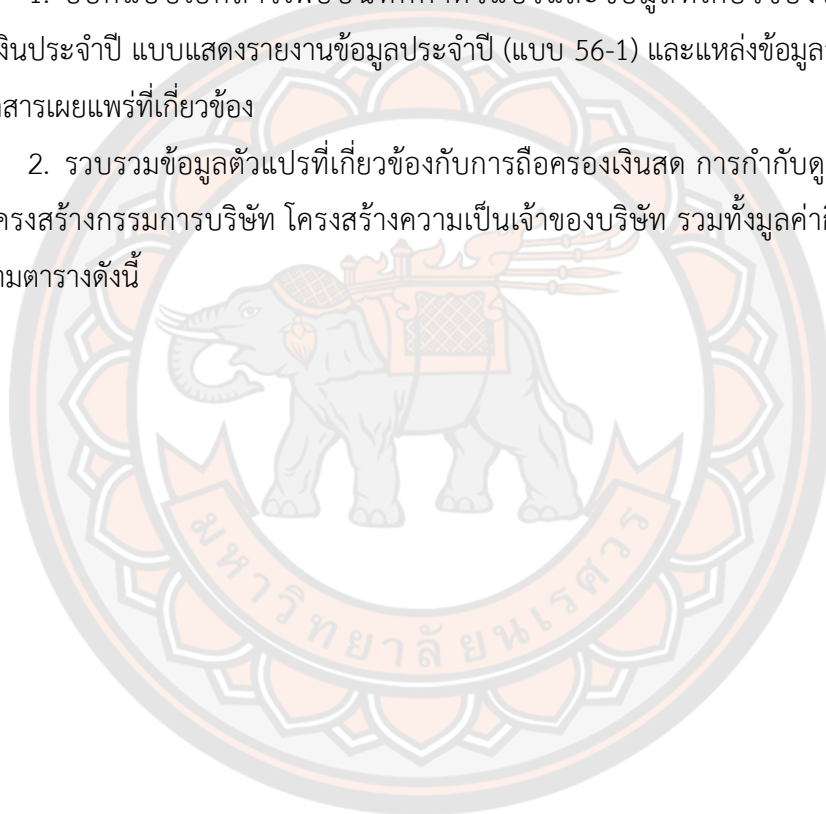
| กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย | จำนวน (บริษัท) |
|---|-------------------|
| บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย..... | 566 |
| ยกเว้น | |
| - กลุ่มธุรกิจ ธนาคารและประกันภัย..... | 56 |
| - กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และกองทุนรวม โครงสร้างพื้นฐานโรงงาน กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานระบบขนส่งมวลชน กองทุนรวมโครงสร้าง พื้นฐานโทรคมนาคมรวม | 56 |
| - บริษัทถูกเพิกถอน บริษัทที่ปรับโครงสร้างหนี้ และบริษัทที่ถูกสั่งแขวนหุ้น..... | 18 |
| - บริษัทที่รอบปิดบัญชีไม่ตรงกับวันสิ้นปีบัญชี..... | 32 |
| - บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหลัง 1 มกราคม พ.ศ. 2551 และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบตามตัวแปรที่กำหนด..... | 103 |
| คงเหลือกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย | 301 |

การวิจัยครั้งนี้กำหนดระยะเวลาเริ่มต้นการศึกษาระหว่างปี พ.ศ. 2551 เนื่องด้วยมีการปรับปรุงข้อกำหนดเกี่ยวกับคณะกรรมการตรวจสอบและกรรมการอิสระใหม่ในปี พ.ศ.2551 ประกาศเรื่อง คุณสมบัติและขอบเขตการดำเนินงานของคณะกรรมการตรวจสอบ พ.ศ. 2551 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระบุบทบาทหน้าที่สำคัญของคณะกรรมการตรวจสอบเกี่ยวกับความเป็นอิสระในการดำเนินงานและมีการปฏิบัติหน้าที่เพื่อป้องกันความขัดผลประโยชน์ การบกพร่องหน้าที่จากปฏิบัติหรือการเกิดทุจริตของกิจการให้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น ทั้งนี้เพื่อให้มีความรับผิดชอบโดยตรงต่อคณะกรรมการบริษัทและบุคคลภายนอก และกำหนดระยะเวลาสิ้นสุดปี พ.ศ. 2562 เนื่องด้วยสภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์ ประกาศแนวทางปฏิบัติทางการบัญชีเพื่อออกมาตรการผ่อนปรนเกี่ยวกับแนวทางปฏิบัติทางบัญชีเพิ่มเติมให้แก่กิจการที่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (COVID 2019) จากสถานการณ์ดังกล่าวส่งผลทำให้งบการเงินของกิจการแสดงผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินในช่วงปี พ.ศ.2563 เป็นต้นมา (สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์, 2563)

การเก็บรวบรวมข้อมูล (Data collection)

การวิจัยครั้งนี้ศึกษาข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลตัวแปรอิสระ ตัวแปรตามและตัวแปรควบคุมในรายงานประจำปี และแบบแสดงรายงานการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) จากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ SET SMART (SET market analysis and reporting tool) จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งแหล่งข้อมูลจากเว็บไซต์บริษัท และเอกสารเผยแพร่อื่นที่เกี่ยวข้อง โดยการแบ่งเป็นขั้นตอนการรวบรวมข้อมูลและการวัดค่าตัวแปร ดังนี้

1. ออกแบบเอกสารเพื่อบันทึกค่าตัวแปรและข้อมูลที่เกี่ยวข้องจากแหล่งข้อมูลงบการเงินประจำปี แบบแสดงรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และแหล่งข้อมูลจากเว็บไซต์บริษัท และเอกสารเผยแพร่ที่เกี่ยวข้อง
2. รวบรวมข้อมูลตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการถือครองเงินสด การกำกับดูแลกิจการ โดยใช้ข้อมูลโครงสร้างกรรมการบริษัท โครงสร้างความเป็นเจ้าของบริษัท รวมทั้งมูลค่ากิจการของบริษัท แสดงตามตารางดังนี้



ตาราง 6 แสดงการวัดค่าตัวแปรตามและตัวแปรควบคุม

| ตัวแปร | การวัดค่าของตัวแปร | ผู้วิจัย |
|--|--|--|
| ตัวแปรอิสระ (Independent variable): ปัจจัยที่กำหนดการถือครองเงินสด (The determinant of cash holdings) | | |
| ลักษณะของกิจการ (Firm characteristics) | | |
| 1. ขนาดบริษัท (Firm size: LnFS) | ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม | Ali & Yousaf (2013), Al – Najjar (2013), Kim et al. (2011), Bates et al. (2009), D'mello et al. (2008), Drobetz & Gruniner (2007), Ferreira et al. (2004), Opler et al. (1999), จุฑาภรณ์ บุหลันพฤษ์ (2554), สุชล เอี่ยมชีรางกูร (2551) |
| 2. ระดับหนี้สิน (Leverage: LEV) | อัตราส่วนหนี้สินรวมทั้งหมดหารด้วยสินทรัพย์รวม | Al – Najjar (2013), Kim et al. (2011), Isshaq et al. (2009), D' mello et al. (2008), Drobetz & Gruniner (2007), Ferreira et al. (2004) จุฑาภรณ์ บุหลันพฤษ์ (2554), สุชล เอี่ยมชีรางกูร(2551) |
| 3. โอกาสในการลงทุน (Investment opportunity: INV) | อัตราส่วนราคาตลาดของสินทรัพย์หารด้วยราคาตามบัญชีสินทรัพย์รวม | Chireka & Fakoya (2017), Ali & Yousaf (2013), Kim et al. (2011), D' mello et al. (2008), Ferreira et al. (2004), Opler et al. (1999) จุฑาภรณ์ บุหลันพฤษ์ (2554), สุชล เอี่ยมชีรางกูร (2551) |

| ตัวแปร | การวัดค่าของตัวแปร | ผู้วิจัย |
|---|--|---|
| 4. กระแสเงินสด (Cash flow: CF) | อัตราส่วนกำไรสุทธิก่อนหักภาษีบวกค่าเสื่อมราคาหารด้วยสินทรัพย์รวม | Uyar & Kuzey (2014), Ali & Yousaf (2013), Drobetz & Gruniner (2007) Ferreira et al. (2004), Opler et al. (1999), Kim et al. (2004), จุฬารักษ์ บุหั่นพฤษ์(2554) |
| 5. ความผันผวนกระแสเงินสด (Cash flow volatility: CFV) | ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสด | Uyar & Kuzey (2014), Drobetz & Gruniner (2007), Ferreira et al. (2004), Opler et al. (1999), สุขล เอี่ยมชีรางกูร(2551) |
| 6. สินทรัพย์สภาพคล่อง (Liquidity assets: LIQ) | อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนลบด้วยหนี้สินหมุนเวียนและเงินสดทั้งหมด หารด้วย สินทรัพย์รวม | Uyar & Kuzey (2014) Kim et al., (2011), D'imello et al. (2008) Drobetz & Gruniner (2007), Ferreira & Vilela (2004) สุขล เอี่ยมชีรางกูร (2551) จุฬารักษ์ บุหั่นพฤษ์ (2554) |
| 7. การจ่ายเงินปันผล (Dividend payment: DIV) | อัตราส่วนเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นหารด้วยกำไรต่อหุ้น | Chireka & Fakoya (2017), Al – Najjar (2013), Kim et al. (2011), Isshaq et al. (2009) Drobetz & Gruniner (2007), Opler et al. (1999) |
| 8. ค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนา (Research and development expenses: RD) | อัตราค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาหารด้วยยอดขายรวม | Uyar & Kuzey (2014), D'imello et al. (2008), Opler et al. (1999). |

| ตัวแปร | การวัดค่าของตัวแปร | ผู้วิจัย |
|--|---|---|
| การกำกับดูแลกิจการ (Corporate governance) | | |
| 1. ขนาดของคณะกรรมการ (Board size: BS) | จำนวนขนาดของกรรมการในคณะกรรมการ | Huang et al. (2015), Kusnadi (2011), Harford et al. (2008), ภูริวัจน์ โอภาสุขุมสิริสกุล, วิสุทธร จิตอารี และ ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย (2562) |
| 2. กรรมการอิสระและตรวจสอบ (Independent directors: IND) | สัดส่วนของกรรมการอิสระและตรวจสอบ ต่อคณะกรรมการบริษัททั้งหมด | Kuan et al. (2012), Harford et al. (2008), Ozkan & Ozkan (2004), ภูริวัจน์ โอภาสุขุมสิริสกุล, วิสุทธร จิตอารี และ ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย (2562) |
| 3. กรรมการควบคุมตำแหน่งบริหารสองหน้า (CEO duality: CEOD) | กำหนดเป็นตัวแปรดัมมี่ (Dummy Variable) เป็น “1” หากบริษัทมีโครงสร้างกรรมการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการและคณะกรรมการบริษัทในปีที่กำหนด และ หากไม่ใช่ให้เป็น “0” | Kuan et al. (2012), Kusnadi (2011), ภูริวัจน์ โอภาสุขุมสิริสกุล, วิสุทธร จิตอารี และ ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย (2562) |
| 4. กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร (Non-executive directors: NONEXE) | สัดส่วนของกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารต่อคณะกรรมการบริษัททั้งหมด | Boubaker et al. (2015) |
| 5. กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัท (Managerial ownership: MOWN) | สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัท | Asante-Darko et al. (2018), Al-Najjar (2013), Ameer (2012), Kuan et al. (2012), Kusnadi (2011), Isshaq et al. (2009), Luo & Hachiya (2005), Ozkan & Ozkan (2004) นัฐพรภรณ์ ลิ้มสกุล (2558) |
| 6. กลุ่มสถาบัน (Institutional ownership: IOWN) | สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน | You et al. (2019), Al-Najjar (2013), Luo & Hachiya (2005), นัฐพรภรณ์ ลิ้มสกุล (2558) |

| ตัวแปร | การวัดค่าของตัวแปร | ผู้วิจัย |
|---|--|---|
| 7. กลุ่มนักลงทุนต่างชาติ (Foreign ownership: FOWN) | สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ | Luo & Hachiya (2005) |
| 8. กลุ่มหน่วยงานภาครัฐ (Government agencies ownership: GOWN) | สัดส่วนการถือหุ้นของหน่วยงานภาครัฐ | Dharwadkar et al. (2000) |
| ตัวแปรตาม (Dependent variable) | | |
| 1. การถือครองเงินสด (Cash holdings: CASH) | อัตราส่วนเงินสดและรายการเทียบเท่า เงินสดต่อสินทรัพย์รวม | Asante-Darko et al. (2018), Azmat (2014), Ali & Yousaf (2013), Al – Najjar (2013), Martinez-Sola et al. (2013), Ameer (2012), Kim et al. (2011), Kusnadi (2011), Bates et al. (2009), Isshaq et al. (2009), D'imello et al. (2008), Drobetz & Gruniner (2007), Luo & Hachiya (2005), Ferreira et al. (2004), Opler et al. (1999), ภูริวัจน์ โอภาสุขุมสิริสกุล, วิสุทธร จิตอารี และ ชัย วุฒิ ตั้งสมชัย (2562), จิรัชญา บุญช่วย, กรรณิกา บัวทองเรือง, และศิว วงศ์ เพชรจุล (2559), จุฑาภรณ์ บุหรัตนพงษ์ (2554) |
| 2. ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on assets: ROA) | กำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษี เงินได้ หารด้วยสินทรัพย์รวม | Abushammala & Sulaiman (2014), Vijayakumaran & Atchyuthan (2014), Palazzo (2012), Fresard (2010) |
| 3. ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Return on equity: ROE) | กำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นรวม | Manoel et al., (2018), Abushammala & Sulaiman (2014), Vijayakumaran & Atchyuthan(2014), Palazzo (2012), Dittmar et al., (2007) |

| ตัวแปร | การวัดค่าของตัวแปร | ผู้วิจัย |
|---|--|---|
| 4. อัตราส่วนมูลค่าตลาด (Tobin's Q ratio: TOB) | ผลรวมของราคาตลาดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี (ราคาตลาดของหุ้นสามัญคูณด้วยจำนวนหุ้นที่อยู่เมื่อผู้ถือหุ้น) วกด้วย ราคาตามบัญชีของหนี้สินรวมทั้งหมด หารด้วยราคาตามบัญชีสินทรัพย์รวม | Asante-Daiko et al. (2018), Azmat (2014), Martinez-Sola et al. (2013), Ameer (2012), Kusnadi (2011), Isshaq et al. (2009), Luo & Hachiya (2005), D'imello et al. (2008) |
| ตัวแปรควบคุม (Control variable) | กำหนดให้อุตสาหกรรมเป็นตัวแปรควบคุม วัดค่าโดยกำหนดค่าตัวแปร | |
| กลุ่มอุตสาหกรรม (Industries group: INDG) | เปรียบเทียบการกำหนดแต่ละอุตสาหกรรม | |

ที่มา: จากการพัฒนาวรรณกรรม

การวิเคราะห์ข้อมูล (Analysis of data)

การศึกษานี้ใช้เทคนิคเพื่อการวิเคราะห์ข้อมูลวิเคราะห์เชิงปริมาณ โดยผู้วิจัยมีการรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิด้วยลักษณะการบันทึกข้อมูลของหน่วยสำรวจที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหลายบริษัท จำนวน 301 บริษัท และมีระยะเวลา ติดต่อกัน จำนวน 12 ปี รวมตัวอย่างการศึกษาทั้งหมด 3,612 บริษัท ใช้วิธีวิเคราะห์ข้อมูลพาแนล (Panel data analysis) สำหรับการวิเคราะห์และทดสอบสมมติฐานวิจัย

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statics) อธิบายลักษณะทั่วไปของชุดข้อมูลโดยการคำนวณหาค่าเฉลี่ย (Mean) อันเป็นตัวแทนของข้อมูลแต่ละตัวแปร อธิบายเปรียบเทียบค่า ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ลักษณะการกระจายตัวของชุดข้อมูลจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation)

2. การตรวจสอบข้อมูลตามข้อตกลงสำหรับการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ ก่อนนำข้อมูลที่ได้จากการรวบรวมนำไปวิเคราะห์หามีการดำเนินการตรวจสอบข้อมูลตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณและทดสอบความนิ่งของข้อมูล ตามขั้นตอนต่อไปนี้

2.1 การทดสอบการแจกแจงโค้งปกติของตัวแปรตาม (Normality test) เป็นการพิจารณาการไม่สามารถปฏิเสธข้อมูลที่มีลักษณะการแจกแจงโค้งปกติ โดยการใช้สถิติทดสอบค่าความเบ้ข้อมูล (Skewness) จากการคำนวณค่าสัมบูรณ์ (Absolute value) ZSkewness และค่าความโด่งข้อมูล (Kurtosis) จากการคำนวณค่าสัมบูรณ์ ZKurtosis (Hair et al., (2018), Kline, (2010)) โดยค่าสถิติทดสอบให้มีผลวิเคราะห์ตามเงื่อนไขไม่สามารถปฏิเสธ แสดงตามตารางดังต่อไปนี้

ตาราง 7 แสดงค่าสถิติการแปลผลตามเงื่อนไขไม่สามารถปฏิเสธการแจกแจงโค้งปกติของข้อมูล

| ค่าสถิติ | คำนวณ Z score | เงื่อนไขการไม่สามารถปฏิเสธ |
|------------------------------|----------------------|---|
| ค่าความเบ้ข้อมูล (Skewness) | Skewness / Std.Error | ZSkewness < 3 ไม่สามารถปฏิเสธข้อมูลไม่มีการเบ้ |
| ค่าความโด่งข้อมูล (Kurtosis) | Kurtosis / Std.Error | ZKurtosis < 10 ไม่สามารถปฏิเสธข้อมูลไม่มีการโด่ง |

2.2 การทดสอบลักษณะความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง (Linearity test) เป็นการตรวจสอบข้อมูลของตัวแปรอิสระ (Independence Variable) และตัวแปรตาม (dependence Variable) ที่มีความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่มีลักษณะเชิงเส้นตรง โดยการใช้สถิติที่เรียกว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson's Correlation) เป็นการวัดค่าระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

ที่มีผลระดับระหว่าง -1 จนถึง 1 พร้อมกันนั้นค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficients) สามารถแสดงทิศทางความสัมพันธ์ของข้อมูลสองลักษณะ กล่าวคือ ข้อมูลที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน (ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นบวก) และข้อมูลที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม(ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นลบ)

กรณีที่ค่าความสัมพันธ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ มีค่าสถิติใกล้เคียงหรือเท่ากับ 1 หรือ -1 แสดงให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระอยู่ในระดับสูงมากจนเกินไม่สามารถปฏิเสธได้หรือระดับสมบูรณ์ ตัวแปรอิสระคู่หนึ่งมีปัญหาสภาวะร่วมของเส้นตรงเชิงพหุคูณ (Multicollinearity) แต่อย่างไรก็ตาม หากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไม่มากเกินกว่า 0.85 หรือไม่น้อยกว่า -0.85 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระดังกล่าวมีระดับความสัมพันธ์อันไม่สามารถปฏิเสธได้สามารถนำตัวแปรอิสระดำเนินการวิเคราะห์ในลำดับขั้นตอนต่อไปได้ (Munro, 2001)

ตาราง 8 แสดงเกณฑ์การแปลระดับความสัมพันธ์จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

| ค่าสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร | | | การแปลระดับความสัมพันธ์ |
|--------------------------|-------------------|--|-------------------------|
| ทิศทางเดียวกัน | ทิศทางตรงกันข้าม | | |
| 0.90 ถึง 1.00 | -0.90 ถึง -1.00 | | ระดับสูงมาก |
| 0.70 ถึง 0.90 | -0.70 ถึง -0.90 | | ระดับสูง |
| 0.50 ถึง 0.70 | -0.50 ถึง -0.70 | | ระดับปานกลาง |
| 0.30 ถึง 0.50 | - 0.30 ถึง - 0.50 | | ระดับต่ำ |
| 0.00 ถึง 0.30 | 0.0 ถึง (-0.30) | | ระดับต่ำมาก |

2.3 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่มีความเป็นอิสระต่อกัน (Collinearity test) เป็นการตรวจสอบข้อมูลของตัวแปรอิสระที่มีความเป็นอิสระต่อกัน โดยไม่มีการเกิดความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปร (Multicollinearity) โดยการใช้ค่าสถิติทดสอบ คือ Variance Inflation Factor (VIF) และค่าสถิติ Tolerance

ค่าสถิติทดสอบ Variance Inflation Factor (VIF) คือ ค่าสถิติที่อธิบายการตรวจสอบความสัมพันธ์ของข้อมูลตัวแปรอิสระระหว่างตัวแปร โดยที่ค่า VIF จะมีค่าเป็น 1 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกัน แต่เมื่อใดที่ค่า VIF มีค่ามากกว่า 10 ขึ้นไป ค่าข้อมูลจะแสดงให้เห็นว่า ข้อมูลมีลักษณะของข้อมูลมีปัญหาสภาพที่เกิดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระระดับสูงมากเกินไม่สามารถปฏิเสธได้ (Multicollinearity)

ค่าสถิติทดสอบ Tolerance ร่วมกับ โดยค่า Tolerance จะมีค่าระหว่าง 0 – 1 หากค่าข้อมูลเข้าใกล้ 1 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกัน แต่เมื่อใดที่ค่าเข้าใกล้ 0 แสดงว่าเกิดปัญหา Multicollinearity

2.4 การทดสอบข้อมูลตัวแปรที่มีลักษณะคงที่หรือไม่คงที่ ใช้วิธี Augmented Dickey-Fuller unit-root test และ Phillips-Perron unit-root test ตรวจสอบความนิ่งของข้อมูล (unit root test) (Choi, 2001) โดยมีสมมติฐานการทดสอบ คือ

H0: ข้อมูลมีลักษณะไม่นิ่ง

H1: ข้อมูลมีลักษณะนิ่ง

การวิเคราะห์สรุปผลทดสอบความนิ่งของข้อมูลดังนี้

- p-value > 0.05 ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก พบว่าข้อมูลมีลักษณะไม่นิ่ง

- p-value < 0.05 ปฏิเสธสมมติฐานหลัก พบว่าข้อมูลมีลักษณะนิ่ง

3. สถิติอนุมาน (Inferential Statics) การอธิบายลักษณะของตัวแปรด้วยวิธีสถิติด้วยการวิเคราะห์ข้อมูลพาแนล (Panel data analysis) เพื่อให้ผลการวิเคราะห์ข้อมูลและค่าพยากรณ์ของตัวแบบจำลองให้ผลการวิเคราะห์ที่ถูกต้อง ต้องมีการทดสอบความนิ่ง (Unit root test) ใช้วิธี Augmented Dickey-Fuller test (ADF) และ Phillips-Perron test แสดงค่า p-value < 0.05 ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่าข้อมูลมีลักษณะนิ่ง (ผลการตรวจสอบข้อมูลตามภาคผนวก ข) สามารถนำข้อมูลไปวิเคราะห์ข้อมูลพาแนล 3 วิธี ดังนี้

วิธีที่ 1) Pooled Ordinary Least Squares Regression (Pooled OLS) เป็นการวิเคราะห์ถดถอยไม่ได้คำนึงถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นจากข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างและข้อมูลตามระยะเวลาอันเท่าใด โดยการวิเคราะห์จะถือเป็นชุดข้อมูลเดียวกันจากนั้นจะวิเคราะห์ถดถอยร่วมกันโดยตรง และเพื่อเป็นการตรวจสอบความเหมาะสมของตัวแบบจำลองตามวิธี Pooled OLS ใช้วิธีพิจารณาทดสอบ Breusch-Pagan test โดยมีสมมติฐานการทดสอบ คือ

H₀: Pooled OLS model เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูล

H₁: Pooled OLS model ไม่เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์สรุปผลการคัดเลือกตัวแบบที่เหมาะสมดังนี้

- p-value > 0.05 ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก Pooled OLS เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูล

- p-value < 0.05 ปฏิเสธสมมติฐานหลัก Pooled OLS ไม่เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูล

วิธีที่ 2) Fixed Effect Model (FEM) เป็นการตรวจสอบความแตกต่างของแต่ละกลุ่มในการสกัดกัน โดยสมมติให้มีความชันเท่ากันและความแปรปรวนคงที่ในแต่ละกลุ่ม เนื่องจากผลกระทบเฉพาะแต่ละกลุ่มไม่ผันแปรตามเวลา

วิธีที่ 3) Random Effect Model (REM) เป็นการวิเคราะห์โดยสมมติว่าผลกระทบแต่ละกลุ่มไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรถดถอยใด แต่จะมีการประมาณค่าความแปรปรวนของข้อผิดพลาดเฉพาะกลุ่มหรือเวลา

ในกรณีที่ตัวแบบแสดงผลวิจัยตามวิธี Fixed Effect Model และ Random Effect Model สามารถนำไปวิเคราะห์และทดสอบสมมติฐานผลวิจัยได้นั้น ควรมีการคัดเลือกตัวแบบที่เหมาะสม ใช้ Hausman Test โดยมีสมมติฐานการทดสอบ คือ

H_0 : วิธี Random Effect Model เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูล

H_1 : วิธี Fixed Effect Model เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์สรุปผลการคัดเลือกตัวแบบที่เหมาะสมดังนี้

- p-value > 0.05 ทำให้ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก วิธี Random Effect Model เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูล

- p-value < 0.05 ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานหลัก วิธี Fixed Effect Model เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูล

ตัวแบบสำหรับการศึกษา

ตัวแบบที่ 1

$$\begin{aligned} Cash_{it} = & \beta_0 + \beta_1 LnFS_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 INV_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 CFV_{it} + \\ & \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 DIV_{it} + \beta_8 RD_{it} + \beta_9 BS_{it} + \beta_{10} IND_{it} + \\ & \beta_{11} CEO_{it} + \beta_{12} NONEXE_{it} + \beta_{13} MOWN_{it} + \beta_{14} IOWN_{it} + \\ & \beta_{15} FOWN_{it} + \beta_{16} GOWN_{it} + \beta_{17} INDG2_{it} + \beta_{18} INDG3_{it} + \\ & \beta_{18} INDG3_{it} + \beta_{19} INDG4_{it} + \beta_{20} INDG5_{it} + \beta_{21} INDG6_{it} + \\ & \beta_{22} INDG7_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1) \end{aligned}$$

โดยการวัดค่าของตัวแปร

$CASH_{it}$ อัตราส่วนเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t

$LnFS_{it}$ ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t

LEV_{it} อัตราส่วนหนี้สินรวมทั้งหมดหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t

INV_{it} อัตราส่วนราคาตลาดของสินทรัพย์หารด้วยราคาตามบัญชีสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t

CF_{it} อัตราส่วนกำไรสุทธิก่อนหักภาษีบวกค่าเสื่อมราคาหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t

CFV_{it} ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสดของบริษัท i ปีที่ t

| | |
|--------------------|---|
| LIQ_{it} | อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนลบด้วยหนี้สินหมุนเวียนและเงินสดทั้งหมดหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t |
| DIV_{it} | อัตราส่วนเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นหารด้วยกำไรต่อหุ้นของบริษัท i ปีที่ t |
| RD_{it} | อัตราค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาหารด้วยยอดขายรวมของบริษัท i ปีที่ t |
| BS_{it} | จำนวนขนาดของกรรมการในคณะกรรมการของบริษัท i ปีที่ t |
| IND_{it} | สัดส่วนของกรรมการอิสระและตรวจสอบต่อคณะกรรมการบริษัททั้งหมดของบริษัท i ปีที่ t |
| $CEOD_{it}$ | กำหนดเป็นตัวแปรดัมมี่ (Dummy Variable) เป็น “1” หากบริษัทมีโครงสร้างกรรมการควมตำแหน่งประธานกรรมการและคณะกรรมการบริษัทในปีที่กำหนด และหากไม่ใช่ให้เป็น “0” ของบริษัท i ปีที่ t |
| $NONEX_{it}$ | สัดส่วนของกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารต่อคณะกรรมการบริษัททั้งหมดของบริษัท i ปีที่ t |
| $MOWN_{it}$ | สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัทของบริษัท i ปีที่ t |
| $IOWN_{it}$ | สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันของบริษัท i ปีที่ t |
| $FOWN_{it}$ | สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติของบริษัท i ปีที่ t |
| $GOWN_{it}$ | สัดส่วนการถือหุ้นโดยหน่วยงานภาครัฐของบริษัท i ปีที่ t |
| $INDG2_{it}$ | กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างของบริษัท i ปีที่ t |
| $INDG3_{it}$ | กลุ่มอุตสาหกรรมบริการของบริษัท i ปีที่ t |
| $INDG4_{it}$ | กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีของบริษัท i ปีที่ t |
| $INDG5_{it}$ | กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมของบริษัท i ปีที่ t |
| $INDG6_{it}$ | กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารของบริษัท i ปีที่ t |
| $INDG7_{it}$ | กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคของบริษัท i ปีที่ t |
| ε_{it} | ค่าคลาดเคลื่อนจากการแจกแจงปกติ ของบริษัท i ปีที่ t |

จากการกำหนดตัวแบบที่ 1 เพื่อศึกษาจุดมุ่งหมายที่ 1 เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสดโดยพิจารณาตามคุณลักษณะของกิจการของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ของไทย ทดสอบและยืนยันสมมติฐานรองที่ 1 – 8 และจุดมุ่งหมายที่ 2 เพื่อศึกษาความปัจจัยที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสดโดยพิจารณาตามการกำกับดูแลกิจการ อันเกี่ยวข้องกับโครงสร้างคณะกรรมการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ของไทย ทดสอบและยืนยันสมมติฐานที่

ตาราง 9 แสดงสมมติฐานงานวิจัยที่คาดหวังของปัจจัยที่กำหนดมีความสัมพันธ์ต่อการถือครอง
เงินสดโดยพิจารณาตามคุณลักษณะของกิจการและการกำกับดูแลกิจการ

| ลำดับที่ | สมมติฐานงานวิจัยที่คาดหวัง |
|----------|--|
| 1 | ขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด |
| 2 | ระดับหนี้สินมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด |
| 3 | โอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด |
| 4 | กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์เชิงทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด |
| 5 | ความผันผวนกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด |
| 6 | สินทรัพย์สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด |
| 7 | การจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด |
| 8 | ค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนาที่มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด |
| 9 | ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด |
| 10 | กรรมการอิสระและตรวจสอบมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด |
| 11 | กรรมการควบคุมตำแหน่งบริหารสองหน้าที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด |
| 12 | กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด |
| 13 | กลุ่มผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด |
| 14 | กลุ่มนักลงทุนกลุ่มสถาบันมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด |
| 15 | กลุ่มนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด |
| 16 | กลุ่มหน่วยงานของภาครัฐมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด |

การวิเคราะห์ข้อมูลพหุคูณการวิเคราะห์ผลวิจัยตามตัวแบบดังนี้

ตัวแบบที่ 2

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{it} + \beta_2 INDG2_{it} + \beta_3 INDG3_{it} + \beta_4 INDG4_{it} + \beta_5 INDG5_{it} + \beta_6 INDG6_{it} + \beta_7 INDG7_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

ตัวแบบที่ 3

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{it} + \beta_2 INDG2_{it} + \beta_3 INDG3_{it} + \beta_4 INDG4_{it} + \beta_5 INDG5_{it} + \beta_6 INDG6_{it} + \beta_7 INDG7_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3)$$

ตัวแบบที่ 4

$$TOB_{it} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{it} + \beta_2 INDG2_{it} + \beta_3 INDG3_{it} + \beta_4 INDG4_{it} + \beta_5 INDG5_{it} + \beta_6 INDG6_{it} + \beta_7 INDG7_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (4)$$

โดยการวัดค่าของตัวแปร

| | |
|--------------------|--|
| ROA_{it} | กำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้หารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t |
| ROE_{it} | กำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นรวมของบริษัท i ปีที่ t |
| TOB_{it} | ผลรวมของราคาตลาดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี (ราคาตลาดของหุ้นสามัญคูณด้วยจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น) บวกด้วยราคาตามบัญชีของหนี้สินรวมทั้งหมดหารด้วยราคาตามบัญชีสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t |
| $CASH_{it}$ | อัตราส่วนเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t |
| $INDG2_{it}$ | กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างของบริษัท i ปีที่ t |
| $INDG3_{it}$ | กลุ่มอุตสาหกรรมบริการของบริษัท i ปีที่ t |
| $INDG4_{it}$ | กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีของบริษัท i ปีที่ t |
| $INDG5_{it}$ | กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมของบริษัท i ปีที่ t |
| $INDG6_{it}$ | กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารของบริษัท i ปีที่ t |
| $INDG7_{it}$ | กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคของบริษัท i ปีที่ t |
| ε_{it} | error term ค่าคลาดเคลื่อนจากการแจกแจงปกติของบริษัท i ปีที่ t |

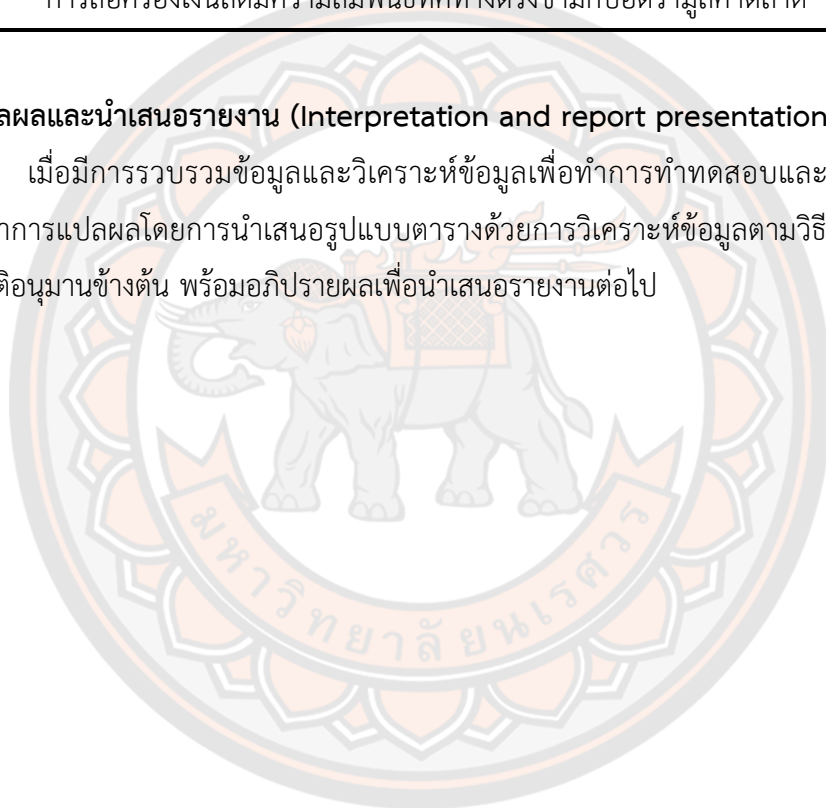
ตัวแบบที่ 2 – 4 เพื่อศึกษาจุดมุ่งหมายที่ 3 เพื่อศึกษาการถือครองเงินสดที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทดสอบและยืนยันสมมติฐานที่ 17 การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานของกิจการ คือ

ตาราง 10 แสดงสมมติฐานงานวิจัยที่คาดหวังของการถือครองเงินสดที่มีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานกิจการ

| ลำดับที่ | สมมติฐานงานวิจัยที่คาดหวัง |
|----------|---|
| 17a | การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ |
| 17b | การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น |
| 17c | การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับอัตรามูลค่าตลาด |

การแปลผลและนำเสนอรายงาน (Interpretation and report presentation)

เมื่อมีการรวบรวมข้อมูลและวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อทำการทำทดสอบและยืนยันสมมติฐาน ผู้วิจัยทำการแปลผลโดยการนำเสนอรูปแบบตารางด้วยการวิเคราะห์ข้อมูลตามวิธีสถิติเชิงพรรณนา และสถิติอนุมานข้างต้น พร้อมอภิปรายผลเพื่อนำเสนอรายงานต่อไป



บทที่ 4

ผลการวิจัย

ผลวิจัยมุ่งศึกษาปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์การถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อันมีปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับคุณลักษณะของกิจการ และการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งประกอบด้วยโครงสร้างคณะกรรมการและโครงสร้างผู้ถือหุ้น และศึกษาการถือครองเงินสดที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ตามมุมมองด้านการบัญชี คือผลตอบแทนจากสินทรัพย์และผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น และตามมุมมองด้านการตลาด คือ อัตรามูลค่าตลาด โดยผู้วิจัยจำแนกวิเคราะห์ผลวิจัยออกเป็น 2 ส่วน คือ 1) สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statics) เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของชุดข้อมูลโดยการคำนวณหาค่าเฉลี่ย (Mean) อันเป็นตัวแทนของข้อมูลแต่ละตัวแปร อธิบายเปรียบเทียบค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ลักษณะการกระจายตัวของชุดข้อมูลจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) และ 2) สถิติอนุมาน (Inferential Statics) การวิเคราะห์ข้อมูลใช้วิธีการวิเคราะห์พาแนล (Panel data analysis) โดยมีการนำเสนอเนื้อหาดังต่อไปนี้

1. ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง (Preliminary characteristics of the sample)
2. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Results of descriptive data analysis)
3. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพาแนล (Results of panel data analysis)
4. ผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Results of research hypothesis testing)

ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง (Preliminary characteristics of the sample)

กลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสำหรับการวิจัย มีจำนวน 301 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2551 – 25662 รวม 12 ปี รวมทั้งสิ้น 3,612 ข้อมูล จำแนกตามประเภทลักษณะการดำเนินงานของธุรกิจมี 7 กลุ่ม พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนบริษัทที่มีสัดส่วนมาก มี 2 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และที่มีจำนวนน้อยที่สุดคือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร แสดงตามตารางดังนี้

ตาราง 11 แสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยจำแนกตามอุตสาหกรรม

| กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม | จำนวน (บริษัท) | ร้อยละ |
|--|-------------------|------------|
| กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร..... | 24 | 7.97 |
| กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง..... | 67 | 22.56 |
| กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ..... | 69 | 22.92 |
| กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี..... | 27 | 8.97 |
| กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม..... | 59 | 19.60 |
| กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร..... | 31 | 10.30 |
| กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค..... | 24 | 7.97 |
| รวม | 301 | 100 |

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Results of descriptive data analysis)

การวิเคราะห์ข้อมูลโดยวิธีสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statics) เพื่อวิเคราะห์และอธิบายผลการวิเคราะห์ชุดข้อมูลตัวแปรด้วย ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) แสดงค่าลักษณะทั่วไป ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) แสดงค่ากลางของชุดข้อมูลตัวแปร รวมถึงค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) แสดงตามตารางดังนี้

ตาราง 12 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาของตัวแปรของปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงาน

| ตัวแปร | Mean | Max | Min | SD |
|--------|--------|--------|---------|-------|
| LnFS | 22.387 | 29.638 | 4.269 | 1.711 |
| LEV | 0.440 | 0.990 | 0.004 | 0.216 |
| INV | 2.071 | 52.070 | 0.01 | 3.902 |
| CF | 0.111 | 3.990 | -0.481 | 0.149 |
| CFV | 0.030 | 1.140 | -0.410 | 0.044 |
| LIQ | 0.087 | 1.030 | -1.590 | 0.262 |
| DIV | 0.401 | 25.000 | -19.16 | 1.235 |
| RD | 0.070 | 19.190 | 0.000 | 0.935 |
| BS | 10.287 | 22.000 | 5.000 | 2.487 |
| IND | 0.324 | 0.667 | 0.054 | 0.090 |
| CEOD | 0.268 | 1.000 | 0.000 | 0.443 |
| NONEX | 0.412 | 0.900 | 0.167 | 0.140 |
| MOWN | 32.676 | 93.940 | 0.000 | .0426 |
| IOWN | 20.537 | 38.030 | 0.000 | 0.370 |
| FOWN | 7.425 | 43.910 | 0.000 | 0.197 |
| GOWN | 0.931 | 53.160 | 0.000 | 5.666 |
| CASH | 0.071 | 0.540 | 0.001 | 0.069 |
| ROA | 0.067 | 2.260 | -1.430 | 0.136 |
| ROE | 0.022 | 13.350 | -37.960 | 1.176 |
| TOB | 1.433 | 26.000 | 0.200 | 1.795 |

ตามตาราง 12 พบว่า ข้อมูลด้านคุณลักษณะกิจการ ขนาดบริษัท (LnFS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 22.387 จากค่าสูงสุดและค่าต่ำสุด 29.638 และ 4.269 ระดับหนี้สิน (LEV) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.440 จากค่าสูงสุดและค่าต่ำสุด 0.990 และ 0.004 โอกาสในการลงทุนของบริษัท (INV) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.070 จากค่าสูงสุดและค่าต่ำสุด 52.07 และ 0.01 กระแสเงินสด (CF) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.111 จากค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดต่ำสุดคือ 3.990 และ -0.481 ความผันผวนกระแสเงินสด (CFV)

ข้อมูลด้านการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของคณะกรรมการ (BS) ค่าเฉลี่ย 10.287 จากค่าสูงสุดและค่าต่ำสุด 22.0 และ 5.0 กรรมการอิสระและตรวจสอบ (IND) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.324 จากค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดและค่าต่ำสุด 0.667 และ 0.054 กรรมการควบตำแหน่งบริหารสองหน้าที่

(CEOD) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.268 จากค่าสูงสุด 1.0 และค่าต่ำสุด 0.0 กรรมการที่ใช้ผู้บริหาร (NONEX) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.412 จากค่าสูงสุดและค่าต่ำสุด 0.9 และ 0.167 คณะกรรมการผู้บริหาร บริษัท (MOWN) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 32.676 จากค่าสูงสุด คือ 93.940 และค่าต่ำสุด คือ 0.0 กลุ่มสถาบัน (IOWN) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 20.537 จากค่าสูงสุดคือ 38.03 และค่าต่ำสุดคือ 0.0 กลุ่มนักลงทุนต่างชาติ (FOWN) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 7.425 จากค่าสูงสุดคือ 43.91 และค่าต่ำสุดคือ 0.0 และกลุ่มหน่วยงานภาครัฐ (GOWN) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.931 จากค่าสูงสุดคือ 53.16 และค่าต่ำสุดคือ 0.0 การถือครองเงินสด (CASH) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.071 จากค่าสูงสุดคือ 0.540 และค่าต่ำสุดคือ 0.001 ข้อมูลการวัดผลการดำเนินงาน ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.067 จากค่าสูงสุด 2.260 และค่าต่ำสุด -1.430 ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.022 จากค่าสูงสุด 13.350 และค่าต่ำสุด -37.960 และอัตราส่วนมูลค่าตลาด (TOB) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.433 จากค่าสูงสุด 26.0 และค่าต่ำสุด 0.20 โดยลักษณะการกระจายตัวของตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับลักษณะของบริษัทมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ระหว่าง 0.044 ถึง 5.666 พบว่ามีการกระจายตัวของข้อมูลเป็นอย่างมาก

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพาแนล (Results of panel data analysis)

ก่อนดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลพาแนล ได้มีการตรวจสอบข้อมูลก่อนนำข้อมูลที่ได้จากการรวบรวมนำไปวิเคราะห์และแปลผลวิจัย โดยนำข้อมูลตรวจสอบข้อมูลตามข้อตกลงเบื้องต้นตามวิธีการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ และการทดสอบมีลักษณะนิ่ง (stationary) ดังนี้

1. การตรวจสอบตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ

1.1 การทดสอบการแจกแจงโค้งปกติของตัวแปรตาม (Normality test)

การศึกษางานวิจัยเรื่อง ปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยกำหนดตัวแปรตาม คือ การถือครองเงินสด (CASH) เพื่อทดสอบปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนมูลค่าตลาด (TOB) เพื่อทดสอบการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ผลการทดสอบวิเคราะห์การแจกแจงโค้งปกติของตัวแปรตาม แสดงตามตารางดังนี้

ตาราง 13 แสดงผลค่า Z score ของการวัดค่าความเบ้และความโด่งของข้อมูล

| ตัวแปร | ค่าความเบ้ข้อมูล (Skewness) | ค่าความโด่งข้อมูล (Kurtosis) |
|--------|-----------------------------|------------------------------|
| CASH | 2.189 | 6.541 |
| ROA | 1.383 | 7.356 |
| ROE | 2.747 | 4.580 |
| TOB | 2.865 | 7.038 |

จากตาราง 13 แสดงผลการทดสอบค่า Z score ของการวัดค่าลักษณะความเบ้ (Skewness) ของข้อมูลตัวแปรตาม คือ การถือครองเงินสด (CASH) เท่ากับ 2.189 ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เท่ากับ 1.383 ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) เท่ากับ 2.747 และ อัตราส่วนมูลค่าตลาด (TOB) เท่ากับ 2.865 ซึ่งค่าสถิติทดสอบดังกล่าว แสดงค่าสัมบูรณ์น้อยกว่า 3 แสดงให้เห็นว่าค่าความเบ้ของตัวแปรตามเป็นไปเงื่อนไขการไม่สามารถปฏิเสธ สรุปผลทดสอบข้างต้น การถือครองเงินสด ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนมูลค่าตลาด เป็นตัวแปรตามที่มีลักษณะการแจกแจงความเบ้ของข้อมูลปกติ

ผลการทดสอบลักษณะการวัดค่าความโด่ง (Kurtosis) ของข้อมูลตัวแปรตาม คือ การถือครองเงินสด (CASH) เท่ากับ 6.541 ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เท่ากับ 7.356 ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) เท่ากับ 4.580 และ อัตราส่วนมูลค่าตลาด (TOB) เท่ากับ 7.038 ซึ่งผลการทดสอบดังกล่าว แสดงค่าสัมบูรณ์มีค่าน้อยกว่า 10 แสดงให้เห็นว่าค่าความเบ้ของตัวแปรตามเป็นไปเงื่อนไขการไม่สามารถปฏิเสธ สรุปผลการทดสอบข้างต้น การถือครองเงินสด ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนมูลค่าตลาด เป็นตัวแปรตามที่มีลักษณะการแจกแจงโค้งปกติ

1.2 การทดสอบลักษณะความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง (Linearity test)

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ Pearson Correlation ระหว่างตัวแปรอิสระของปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสด โดยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระมีความเป็นอิสระต่อกัน ในขณะที่เดียวกันตัวแปรอิสระของการถือครองเงินสดที่ส่งผลต่อการดำเนินงานของกิจการ มีตัวแปรอิสระ คือ การถือครองเงินสด 1 ตัวแปร จึงไม่ได้มีการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปร

ตาราง 14 แสดงค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระของปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสด

| ตัวแปรอิสระ | LnFS | LEV | INV | CF | CFV | LIQ | DIV | RD | BS | IND | CEOD | NONEXE | MOWN | IOWN | FOWN | GOWN |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| LnFS | 1.0000 | | | | | | | | | | | | | | | |
| LEV | 0.4056 | 1.0000 | | | | | | | | | | | | | | |
| INV | 0.0725 | 0.0479 | 1.0000 | | | | | | | | | | | | | |
| CF | 0.1183 | -0.0985 | 0.0645 | 1.0000 | | | | | | | | | | | | |
| CFV | 0.1445 | -0.0780 | 0.0450 | 0.8048 | 1.0000 | | | | | | | | | | | |
| LIQ | -0.1879 | -0.3719 | -0.1258 | 0.0008 | 0.0446 | 1.0000 | | | | | | | | | | |
| DIV | 0.0257 | -0.0405 | 0.0150 | 0.0791 | 0.0853 | 0.0519 | 1.0000 | | | | | | | | | |
| RD | -0.0278 | -0.0327 | 0.0332 | 0.0328 | 0.0357 | -0.0428 | 0.0277 | 1.0000 | | | | | | | | |
| BS | 0.0502 | -0.0429 | 0.0422 | 0.0704 | 0.0627 | -0.1080 | -0.0315 | -0.0357 | 1.0000 | | | | | | | |
| IND | -0.0134 | 0.0365 | 0.0191 | -0.0658 | -0.0556 | 0.1653 | 0.0294 | 0.0070 | -0.8032 | 1.0000 | | | | | | |
| CEOD | -0.0870 | -0.0804 | -0.0361 | 0.0092 | -0.0017 | 0.0731 | -0.0102 | -0.0419 | -0.0056 | 0.0582 | 1.0000 | | | | | |
| NONEXE | -0.0123 | -0.0356 | -0.0201 | -0.0029 | -0.0062 | 0.0930 | 0.0006 | -0.0071 | -0.4870 | 0.4328 | -0.0032 | 1.0000 | | | | |
| MOWN | -0.1504 | -0.0915 | -0.0092 | -0.0236 | -0.0255 | 0.0803 | 0.0282 | -0.0354 | -0.0936 | 0.0992 | 0.0548 | -0.0134 | 1.0000 | | | |
| IOWN | -0.0458 | -0.0801 | 0.0176 | 0.0761 | 0.0912 | -0.0509 | -0.0230 | 0.0760 | 0.1137 | -0.1133 | 0.0039 | -0.0004 | -0.4654 | 1.0000 | | |
| FOWN | 0.1139 | -0.0129 | 0.0078 | 0.0418 | 0.0342 | 0.0740 | -0.0033 | 0.0307 | -0.0218 | 0.0800 | 0.0323 | 0.0971 | -0.0838 | -0.0824 | 1.0000 | |
| GOWN | 0.0823 | 0.0530 | -0.0089 | 0.0039 | -0.0017 | -0.0278 | -0.0160 | -0.0052 | 0.0522 | -0.0523 | -0.0343 | 0.1186 | -0.0933 | -0.0463 | -0.0135 | 1.0000 |

ที่มา: จากการคำนวณของโปรแกรมสำเร็จรูปเพื่อการศึกษา

จากตาราง 14 แสดงผลค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระของปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดรวมคู่ตัวแปรเท่ากับ 120 คู่ ผลการวิเคราะห์ข้อมูลของตัวแปรอิสระที่มีค่าสัมพันธ์ที่มีทิศทางเดียวกันรวมจำนวน 58 คู่ และค่าสัมพันธ์ที่มีทิศทางตรงกันข้าม 62 คู่ จำแนกการแปรระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พบว่า มีความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระระดับสูง 2 คู่ ระดับต่ำ 5 คู่ และระดับต่ำมาก 113 คู่ ดังนี้

ตาราง 15 แสดงผลการแปรระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

| ค่าสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร | | | | การแปรระดับความสัมพันธ์ |
|--------------------------|-----|-------------------|-----|-------------------------|
| ทิศทางเดียวกัน | คู่ | ทิศทางตรงกันข้าม | คู่ | |
| 0.90 ถึง 1.00 | - | -0.90 ถึง -1.00 | - | ระดับสูงมาก |
| 0.70 ถึง 0.90 | 1 | -0.70 ถึง -0.90 | 1 | ระดับสูง |
| 0.50 ถึง 0.70 | - | -0.50 ถึง -0.70 | - | ระดับปานกลาง |
| 0.30 ถึง 0.50 | 2 | - 0.30 ถึง - 0.50 | 3 | ระดับต่ำ |
| 0.00 ถึง 0.30 | 55 | 0.0 ถึง (-0.30) | 58 | ระดับต่ำมาก |

ที่มา: Hinkle et al., 2003

ตามตาราง 15 แสดงผลค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ผลจากการทดสอบข้างต้น ไม่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรมากเกินกว่า 0.85 หรือน้อยเกินกว่า -0.85 สรุปผลทดสอบข้างต้น ตัวแปรอิสระของปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับลักษณะของกิจการมีระดับความสัมพันธ์อันไม่สามารถปฏิเสธได้ และไม่มีปัญหาสภาวะร่วมของเส้นตรงเชิงพหุคูณ งานวิจัยนี้สามารถนำตัวแปรอิสระดำเนินการวิเคราะห์ในขั้นตอนของการวิเคราะห์ต่อไปได้ (Munro, 2001)

1.3 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่มีความเป็นอิสระต่อกัน (Collinearity test) เป็นการตรวจสอบข้อมูลของตัวแปรอิสระที่มีความเป็นอิสระต่อกัน โดยไม่มีการเกิดความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปร (Multicollinearity) โดยการใช้ค่าสถิติทดสอบ คือ Variance Inflation Factor (VIF) และค่าสถิติ Tolerance แสดงตามตารางดังนี้

ตาราง 16 แสดงผลค่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระ

| ตัวแปร | Tolerance | VIF | ตัวแปร | Tolerance | VIF |
|--------|-----------|------|--------|-----------|------|
| LnFS | 0.764 | 1.31 | BS | 0.319 | 3.13 |
| LEV | 0.702 | 1.42 | IND | 0.336 | 2.98 |
| INV | 0.963 | 1.04 | CEOD | 0.973 | 1.03 |
| CF | 0.212 | 4.71 | NONEXE | 0.721 | 1.39 |
| CFV | 0.211 | 4.73 | MOWN | 0.724 | 1.38 |
| LIQ | 0.791 | 1.26 | IOWN | 0.724 | 1.38 |
| DIV | 0.979 | 1.02 | FOWN | 0.932 | 1.02 |
| RD | 0.979 | 1.02 | GOWN | 0.944 | 1.06 |

ตาราง 16 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระของการศึกษา ปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครอง คือ ขนาดบริษัท (LnFS) ระดับหนี้สิน (LEV) โอกาสในการลงทุน (INV) กระแสเงินสด (CF) ความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV) สิทธิพิเศษสภาพคล่อง (LIQ) การจ่ายเงินปันผล (DIV) และ ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา (RD) พร้อมกันนั้นปัจจัยเกี่ยวกับโครงสร้างคณะกรรมการ ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการ (BS) กรรมการอิสระและตรวจสอบ (IND) กรรมการควบคุมตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ (CEOD) กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร (NONEXE) และโครงสร้างผู้ถือหุ้น ได้แก่ กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัท (MOWN) กลุ่มสถาบัน (IOWN) กลุ่มนักลงทุนต่างชาติ (FOWN) และกลุ่มหน่วยงานของภาครัฐ (GOWN) มีค่าสถิติทดสอบ VIF ของตัวแปรมีค่าน้อยกว่า 10 และ ค่าสถิติทดสอบ Tolerance ของตัวแปรมีค่าอยู่ระหว่าง 0.211 – 0.979 ดังนั้นสรุปผลการทดสอบข้างต้นเปรียบเทียบกับเกณฑ์การพิจารณาเป็นไปตามเงื่อนไข แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระข้างต้นมีคุณลักษณะเป็นไปเกณฑ์การพิจารณาการไม่สามารถปฏิเสธตามเงื่อนไข จึงสรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระดังกล่าวไม่มีปัญหาสภาพที่เกิดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระระดับสูงมากเกินไปจนไม่สามารถปฏิเสธได้ (Multicollinearity) นอกจากนี้การศึกษาการถือครองเงินสดมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ การศึกษาครั้งนี้กำหนดให้มีตัวแปรอิสระจำนวนหนึ่งตัวแปร คือ การถือครองเงินสด ดังนั้นจึงทำให้ไม่มีปัญหาสภาพที่เกิดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

1.4 การทดสอบข้อมูลตัวแปรที่มีลักษณะคงที่หรือไม่คงที่ ใช้วิธี Augmented Dickey-Fuller unit-root test และ Phillips-Perron unit-root test ตรวจสอบความนิ่งของข้อมูล (unit root test) แสดงตามตารางดังนี้

ตาราง 17 แสดงผลการทดสอบความนิ่ง

| ตัวแปร | Augmented Dickey-Fuller test | Phillips-Perron test | ระดับ ความนิ่ง |
|--------|---------------------------------|------------------------|-------------------|
| LnFS | -9.814 ^{***} | -24.979 ^{***} | I(0) |
| LEV | -12.904 ^{***} | -33.523 ^{***} | I(0) |
| INV | -15.865 ^{***} | -28.722 ^{***} | I(0) |
| CF | -17.613 ^{***} | -43.879 ^{***} | I(0) |
| CFV | -17.253 ^{***} | -43.091 ^{***} | I(0) |
| LIQ | -14.200 ^{***} | -24.066 ^{***} | I(0) |
| DIV | -22.224 ^{***} | -55.440 ^{***} | I(0) |
| RD | -13.076 ^{***} | -17.370 ^{***} | I(0) |
| BS | -15.971 ^{***} | -15.886 ^{***} | I(0) |
| IND | -13.557 ^{***} | -22.000 ^{***} | I(0) |
| CEOD | -15.548 ^{***} | -15.654 ^{***} | I(0) |
| NONEXE | -19.509 ^{***} | -23.134 ^{***} | I(0) |
| MOWN | -13.919 ^{***} | -17.282 ^{***} | I(0) |
| IOWN | -14.761 ^{***} | -18.168 ^{***} | I(0) |
| FOWN | -14.053 ^{***} | -15.733 ^{***} | I(0) |
| GOWN | -8.519 ^{***} | -12.785 ^{***} | I(0) |
| CASH | -17.382 ^{***} | -28.107 ^{***} | I(0) |
| ROA | -18.053 ^{***} | -35.242 ^{***} | I(0) |
| ROE | -16.224 ^{***} | -56.077 ^{***} | I(0) |
| TOB | -26.164 ^{***} | -25.546 ^{***} | I(0) |

หมายเหตุ: *** ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01; ** ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05, *ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

ที่มา: จากการคำนวณโปรแกรมสำเร็จสำหรับการศึกษา

ตามตาราง 17 ผลการตรวจสอบข้อมูลเบื้องต้นพบว่า ค่าสถิติทดสอบ Augmented Dickey-Fuller test และ Phillips-Perron test ค่า p-value < 0.05

สมมติฐานการทดสอบ H_0 : ข้อมูลมีลักษณะไม่นิ่ง

H_1 : ข้อมูลมีลักษณะนิ่ง

สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน ปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่าข้อมูลมีลักษณะนิ่ง ระดับ $I(0)$

2. ผลวิเคราะห์ตัวแปรที่ 1 เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสด โดยพิจารณาตามคุณลักษณะของกิจการ และตามการกำกับดูแลกิจการ อันเกี่ยวข้องกับโครงสร้างคณะกรรมการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามวิธีการวิเคราะห์ Pooled OLS วิธี Fixed Effect Method และวิธี Random Effect Method แสดงผลการวิเคราะห์ดังนี้

ตาราง 18 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรที่ 1

| ตัวแปร | Pooled OLS | Fixed Effect Method | Random Effect Method |
|--------|--------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | coefficient | coefficient | coefficient |
| LnFS | 0.0036*** [4.9500] | 0.0016 [1.7200] | 0.0021** [2.3900] |
| LEV | -0.0910*** [-14.8100] | -0.0364*** [-5.4000] | -0.0457*** [-7.1100] |
| INV | 0.0006** [2.4100] | 0.0005* [1.5400] | 0.0005* [1.7400] |
| CF | 0.0597*** [3.7700] | 0.0317*** [2.6500] | 0.0346*** [2.8600] |
| CFV | -0.0679 [-1.2700] | -0.0199 [-0.5100] | -0.0234 [-0.5800] |
| LIQ | 0.0035 [0.7200] | 0.0025 [0.4500] | 0.0032 [0.5900] |
| DIV | -0.0022** [-2.5700] | -0.0015** [-2.2700] | -0.0016** [-2.4200] |
| RD | -0.0021* [-1.7700] | 0.0033 [1.6300] | 0.0017 [0.9900] |
| BS | -0.0003 [-0.4100] | 0.0006 [0.7900] | 0.0004 [0.6000] |
| IND | 0.0303 [1.4000] | 0.0196 [0.8800] | 0.0187 [0.9000] |
| CEOD | 0.0085*** [3.4300] | 0.0103*** [2.7300] | 0.0100*** [2.9700] |

| | Pooled OLS | Fixed Effect Method | Random Effect Method |
|-----------|-------------------------|-----------------------|------------------------|
| ตัวแปร | coefficient | coefficient | coefficient |
| NONEXE | -0.0222** [-2.3600] | 0.0089 [0.9800] | 0.0048 [0.5400] |
| MOWN | -0.0146*** [-2.9200] | -0.0084 [-1.0800] | -0.0102 [-1.5200] |
| IOWN | -0.0054 [-0.9500] | -0.0134* [-1.7800] | -0.0120* [-1.7200] |
| FOWN | -0.0165* [-1.7400] | -0.0045 [-0.3600] | -0.0082 [-0.6700] |
| GOWN | 0.0009 [0.0400] | -0.0315 [-0.8700] | -0.0248 [-0.8100] |
| INDG2 | -0.0222*** [-4.5000] | -0.0212 [-0.8400] | -0.0243** [-2.0600] |
| INDG3 | -0.0027 [-0.5700] | - | -0.0035 [-0.3000] |
| INDG4 | 0.0273*** [4.7400] | - | 0.0209 [1.5000] |
| INDG5 | -0.0032 [-0.6400] | - | -0.0039 [-0.3200] |
| INDG6 | 0.0039 [0.7600] | - | 0.0025 [0.1900] |
| INDG7 | -0.0164*** [-2.8000] | - | -0.0152 [1.0600] |
| Constant | 0.0371 [1.6100] | 0.0390 [1.3400] | 0.0381 [1.3600] |
| F- test | 22.5700*** | 13.9500*** | 130.1000*** |
| R-squared | 0.1161 | 0.0783 | 0.1040 |

หมายเหตุ: [xxxx] คือ t-statistics

*** ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01; ** ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05,

*ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

ที่มา: จากการคำนวณโปรแกรมสำเร็จสำหรับการศึกษา

ตามตาราง 18 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบที่ 1 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูล

1) ผลการวิเคราะห์วิธี Pooled OLS พบว่า ปัจจัยคุณลักษณะของกิจการและการกำกับดูแลกิจการสามารถกำหนดการถือครองเงินสดได้ร้อยละ 0.1161 โดยพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบ F-test เท่ากับ 13.95 ค่า p-value น้อยกว่า 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 อย่างไรก็ตาม ตัวแบบจำลองการวิเคราะห์วิธี Pooled OLS เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลหรือไม่ โดยผลการทดสอบค่าสถิติวิธี Breusch-Pagan test แสดงค่า LM เท่ากับ 4829.78 ค่า p-value น้อยกว่า 0.01 แสดงว่าปฏิเสธสมมติฐานหลัก กล่าวคือ ตัวแบบวิธี Pooled OLS ไม่ใช่ตัวแบบจำลองที่เหมาะสมในการวิเคราะห์ข้อมูลการศึกษานี้ ลำดับการวิเคราะห์ต่อมาจึงมีการพิจารณาวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบวิธี Fixed Effect Method และ Random Effect Method

2) ผลการวิเคราะห์วิธี Fixed Effect Method พบว่า ปัจจัยคุณลักษณะของกิจการและการกำกับดูแลกิจการสามารถกำหนดการถือครองเงินสดได้ร้อยละ 0.0783 โดยพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบ F-test แสดงค่า p-value น้อยกว่า 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในขณะที่ผลการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุม INDG3 INDG4 INDG5 INDG6 และ INDG7 เป็นตัวแปรหุ่นจำแนกประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมถูกจำกัดจากการคำนวณของตัวแบบ เนื่องจากข้อมูลตัวแปรนั้นไม่มีการเปลี่ยนแปลงในแต่ละปี

3) ผลการวิเคราะห์วิธี Random Effect Method พบว่า ปัจจัยคุณลักษณะของกิจการและการกำกับดูแลกิจการสามารถกำหนดการถือครองเงินสดได้ร้อยละ 0.1040 โดยพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบ F-test เท่ากับ 130.10 ค่า p-value น้อยกว่า 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ตามผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบที่ 1 ตามวิธี Fixed Effect Method และ Random Effect Method แสดงให้เห็นว่าผลการวิเคราะห์ข้อมูลสามารถอธิบายปัจจัยคุณลักษณะของกิจการและการกำกับดูแลกิจการสามารถกำหนดการถือครองเงินสดได้ทั้งสองตัวแบบ ดังนั้นเพื่อผลการวิเคราะห์ตัวแบบที่เหมาะสมในการศึกษา ผลการทดสอบการคัดเลือกตัวแบบที่เหมาะสมตามวิธี Hausman test แสดงค่า Chi-square เท่ากับ 37.65 ค่า p-value น้อยกว่า 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แสดงว่าปฏิเสธสมมติฐานหลัก สรุปได้ว่า ตัวแบบการวิเคราะห์ตามวิธี Fixed Effect Method มีความเหมาะสมกับชุดข้อมูลการศึกษานี้ ดังนั้น ผลการวิเคราะห์การศึกษาปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์การถือครองเงินสด แสดงดังนี้

(1) ขนาดบริษัท (LnFS) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0016 แสดงให้เห็นว่า ขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด เมื่อขนาดบริษัทเพิ่มมากขึ้นส่งผลให้การถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น 0.0016 อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

(2) ระดับหนี้สิน (LEV) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0364 แสดงให้เห็นว่า ระดับหนี้สินมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด เมื่อระดับหนี้สินลดลงส่งผลให้การถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น 0.0364 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ 0.01

(3) โอกาสในการลงทุน (INV) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0005 แสดงให้เห็นว่า โอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด เมื่อโอกาสในการลงทุนเพิ่มขึ้นส่งผลให้การถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น 0.0005 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ 0.10

(4) กระแสเงินสด (CF) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0317 แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด เมื่อกระแสเงินสดเพิ่มขึ้นส่งผลให้การถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น 0.0317 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ 0.01

(5) ความผันผวนกระแสเงินสด (CFV) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0199 แสดงให้เห็นว่า ความผันผวนกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด เมื่อความผันผวนกระแสเงินสดลดลงส่งผลให้การถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น 0.0199 อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

(6) สินทรัพย์สภาพคล่อง (LIQ) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0025 แสดงให้เห็นว่า สินทรัพย์สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด เมื่อสินทรัพย์สภาพคล่องเพิ่มขึ้นส่งผลให้การถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น 0.0025 อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

(7) การจ่ายเงินปันผล (DIV) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0015 แสดงให้เห็นว่าการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด เมื่อการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นส่งผลให้การถือครองเงินสดลดลง 0.0015 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ 0.05

(8) ค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนา (RD) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0033 แสดงให้เห็นว่าค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนาที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด เมื่อค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนาเพิ่มขึ้นส่งผลให้การถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น 0.0033 อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการวิเคราะห์การศึกษาปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์การถือครองเงินสดตามวิธี Fixed Effect Method ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์การถือครองเงินสด พบว่า

(9) ขนาดของคณะกรรมการ (BS) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0006 แสดงให้เห็นว่าขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด เมื่อขนาดของคณะกรรมการเพิ่มขึ้นส่งผลให้การถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น 0.0006 อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

(10) กรรมการอิสระและตรวจสอบ (IND) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0196 แสดงให้เห็นว่ากรรมการอิสระและตรวจสอบมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด เมื่อกรรมการอิสระและตรวจสอบเพิ่มขึ้นส่งผลให้การถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น 0.0196 อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

(11) กรรมการควบตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ (CEOD) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0103 แสดงให้เห็นว่า กรรมการควบตำแหน่งบริหารสองหน้าที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด เมื่อกรรมการควบตำแหน่งบริหารสองหน้าที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้การถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น 0.0103 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ 0.01

(12) กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร (NONEXE) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0089 แสดงให้เห็นว่า กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด เมื่อกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารเพิ่มขึ้นส่งผลให้การถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น 0.0089 อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

(13) กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัท (MOWN) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0084 แสดงให้เห็นว่า กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด เมื่อกลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทเพิ่มขึ้นส่งผลให้การถือครองเงินสดลดลง 0.0084 อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

(14) กลุ่มสถาบัน (IOWN) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0134 แสดงให้เห็นว่า กลุ่มสถาบันมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด เมื่อกลุ่มสถาบันเพิ่มขึ้นส่งผลให้การถือครองเงินสดลดลง 0.0134 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ 0.10

(15) กลุ่มนักลงทุนต่างชาติ (FOWN) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0045 แสดงให้เห็นว่า กลุ่มนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด เมื่อกลุ่มนักลงทุนต่างชาติเพิ่มขึ้นส่งผลให้การถือครองเงินสดลดลง 0.0045 อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

(16) กลุ่มหน่วยงานของภาครัฐ (GOWN) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0315 แสดงให้เห็นว่า กลุ่มหน่วยงานของภาครัฐมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด เมื่อกลุ่มหน่วยงานของภาครัฐเพิ่มขึ้นส่งผลให้การถือครองเงินสดลดลง 0.0315 อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ตัวแปรควบคุมกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (INDG2) แสดงความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมอื่นถูกจำกัดการวิเคราะห์ข้อมูล

3. ผลการวิเคราะห์การถือครองเงินสดที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

การวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบที่ 2 สำหรับผลวิจัยการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ตามวิธีการวิเคราะห์ Pooled OLS วิธี Fixed Effect Method และวิธี Random Effect Method แสดงตามตารางดังนี้

ตาราง 19 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบที่ 2

| | Pooled OLS | Fixed Effect Method | Random Effect Method |
|-----------|-------------------------|-----------------------|-------------------------|
| ตัวแปร | coefficient | coefficient | coefficient |
| CASH | -0.0293 [-0.8900] | -0.0061 [-0.2000] | -0.0091 [-0.3000] |
| INDG2 | -0.0663*** [-7.1300] | -0.0457 [-0.9200] | -0.0684*** [-2.7800] |
| INDG3 | -0.0662*** [-7.1900] | - | -0.0636*** [-2.6000] |
| INDG4 | -0.0552*** [-5.0600] | - | -0.0556* [-1.9100] |
| INDG5 | -0.0439*** [-4.6600] | - | -0.0438* [-1.7400] |
| INDG6 | 0.0298*** [2.8300] | - | 0.0298 [1.0500] |
| INDG7 | -0.0623*** [-5.5500] | - | -0.0620** [-2.0700] |
| Constant | 0.0125*** [14.4200] | 0.0773*** [0.0000] | 0.1190*** [5.5600] |
| F- test | 10.4800*** | 15.8500*** | 10.2900** |
| R-squared | 0.0180 | 0.0031 | 0.0198 |

หมายเหตุ: [xxxx] คือ t-statistics

*** ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01; ** ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05,

*ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

ที่มา: จากการคำนวณโปรแกรมสำเร็จสำหรับการศึกษา

ตามตาราง 19 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบที่ 2 สรุปผลดังนี้

1) ผลการวิเคราะห์วิธี Pooled OLS แสดงผลการวิเคราะห์การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ได้ร้อยละ 0.0180 โดยพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบ F-test เท่ากับ 10.48 แสดงค่า p-value น้อยกว่า 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

อย่างไรก็ตาม ตัวแบบจำลองการวิเคราะห์วิธี Pooled OLS เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูล หรือไม่ มีการทดสอบค่าสถิติวิธี Breusch-Pagan test แสดงค่า LM เท่ากับ 5890.97 ค่า p-value น้อยกว่า 0.01 แสดงว่าปฏิเสธสมมติฐานหลัก กล่าวคือ ตัวแบบวิธี Pooled OLS ไม่ใช่ตัวแบบจำลองที่เหมาะสมในการวิเคราะห์ข้อมูลการศึกษานี้ ลำดับการวิเคราะห์ต่อมาจึงมีการพิจารณาวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบวิธี Fixed Effect Method และ Random Effect Method

2) ผลการวิเคราะห์วิธี Fixed Effect Method แสดงผลการวิเคราะห์การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ได้ร้อยละ 0.0031 โดยพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบ F-test เท่ากับ 15.85 แสดงค่า p-value น้อยกว่า 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในขณะที่ผลการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุม INDG3 INDG4 INDG5 INDG6 และ INDG7 เป็นตัวแปรหุ่นจำแนกประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมถูกจำกัดจากการคำนวณของตัวแบบ เนื่องจากข้อมูลตัวแปรนั้นไม่มีการเปลี่ยนแปลงในแต่ละปี

3) ผลการวิเคราะห์วิธี Random Effect Method แสดงผลการวิเคราะห์การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ได้ร้อยละ 0.0198 โดยพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบ F-test เท่ากับ 10.29 แสดงค่า p-value น้อยกว่า 0.05 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตามผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบที่ 2 ตามวิธี Fixed Effect Method และ Random Effect Method แสดงให้เห็นว่าผลการวิเคราะห์ข้อมูลสามารถอธิบายการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ได้ทั้งสองตัวแบบ ดังนั้นเพื่อผลการวิเคราะห์ตัวแบบที่เหมาะสมในการศึกษา ผลการทดสอบการคัดเลือกตัวแบบที่เหมาะสมตามวิธี Hausman test แสดงค่า Chi-square เท่ากับ 0.36 ค่า p-value เท่ากับ 0.8344 มากกว่า 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แสดงว่าไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก สรุปตัวแบบการวิเคราะห์ข้อมูลตามวิธี Random Effect Method มีความเหมาะสมกับชุดข้อมูลการศึกษานี้ ดังนั้น ผลการวิเคราะห์การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์

สรุปผลการวิเคราะห์การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ตามตัวแบบที่ 2 พบว่า การถือครองเงินสดแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0091 แสดงให้เห็นว่าการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์ เมื่อการถือครองเงินสดลดลง ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น 0.0091 อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ส่วนตัวแปรควบคุม พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (INDG2) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (INDG3) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (INDG4) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDG5) และ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (INDG7) พบว่า การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่

กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (INDG6) พบว่าการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบที่ 3 สำหรับผลวิจัยการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น ตามวิธีการวิเคราะห์ Pooled OLS วิธี Fixed Effect Method และวิธี Random Effect Method แสดงผลดังนี้

ตาราง 20 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบที่ 3

| ตัวแปร | Pooled OLS | Fixed Effect Method | Random Effect Method |
|-----------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | coefficient | coefficient | coefficient |
| CASH | -0.2230 [-0.7800] | 0.9327** [2.1600] | 0.0750 [0.1500] |
| INDG2 | -0.1494 [-1.8400] | -0.0376 [-0.0600] | -0.1411 [-1.3700] |
| INDG3 | -0.0146 [-0.1800] | - | -0.0136 [-0.1300] |
| INDG4 | 0.0467 [0.4900] | - | 0.0416 [0.3500] |
| INDG5 | -0.0286 [-0.3500] | - | -0.0273 [-0.2600] |
| INDG6 | 0.0374 [0.4000] | - | 0.0688 [0.3100] |
| INDG7 | 0.0174 [0.1800] | - | -0.0106 [0.1700] |
| Constant | 0.0691 [0.9500] | -0.0389 [-0.2700] | 0.0452 [0.5200] |
| F- test | 1.7500*** | 2.3400** | 7.1700** |
| R-squared | 0.0015 | 0.0001 | 0.0031 |

หมายเหตุ: [xxxx] คือ t-statistics

*** ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01; ** ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05,

*ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

ที่มา: จากการคำนวณโปรแกรมสำเร็จสำหรับการศึกษา

ตามตาราง 20 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบที่ 3 สรุปผลดังนี้

1) ผลการวิเคราะห์วิธี Pooled OLS แสดงผลการวิเคราะห์การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นได้ร้อยละ 0.0015 โดยพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบ F-test เท่ากับ 1.75 แสดงค่า p-value น้อยกว่า 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 อย่างไรก็ตาม ตัวแบบจำลองการวิเคราะห์วิธี Pooled OLS เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลหรือไม่ มีการทดสอบค่าสถิติวิธี Breusch-Pagan test แสดงค่า LM เท่ากับ 60.0201 ค่า p-value น้อยกว่า 0.01 แสดงว่าปฏิเสธสมมติฐานหลัก กล่าวคือ ตัวแบบวิธี Pooled OLS ไม่ใช่ตัวแบบจำลองที่เหมาะสมในการวิเคราะห์ข้อมูลการศึกษานี้ ลำดับการวิเคราะห์ต่อมาจึงมีการพิจารณาวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบวิธี Fixed Effect Method และ Random Effect Method

2) ผลการวิเคราะห์วิธี Fixed Effect Method แสดงผลการวิเคราะห์การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ได้ร้อยละ 0.0001 โดยพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบ F-test เท่ากับ 2.34 แสดงค่า p-value น้อยกว่า 0.05 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่ผลการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุม INDG3 INDG4 INDG5 INDG6 และ INDG7 เป็นตัวแปรหุ่นจำแนกประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมถูกจำกัดจากการคำนวณของตัวแบบ เนื่องจากข้อมูลตัวแปรนั้นไม่มีการเปลี่ยนแปลงในแต่ละปี

3) ผลการวิเคราะห์วิธี Random Effect Method แสดงผลการวิเคราะห์การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ได้ร้อยละ 0.0031 โดยพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบ F-test เท่ากับ 7.17 แสดงค่า p-value น้อยกว่า 0.05 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตามผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบที่ 1 ตามวิธี Fixed Effect Method และ Random Effect Method แสดงให้เห็นว่าผลการวิเคราะห์ข้อมูลสามารถอธิบายการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ได้ทั้งสองตัวแบบ ดังนั้นเพื่อผลการวิเคราะห์ตัวแบบที่เหมาะสมในการศึกษา ผลการทดสอบการคัดเลือกตัวแบบที่เหมาะสมตามวิธี Hausman test แสดงค่า Chi-square เท่ากับ 9.14 ค่า p-value เท่ากับ 0.0104 น้อยกว่า 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แสดงว่าปฏิเสธสมมติฐานหลัก สรุปตัวแบบการวิเคราะห์ข้อมูลตามวิธี Fixed Effect Method มีความเหมาะสมกับชุดข้อมูลการศึกษารั้งนี้ ดังนั้น ผลการวิเคราะห์การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น

สรุปผลการวิเคราะห์การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นตามตัวแบบที่ 3 พบว่า การถือครองเงินสดแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.9327 แสดงให้เห็นว่า การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น เมื่อการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้นส่งผลทำให้การถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น 0.9327 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ 0.05

ส่วนตัวแปรควบคุม พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (INDG2)กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (INDG3) พบว่า การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบที่ 4 สำหรับผลวิจัยการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่ออัตรามูลค่าตลาด ตามวิธีการวิเคราะห์ Pooled OLS วิธี Fixed Effect Method และ วิธี Random Effect Method แสดงผลดังนี้

ตาราง 21 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบที่ 4

| ตัวแปร | Pooled OLS coefficient | Fixed Effect Method coefficient | Random Effect Method coefficient |
|-----------|---------------------------|------------------------------------|-------------------------------------|
| CASH | 0.8976** [2.3700] | 0.6536** [1.8800] | 0.6824** [2.0200] |
| INDG2 | -0.3186*** [-2.9900] | -1.4402*** [-2.8500] | -0.4197 [-1.3900] |
| INDG3 | -0.1076 [-1.0200] | - | -0.0148 [-0.0500] |
| INDG4 | -0.3646*** [-2.9100] | - | -0.3609 [-1.0000] |
| INDG5 | -0.3647*** [-3.3800] | - | -0.3657 [-1.1800] |
| INDG6 | 0.2910** [2.3700] | - | 0.2910 [0.8300] |
| INDG7 | -0.7639*** [-5.8700] | - | -0.0765** [-2.0500] |
| Constant | 1.627*** [16.9800] | 1.6585*** [14.1400] | 1.6442*** [6.2500] |
| F- test | 8.8600*** | 5.9700*** | 14.1000** |
| R-squared | 0.0151 | 0.0002 | 0.0158 |

หมายเหตุ: [xxxx] คือ t-statistics

*** ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01; ** ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05,

*ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

ที่มา: จากการคำนวณโปรแกรมสำเร็จสำหรับการศึกษา

ตามตาราง 21 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบที่ 4 สรุปผลดังนี้

1) ผลการวิเคราะห์วิธี Pooled OLS แสดงผลการวิเคราะห์การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่ออัตรามูลค่าตลาดได้ร้อยละ 0.0151 โดยพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบ F-test เท่ากับ 8.86 แสดงค่า p-value น้อยกว่า 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 อย่างไรก็ตามตัวแบบจำลองการวิเคราะห์วิธี Pooled OLS เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลหรือไม่ มีการทดสอบค่าสถิติวิธี Breusch-Pagan test แสดงค่า LM เท่ากับ 8145.08 ค่า p-value น้อยกว่า 0.01 แสดงปฏิเสธสมมติฐานหลัก กล่าวคือ ตัวแบบวิธี Pooled OLS ไม่ใช่ตัวแบบจำลองที่เหมาะสมในการวิเคราะห์ข้อมูลการศึกษานี้ ลำดับการวิเคราะห์ต่อมาจึงมีการพิจารณาวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบวิธี Fixed Effect Method และ Random Effect Method

2) ผลการวิเคราะห์วิธี Fixed Effect Method แสดงผลการวิเคราะห์การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ได้ร้อยละ 0.0002 โดยพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบ F-test เท่ากับ 5.97 แสดงค่า p-value น้อยกว่า 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในขณะที่ผลการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุม INDG3 INDG4 INDG5 INDG6 และ INDG7 เป็นตัวแปรหุ่นจำแนกประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมถูกจำกัดจากการคำนวณของตัวแบบ เนื่องจากข้อมูลตัวแปรนั้นไม่มีการเปลี่ยนแปลงในแต่ละปี

3) ผลการวิเคราะห์วิธี Fixed Effect Method แสดงผลการวิเคราะห์การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ได้ร้อยละ 0.0158 โดยพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบ F-test เท่ากับ 14.10 แสดงค่า p-value น้อยกว่า 0.05 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตามผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแบบที่ 4 ตามวิธี Fixed Effect Method และ Random Effect Method แสดงให้เห็นว่าผลการวิเคราะห์ข้อมูลสามารถอธิบายการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ได้ทั้งสองตัวแบบ ดังนั้นเพื่อผลการวิเคราะห์ตัวแบบที่เหมาะสมในการศึกษา ผลการทดสอบการคัดเลือกตัวแบบที่เหมาะสมตามวิธี Hausman test แสดงค่า Chi-square เท่ากับ 5.11268 ค่า p-value เท่ากับ 0.0775 มากกว่า 0.05 แสดงว่าไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก สรุปได้ว่าตัวแบบ Random Effect Method มีความเหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูล สรุปตัวแบบการวิเคราะห์ข้อมูลตามวิธี Random Effect Method มีความเหมาะสมกับชุดข้อมูลการศึกษานี้ ดังนั้น ผลการวิเคราะห์การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่ออัตรามูลค่าตลาด

สรุปผลการวิเคราะห์การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่ออัตรามูลค่าตลาดตามตัวแบบที่ 4 พบว่า การถือครองเงินสดแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.6824 แสดงให้เห็นว่า การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับอัตรามูลค่าตลาด เมื่อการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น ส่งผลให้อัตรามูลค่าตลาดเพิ่มขึ้น 0.6824 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ 0.05

ส่วนตัวแปรควบคุม พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (INDG7) มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (INDG2) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (INDG3) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (INDG4) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDG5) และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (INDG7) พบว่า การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับอัตรามูลค่าตลาดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (INDG6) พบว่าการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Results of research hypothesis testing)

จากผลการวิเคราะห์ตัวแบบที่ 1 - 4 ข้างต้น สามารถสรุปผลทดสอบสมมติฐานงานวิจัยดังตาราง 22 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย ที่กำหนดไว้เพื่อศึกษางานวิจัยปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตาราง 22 แสดงผลทดสอบสมมติฐานงานวิจัย

| สมมติฐานงานวิจัย | ผลวิจัย | ผลทดสอบสมมติฐาน |
|--|--|-------------------------|
| 1) ขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ | ปฏิเสธสมมติฐาน |
| 2) ระดับหนี้สินมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด | มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ | ปฏิเสธสมมติฐาน |
| 3) โอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ | ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐาน |
| 4) กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ | ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐาน |
| 5) ความผันผวนกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด | มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ | ปฏิเสธสมมติฐาน |
| 6) สินทรัพย์สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ | ปฏิเสธสมมติฐาน |
| 7) การจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ทิศทาง | มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามอย่าง | ปฏิเสธ |

| สมมติฐานงานวิจัย | ผลวิจัย | ผลทดสอบ สมมติฐาน |
|--|--|-------------------------|
| เกี่ยวกับการถือครองเงินสด | มีนัยสำคัญทางสถิติ | สมมติฐาน |
| 8) ค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนาที่มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ | ปฏิเสธสมมติฐาน |
| 9) ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ | ปฏิเสธสมมติฐาน |
| 10) กรรมการอิสระและตรวจสอบมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ | ปฏิเสธสมมติฐาน |
| 11) กรรมการควมตำแหน่งบริหารสองหน้าที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับการถือครองเงินสด | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ | ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐาน |
| 12) กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสด | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ | ปฏิเสธสมมติฐาน |
| 13) กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสด | มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ | ปฏิเสธสมมติฐาน |
| 14) กลุ่มสถาบันมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด | มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ | ปฏิเสธสมมติฐาน |
| 15) กลุ่มนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสด | มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ | ปฏิเสธสมมติฐาน |
| 16) กลุ่มหน่วยงานของภาครัฐมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด | มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ | ปฏิเสธสมมติฐาน |
| 17a) การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ | มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ | ปฏิเสธสมมติฐาน |
| 17b) การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ | ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐาน |
| 17c) การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับอัตราราคาตลาด | มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ | ปฏิเสธสมมติฐาน |

หมายเหตุ: ผลทดสอบสมมติฐานงานวิจัย ปฏิเสธสมมติฐาน หรือ ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐาน หมายถึง การปฏิเสธหรือไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานที่กำหนดไว้

ผลการวิเคราะห์การทดสอบสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้ แสดงดังนี้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 1 กำหนด ขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0016 ค่า p-value มากกว่า 0.10 กำหนดความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 2 กำหนด ระดับหนี้สินมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0364 ค่า p-value น้อยกว่า 0.01 กำหนดความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 3 กำหนด โอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0005 ค่า p-value น้อยกว่า 0.10 กำหนดความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 4 กำหนด กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0317 ค่า p-value น้อยกว่า 0.01 กำหนดความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 5 กำหนด ความผันผวนกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0199 ค่า p-value มากกว่า 0.10 กำหนดความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 6 กำหนด สินทรัพย์สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0025 ค่า p-value มากกว่า 0.10 กำหนดความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 7 กำหนด การจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0015 ค่า p-value น้อยกว่า 0.05 กำหนดความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 8 กำหนด ค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนาที่มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0033 ค่า p-value มากกว่า 0.10

กำหนดความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 9 กำหนด ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0006 ค่า p-value มากกว่า 0.10 กำหนดความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 10 กำหนด กรรมการอิสระและตรวจสอบมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0196 ค่า p-value มากกว่า 0.10 กำหนด ความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 11 กำหนด กรรมการควมตำแหน่งบริหารสองหน้าที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0103 ค่า p-value น้อยกว่า 0.01 กำหนดความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 12 กำหนด กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสด ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0089 ค่า p-value มากกว่า 0.10 กำหนดความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 13 กำหนด กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสด ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0084 ค่า p-value มากกว่า 0.10 กำหนดความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 14 กำหนด กลุ่มสถาบันมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0134 ค่า p-value น้อยกว่า 0.10 กำหนด ความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 15 กำหนด กลุ่มนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสด ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0045 ค่า p-value มากกว่า 0.10 กำหนดความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 16 กำหนด กลุ่มหน่วยงานของภาครัฐมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0315 ค่า p -value มากกว่า 0.10 กำหนดความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 17a กำหนด การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0091 ค่า p -value มากกว่า 0.10 กำหนดความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 17b กำหนด การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.9327 ค่า p -value น้อยกว่า 0.05 กำหนดความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ ทำให้ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

สมมติฐานงานวิจัยที่ 17c กำหนด การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับอัตรามูลค่าตลาด ผลวิจัยแสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.6824 ค่า p -value น้อยกว่า 0.05 กำหนดความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับอัตรามูลค่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่กำหนดไว้

บทที่ 5

บทสรุป

การศึกษาปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นงานวิจัยเชิงปริมาณโดยกำหนดกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 301 บริษัท ระหว่างปี 2551 – 2562 โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statics) วิเคราะห์ลักษณะทั่วไปและการกระจายของชุดข้อมูล พร้อมนำวิธีสถิติด้วยการวิเคราะห์ข้อมูลพาแนล (Panel data analysis) เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสด โดยมีปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับคุณลักษณะของกิจการ

- 2) ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสด โดยมีปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ และ
- 3) ศึกษาการถือครองเงินสดส่งผลต่อผลการดำเนินงานกิจการ ในลำดับถัดไปผู้วิจัยนำเสนอบทสรุปผลการวิจัย ดังต่อไปนี้

1. สรุปผลการวิจัย (Findings)
2. อภิปรายผล (Discussion)
3. ข้อเสนอแนะ (Recommendation)

สรุปผลการวิจัย (Findings)

1. สรุปลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างสำหรับการวิจัยปัจจัยที่กำหนดและผลกระทบต่อ การถือครองเงินสดคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 301 บริษัท ระหว่างปี 2551 – 2562 รวม 3,612 ตัวอย่าง จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีกลุ่มตัวอย่างบริษัทมากที่สุด คือ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ 69 บริษัท (ร้อยละ 22.92) และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 67 บริษัท (ร้อยละ 22.56) กลุ่มอุตสาหกรรมมีกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่น้อยที่สุด กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร 24 บริษัท (ร้อยละ 7.97) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค 24 บริษัท (ร้อยละ 7.97) ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี 27 บริษัท (ร้อยละ 8.97) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม 59 บริษัท (ร้อยละ 19.60) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 31 บริษัท (ร้อยละ 10.30)

2. สรุปผลการตรวจสอบข้อมูลตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์ถดถอย

2.1 การทดสอบการแจกแจงโค้งปกติของตัวแปรตาม (Normality test) โดยการใช้สถิติทดสอบ ค่าความเบ้ข้อมูลซึ่งผลสรุปค่าสถิติอยู่ระหว่าง 1.383 ถึง 2.865 โดยรวมมีค่าน้อยกว่า 3 สรุปผลอยู่ในช่วงไม่สามารถปฏิเสธการไม่มีการเบ้ และ ค่าความโด่งข้อมูลอยู่ระหว่าง 4.580 ถึง 7.356 โดยรวมมีค่าน้อยกว่า 10 สรุปผลอยู่ในช่วงการไม่สามารถปฏิเสธไม่มีการโด่งของข้อมูล

2.2 การทดสอบลักษณะความสัมพันธ์เชิงเส้น (Linearity test) โดยใช้ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson's Correlation) โดยผลสรุปค่าสถิติของกลุ่มตัวแปรปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงาน โดยส่วนมากความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอยู่ในระดับความสัมพันธ์ต่ำมาก ทำให้ตัวแปรมีระดับความสัมพันธ์อื่นไม่สามารถปฏิเสธได้

2.3 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่มีความเป็นอิสระต่อกัน คือ การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Collinearity test) โดยใช้ค่าสถิติทดสอบ Variance Inflation Factor (VIF) และค่าสถิติ Tolerance โดยผลสรุปค่าสถิติทดสอบแสดงค่า VIF มากกว่าหนึ่ง และค่า Tolerance น้อยกว่า 10 จึงสรุปได้ว่าตัวแปรข้อมูลมีความเป็นอิสระต่อกัน

2.4 การทดสอบความนิ่งของข้อมูล สรุปผลข้อมูลตัวแปรของงานวิจัยผลทดสอบมีลักษณะนิ่ง (stationary) ณ ระดับข้อมูล $I = 0$ แสดงว่าข้อมูลมีลักษณะนิ่ง สามารถนำข้อมูลไปวิเคราะห์ข้อมูลพาแนลขั้นตอนต่อไป

3. สรุปผลวิจัย แสดงดังต่อไปนี้

3.1 ขนาดบริษัท (LnFS) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0016 แสดงให้เห็นว่า ขนาดบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 1 ที่กำหนดขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด

(1) ระดับหนี้สิน (LEV) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ 0.01 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0364 แสดงให้เห็นว่าระดับหนี้สินมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับการถือครองเงินสด ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 2 ที่กำหนดระดับหนี้สินมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

(2) โอกาสในการลงทุน (INV) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ 0.10 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0005 แสดงให้เห็นว่าโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด ทำให้ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 3 ที่กำหนดโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

(3) กระแสเงินสด (CF) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ 0.01 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0317 แสดงให้เห็นว่ากระแส

เงินเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด ทำให้ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 4 ที่กำหนดกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

(4) ความผันผวนกระแสเงินสด (CFV) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0199 แสดงให้เห็นว่าความผันผวนกระแสเงินสดไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 5 ที่กำหนดความผันผวนกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

(5) สินทรัพย์สภาพคล่อง (LIQ) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0025 แสดงให้เห็นว่าสินทรัพย์สภาพคล่องไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 6 ที่กำหนดสินทรัพย์สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด

(6) การจ่ายเงินปันผล (DIV) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ 0.05 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0015 แสดงให้เห็นว่าการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 7 ที่กำหนดการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

(7) ค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนา (RD) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0033 แสดงให้เห็นว่าค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนาไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 8 ที่กำหนดค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด

(8) ขนาดของคณะกรรมการ (BS) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0006 แสดงให้เห็นว่าขนาดของคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 9 ที่กำหนดขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับการถือครองเงินสด

(9) กรรมการอิสระและตรวจสอบ (IND) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0196 แสดงให้เห็นว่ากรรมการอิสระและตรวจสอบไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 10 ที่กำหนดกรรมการอิสระและตรวจสอบมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด

(10) กรรมการควบคุมตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ (CEOD) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ 0.01 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0103 แสดงให้เห็นว่า กรรมการควบคุมตำแหน่งบริหารสองหน้าที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด ทำให้ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 11 ที่กำหนดกรรมการควบคุมตำแหน่งบริหารสองหน้าที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

(11) กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร (NONEXE) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0089 แสดงให้เห็นว่า กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 12 ที่กำหนดกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด

(12) กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัท (MOWN) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0084 แสดงให้เห็นว่า กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 13 ที่กำหนดกลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด

(13) กลุ่มสถาบัน (IOWN) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ 0.10 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0134 แสดงให้เห็นว่า กลุ่มสถาบันมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 14 ที่กำหนดกลุ่มสถาบันมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

(14) กลุ่มนักลงทุนต่างชาติ (FOWN) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0045 แสดงให้เห็นว่า กลุ่มนักลงทุนต่างชาติไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 15 ที่กำหนดกลุ่มนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด

(15) กลุ่มหน่วยงานของภาครัฐ (GOWN) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0315 แสดงให้เห็นว่า กลุ่มหน่วยงานของภาครัฐไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 16 ที่กำหนดกลุ่มหน่วยงานของภาครัฐมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

(17a) การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0091 แสดงให้เห็นว่า การถือครองเงินสดไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 17a ที่กำหนดการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์

(17b) การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ 0.05 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.9327 แสดงให้เห็นว่า การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น ทำให้ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 17b ที่กำหนดการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น

(17c) การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับอัตรามูลค่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสถิติ 0.05 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.6824 แสดงให้เห็นว่า การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับอัตรามูลค่าตลาด ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานงานวิจัยที่ 17c ที่กำหนดไว้ว่าการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับอัตรามูลค่าตลาด

อภิปรายผล (Discussion)

1. ปัจจัยที่กำหนดการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยคืออะไร ผู้วิจัยอภิปรายผลการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสด แสดงรายละเอียดดังต่อไปนี้

1.1 ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับคุณลักษณะของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากผลการวิจัยที่ค้นพบ อภิปรายผลดังนี้

ขนาดบริษัท (Firm size) พบว่าพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด กล่าวคือ ขนาดบริษัทที่มีขนาดใหญ่ไม่ส่งผลต่อการกำหนดการถือครองเงินสด หรือบริษัทที่มีขนาดเล็กไม่ส่งผลต่อการกำหนดการถือครองเงินสด การกำหนดระดับการถือครองเงินสดของบริษัทในไทยมิได้ขึ้นอยู่กับขนาดสินทรัพย์ของบริษัท ผลการศึกษาสอดคล้องกับ Al – Najjar (2013; Opler et al., 1999) พบว่า การถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากเนื่องจากบริษัทมีการดำเนินธุรกิจมาเป็นระยะเวลายาวนานและการเติบโตของกิจการ

ระดับหนี้สิน (Leverage) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า บริษัทของไทยมีระดับหนี้สินมีจำนวนน้อยจะมีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก หรือระดับหนี้สินมีจำนวนมากส่งผลทำให้การกำหนดการถือครองเงินสดเป็นจำนวนน้อย ซึ่งเป็นไปตามหลักของทฤษฎีลำดับชั้นจัดหาเงิน เนื่องจากบริษัทมีการถือครองเงินสดที่มาจากแหล่งเงินทุนภายในของกิจการเป็นส่วนใหญ่มากกว่าการก่อหนี้สินจากแหล่งเงินทุนภายนอก สอดคล้องกับงานวิจัย Al – Najjar (2013; Drobetz, & Gruniner, 2007) พบว่ากิจการมีการสะสมเงินทุนจากภายในเป็นลำดับแรก จึงส่งผลให้ระดับหนี้สินมีผลต่อการถือครองเงินสดในทิศทางตรงกันข้าม เช่นเดียวกับ Ferreira and Vilela (2004) ระบุการสะสมเงินทุนจากกระแสเงินสดจากแหล่งเงินทุนภายในกิจการ ช่วยให้หลีกเลี่ยงการถูกตรวจสอบจากเจ้าของเงินทุนจากภายนอก ซึ่งเป็นไปตามหลักของทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ ที่ระบุให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจสำรองกระแสเงินสดจากแหล่งเงินทุนภายในของกิจการ เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนเพิ่มอำนาจการตัดสินใจการบริหารโครงการและรองรับการลงทุนของกิจการ

โอกาสในการลงทุน (Investment opportunity) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า หากโอกาสในการลงทุนมีความสามารถในการกำไรในอนาคตให้กับกิจการได้เพิ่มมากขึ้น จะส่งผลทำให้บริษัทของไทยมีการกำหนดการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก เป็นไปตามหลักการของทฤษฎีลำดับชั้นจัดหาเงิน การถือครองเงินสดของกิจการเพื่อสะสมเงินทุนจากการภายใน และทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ สอดคล้องกับ Boyle, & Guthrie (2003) พบว่า เมื่อบริษัทมีการโอกาสลงทุนจำนวนมากมีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก เช่นเดียวกับ Bates et al. (2009; Froot et al., 1993) พบว่า บริษัทควรมีการถือครองเงินสดให้มีระดับที่ใกล้เคียงกับการลงทุนเป็นการบริหารความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจให้อยู่ในระดับต่ำ และ Ali, & Yousaf (2013) พบว่า ผู้บริหารตัดสินใจถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากเพื่อรองรับโอกาสในการลงทุนในอนาคต ฝ่ายบริหารมีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากเพื่อสนับสนุนการตัดสินใจการลงทุนและสร้างโอกาสในการลงทุนของกิจการให้มากขึ้น

กระแสเงินสด (Cash flow) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า บริษัทของไทยมีกระแสเงินสดเป็นจำนวนมากส่งผลทำให้การกำหนดการถือครองเงินสดเพิ่มมากขึ้น เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนภายในของกิจการ หรือบริษัทมีกระแสเงินสดเป็นจำนวนน้อยส่งผลทำให้การกำหนดการถือครองเงินสดลดลง เป็นไปตามหลักของทฤษฎีลำดับชั้นการจัดหาเงิน ผลการวิจัยสอดคล้องกับ Ali, & Yousaf (2013; Uyar, & Kuzey, 2014) พบว่า บริษัทควรมีการสะสมเงินทุนจากกระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้นจากการดำเนินงานของกิจการ เช่นเดียวกับ Drobetz, & Gruniner (2007) บริษัทในสวิสเซอร์แลนด์มีกระแสเงินสดคงเหลือเป็นจำนวนมากส่งผลทำให้การถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก และ Kim et al. (2011) กิจการมีกระแสเงินสดเป็นจำนวนมาก ช่วยทำให้กิจการมีสำรองเงินไว้เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนสำหรับการดำเนินงาน

ความผันผวนกระแสเงินสด (Cash flow volatile) พบว่าพบว่าจะไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด แสดงให้เห็นว่า บริษัทของไทยไม่มีความผันผวนกระแสเงินสดที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากหรือจำนวนน้อย เนื่องจากการถือครองเงินสดของบริษัทไทยในแต่ละปี มีระดับการถือครองเงินสดที่ใกล้เคียงกัน เป็นไปตามหลักของทฤษฎีแลกเปลี่ยน การถือครองเงินสดของกิจการควรคำนึงถึงค่าใช้จ่ายที่มีความไม่แน่นอนในอนาคตทำให้การถือครองเงินสดมีรักษาระดับการถือครองเงินสดที่ไม่แตกต่างกัน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Uyar, & Kuzey (2014) พบว่า บริษัทในสวิสเซอร์แลนด์ไม่มีความผันผวนของกระแสเงินสดที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสดของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากบริษัทมีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก

สินทรัพย์สภาพคล่อง (Liquidity assets) พบว่าพบว่ามีสัมพันธภาพกับการถือครองเงินสด แสดงให้เห็นว่า บริษัทในไทยมีสินทรัพย์สภาพคล่องที่ใกล้เคียงกับการถือครองเงินสดของกิจการ ทำให้ไม่ส่งผลต่อการกำหนดการถือครองเงินสด ไม่เป็นไปตามหลักของทฤษฎีแลกเปลี่ยน ในกรณีที่กิจการมีการลงทุนหรือซื้อสินทรัพย์สภาพคล่องทำให้การถือครองเงินสดลดลง เพื่อสร้างผลตอบแทนที่เหมาะสม และในทางกลับกัน เมื่อกิจการมีความต้องการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น กิจการมีการขายสินทรัพย์สภาพคล่อง ผลการวิจัยขัดแย้ง Ferreira, & Vilela (2004) พบว่าสินทรัพย์สภาพคล่องเทียบเท่ารายการเงินสดเพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดลดลง เช่นเดียวกับ Drobetz, & Gruniner (2007; D'mello et al., 2008; Kim et al., 2011; Uyar, & Kuzey, 2014) เมื่อบริษัทลงทุนในสินทรัพย์ย่อมทำให้เงินสดลดลง ดังนั้นเมื่อบริษัทมีรายการสินทรัพย์สภาพคล่องอื่นเป็นจำนวนมากย่อมส่งผลทำให้การถือครองเงินสดภายในบริษัทมีจำนวนลดลง

การจ่ายเงินปันผล (Dividend payment) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า บริษัทของไทยมีการจ่ายเงินปันผลเป็นจำนวนมากเพื่อตอบสนองผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้น ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง หรือถ้ามีการจ่ายเงินปันผลเป็นจำนวนน้อยส่งผลให้กิจการมีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก เป็นไปตามหลักของทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ หากบริษัทประกาศจ่ายส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง สอดคล้องกับผลวิจัยของ Opler et al. (1999; D'mello et al., 2008) ซึ่งไม่สอดคล้องกับผลวิจัยของ Drobetz, & Gruniner (2007; Isshaq et al., 2009) ที่ระบุว่ากลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนาการจ่ายเงินปันผลของกิจการ สามารถดึงความสนใจและทำให้นักลงทุนนำเงินมาลงทุนกับกิจการ อีกทั้งเป็นสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นด้วยการจ่ายเงินปันผล และการคืนทุนดังกล่าวช่วยลดปัญหาข้อขัดแย้งกับผู้ถือหุ้นได้

ค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนา (Research and development expenses) พบว่าพบว่ามีสัมพันธภาพกับการถือครองเงินสด แสดงให้เห็นว่า บริษัทของไทยมีการลงทุนในค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนาเป็นจำนวนน้อยมาก ทำให้ไม่มีผลต่อการกำหนดการถือครองเงินสดของกิจการ ไม่เป็นไปตามหลักของทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ ค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนาของกิจการจัดเป็นรายการที่ควบคุมการถือครองเงินสดของผู้บริหารส่งผลทำให้มีการถือครองเงินสดลดลง ขัดแย้งกับผลวิจัยของ Uyar, & Kuzey (2014) ค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนาเป็นรายการควบคุมการตัดสินใจการใช้จ่ายเงินของผู้บริหารบริษัท ไม่ให้นำเงินไปลงทุนในโครงการที่สร้างผลตอบแทนน้อยเกินไป ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง

1.2 ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ อันเกี่ยวข้องกับโครงสร้างคณะกรรมการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยอภิปรายผลการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสด แสดงรายละเอียดดังต่อไปนี้

ขนาดของคณะกรรมการ (Board size) พบว่าพบว่ามีสัมพันธภาพกับการถือครองเงินสด แสดงให้เห็นว่า บริษัทของไทยมีการกำหนดจำนวนของคณะกรรมการบริษัทที่มีจำนวนมากหรือจำนวนน้อย ไม่ส่งผลต่อการกำหนดการถือครองเงินสดของกิจการ ซึ่งตามหลักการทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีผู้พิทักษ์และทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียมิได้กำหนดแนวทางปฏิบัติของจำนวนกรรมการบริษัทที่แน่ชัด แต่ให้คำนึงถึงความเหมาะสมกับกิจการ ผลการวิจัยไม่สอดคล้องกับ Huang et al. (2015; Roy, 2018; Kusradi, 2011; Asante-Darko et al., 2018) พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทจำนวนมากสร้างแรงจูงใจให้กิจการมีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก

กรรมการอิสระและตรวจสอบ (Independent directors) พบว่าไม่มีสัมพันธภาพกับการถือครองเงินสด แสดงให้เห็นว่า บริษัทในไทยมีแนวทางปฏิบัติกำหนดให้มีกรรมการอิสระและตรวจสอบสามท่านตามหลักการกำกับดูแลของกิจการ ทำให้ไม่ส่งผลต่อการถือครองเงินสดของกิจการ โดยตามหลักของทฤษฎีตัวแทน กรรมการอิสระและตรวจสอบทำหน้าที่ตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้จัดการในฐานะที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้น โดยมีความอิสระในการดำเนินงานแยกหน้าที่จากฝ่ายบริหาร เพื่อดูแลผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้น ผลการวิจัยสอดคล้องกับ Kuan et al. (2012) พบว่า กรรมการอิสระและตรวจสอบไม่มีสัมพันธภาพต่อการถือครองเงินสดของกิจการ ในขณะที่ผลการวิจัยไม่สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนที่กำหนดให้มีกรรมการอิสระและตรวจสอบ เพราะเป็นส่วนสำคัญในการดูแลผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้น ผลวิจัยของ Harford et al. (2008; Ozkan, & Ozkan, 2004) พบว่า กรรมการอิสระและตรวจสอบมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด กล่าวคือ บริษัทที่มีการกำหนดกรรมการอิสระและตรวจสอบอย่างน้อยสามท่านกำหนดให้ทำหน้าที่เพื่อคานอำนาจของฝ่ายบริหาร สอบทานการทำงานเพื่อมิให้มีพฤติกรรมเอนเอียงในส่วนผลประโยชน์ส่วนตัว มีผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง

กรรมการควบตำแหน่งบริหารสองหน้า (CEO duality) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า บริษัทของไทยมีการแต่งตั้งให้กรรมการหนึ่งท่านดำรงตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ ทำให้มีอำนาจการตัดสินใจและกำหนดการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก เป็นไปตามหลักของทฤษฎีผู้พิทักษ์ (Stewardship theory) อธิบายโครงสร้างคณะกรรมการที่มีการควบตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ (CEO duality) เพื่อประโยชน์ความคล่องตัวในการบริหารและตัดสินใจส่งผลต่อประสิทธิภาพทำงานของบริษัทให้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน และประหยัดค่าตอบแทนของผู้บริหาร ผลวิจัยสอดคล้องกับ Kusradi (2011; Kuan et al., 2012) พบว่า โครงสร้างคณะกรรมการที่มีการควบตำแหน่งบริหารสองหน้ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการถือครองเงินสด โดยที่บริษัทที่มีการกำหนดโครงสร้าง

คณะกรรมการที่มีการกำหนดตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ (CEO duality) ทำให้ผู้บริหารมีสิทธิและอำนาจในการตัดสินใจบริหารต่อการถือครองเงินสดของกิจการมีจำนวนมาก

กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร (Non-executive directors) พบว่าพบว่ามีสัมพันธภาพกับการถือครองเงินสด แสดงให้เห็นว่า บริษัทของไทยมีการแต่งตั้งกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารเข้าร่วมเป็นคณะกรรมการบริษัทเป็นจำนวนน้อยมาก จึงไม่ส่งผลต่อการกำหนดการถือครองเงินสดของกิจการ โดยตามหลักของทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder theory) อธิบายถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่มีการคัดเลือกผู้มีส่วนได้เสียเข้ามาดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร เพื่อให้บริษัทมีการกำหนดวิสัยทัศน์ นโยบายในการบริหารงานที่คำนึงต่อสังคม ผลวิจัยไม่สอดคล้องกับผลวิจัย Boubaker et al. (2015) พบว่า กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด กล่าวคือ สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารของบริษัทมีจำนวนมาก ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของบริษัทลดลง

กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัท (Managerial ownership) พบว่าไม่มีสัมพันธภาพกับการถือครองเงินสด แสดงให้เห็นว่า บริษัทของไทยมีกลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทเข้าถือหุ้นของกิจการ ไม่มีใช้อำนาจการควบคุมสินทรัพย์ของกิจการ เพื่อกำหนดการกำหนดนโยบายการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากเกินไปหรือจำนวนน้อยเกินไปและทำให้เกิดข้อขัดแย้งกับกลุ่มผู้ถือหุ้นส่วนน้อย โดยตามหลักของทฤษฎีตัวแทน กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทเข้าร่วมถือหุ้นของกิจการเข้าเป็นส่วนหนึ่งของการตัดสินใจและบริหารกิจการ โดยผลการวิจัยไม่สอดคล้องกับงานวิจัย Ozkan, & Ozkan (2004) พบว่า กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทมีการถือครองหุ้นกิจการจำนวนมาก ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง ดังเช่นบริษัทในอังกฤษ มีกลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทเป็นสัดส่วนที่สูงมาก ส่งผลทำให้เกิดการมีกลุ่มอำนาจในการตัดสินใจในนโยบายเพิ่มมากขึ้น และ Ameer (2012) กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทในออสเตรเลีย Kusnadi (2011) บริษัทในประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียและ Isshaq et al. (2009; Asante-Darko, 2018) บริษัทในกานา มีกลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทเป็นจำนวนมาก ทำให้มีสิทธิในการควบคุมสินทรัพย์ของกิจการมากขึ้น อีกทั้งควบคุมและบริหารงานของคณะกรรมการกลุ่มอื่น ๆ ไม่ให้มีสิทธิสำหรับคัดค้านการบริหารงานได้ จึงส่งผลทำให้กิจการมีการถือครองเงินสดลดลง

กลุ่มสถาบัน (Managerial ownership) พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า บริษัทของไทยมีกลุ่มสถาบันเข้าถือหุ้นของกิจการเป็นจำนวนมาก ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง ไปตามหลักการของทฤษฎีตัวแทน ผลวิจัยสอดคล้องกับ You et al. (2019) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของกลุ่มนักลงทุนสถาบันเข้าถือหุ้นบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด โดยมีการบริหารงาน

การควบคุมการถือครองเงินสดลดลง เพื่อป้องกันความขัดแย้งกับผู้ถือหุ้นส่วนน้อย ในขณะที่ผลวิจัยไม่สอดคล้องกับ Al-Najjar (2013; Luo, & Hachiya, 2005) พบว่า กลุ่มนักลงทุนสถาบันมีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมาก ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการมากขึ้น เนื่องจากกลุ่มธนาคารหรือสถาบันการเงินมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ใกล้ชิดกับบริษัท ทำให้มีอิทธิพลต่อการมีส่วนร่วมในกำหนดนโยบายบริษัท เพื่อให้กิจการเติบโตและมีความได้เปรียบทางการแข่งขันทางธุรกิจ

กลุ่มนักลงทุนต่างชาติ (Foreign ownership) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด แสดงให้เห็นว่า บริษัทของไทยมีกลุ่มนักลงทุนต่างชาติเข้าถือหุ้นกิจการไม่มีผลต่อการกำหนดการถือครองเงินสดของกิจการ ตามหลักของทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย การกำกับดูแลกิจการเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นของกิจการที่มีผู้มีส่วนได้เสียเข้ามามีส่วนร่วมในการบริหารงาน โดยมีกลุ่มนักลงทุนต่างชาติที่มีอำนาจและสิทธิเข้ามามีส่วนร่วมในการควบคุมประสิทธิภาพในการทำงาน สร้างชื่อเสียงและความเชื่อถือต่อกิจการ โดยผลวิจัยไม่สอดคล้องกับ Luo, & Hachiya (2005) พบว่า กลุ่มนักลงทุนต่างชาติมีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมาก ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง เนื่องจากกลุ่มนักลงทุนต่างชาติเป็นผู้ถือหุ้นที่ต้องการผลตอบแทนจากการลงทุน ดังนั้นการถือครองเงินสดของกิจการลดลงเพื่อให้มีการจ่ายผลตอบแทนให้แก่กลุ่มนักลงทุน สอดคล้องกับตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย

กลุ่มหน่วยงานของภาครัฐ (Government agencies ownership) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด แสดงให้เห็นว่า บริษัทของไทยมีกลุ่มหน่วยงานของภาครัฐเข้าถือหุ้นกิจการมีสัดส่วนเป็นกลุ่มลงทุนที่น้อยมาก ทำให้ไม่มีผลต่อการกำหนดการถือครองเงินสดของกิจการ ตามหลักของทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย การกำกับดูแลกิจการเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นของกิจการที่มีผู้มีส่วนได้เสียเข้ามามีส่วนร่วมในการบริหารงาน โดยมีกลุ่มนักลงทุนต่างชาติที่มีอำนาจและสิทธิเข้ามามีส่วนร่วมในการควบคุมประสิทธิภาพในการทำงาน สร้างชื่อเสียงและความเชื่อถือต่อกิจการ ผลวิจัยไม่สอดคล้องกับ Dharwadkar et al. (2000) กลุ่มผู้ถือหุ้นของกลุ่มหน่วยงานภาครัฐมีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมาก ส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการมากขึ้น เป็นแนวร่วมเสริมสร้างให้บริษัทเติบโตและแข่งขันในเศรษฐกิจได้

1.3 การถือครองเงินสดที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อย่างไร

(1) การถือครองเงินสดไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากสินทรัพย์ แสดงให้เห็นว่า การถือครองเงินสดของบริษัทในไทยไม่ส่งผลต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ผลวิจัยไม่สอดคล้องกับ Abushammala and Sulaiman (2014), Fresard (2010) พบว่า การถือครองเงินสดมีความสำคัญสำหรับสำหรับกลุ่มประเทศเกิดใหม่ ช่วยสร้างผลกำไรจากการดำเนินงานเพิ่มมากขึ้น

(2) การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า การถือครองเงินสดของบริษัทในไทย ส่งผลทำให้สร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นเพิ่มมากขึ้น กล่าวคือ การถือครองเงินสดของบริษัทในไทยมีความสำคัญการสะสมเงินสำรองไว้ภายในกิจการช่วยให้กิจการอยู่รอดในเหตุการณ์วิกฤต และแก้ไขปัญหาของข้อจำกัดการเข้าถึงตลาดทุนภายนอก ส่งเสริมให้ประสิทธิภาพการทำกำไรของบริษัทเพิ่มขึ้น ผลวิจัยสอดคล้องกับ Manoel et al. (2018), Dittmar et al. (2007), Vijayakumaran, & Atchyuthan (2014) พบว่า การถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก ช่วยให้กิจการมีความยืดหยุ่นในการบริหารงานเพิ่มขีดความสามารถลงทุนในกิจกรรมการผลิตสินค้าและบริการใหม่ให้แก่กิจการ ส่งผลให้กิจการสามารถสร้างผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น

(3) การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับอัตรามูลค่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า การถือครองเงินสดของบริษัทในไทยมีส่วนช่วยสร้างผลตอบแทนทางการตลาดเพิ่มมากขึ้น ทำให้กิจการมีความความได้เปรียบทางด้านการแข่งขัน กล่าวคือ การถือครองเงินสดของบริษัทในไทย ช่วยให้กิจการมีการสะสมเงินสำรองไว้ใช้จ่ายสำหรับรองรับการลงทุนในอนาคต ช่วยให้กิจการมีความสามารถในการแข่งขันทางการตลาดเพิ่มมากขึ้น ผลวิจัยสอดคล้องกับ Martinez-Sola et al. (2013) พบว่า การกำหนดถือครองเงินสดของกิจการเป็นจำนวนมาก ช่วยให้กิจการมีการสะสมเงินสำรองไว้ใช้จ่ายสำหรับเหตุการณ์ในอนาคต หรือเพื่อการลงทุนในอนาคต เช่นเดียวกับ Ameer (2012; Isshaq et al., 2009) บริษัทในสหรัฐอเมริกาและบริษัทออสเตรเลียมีการถือครองเงินสดจำนวนมากทำให้บริษัทมีเงินทุนสำรองสามารถนำไปลงทุนโครงการที่ให้ผลตอบแทนเพิ่มมากขึ้น สร้างผลเติบโตทางการตลาด

ข้อเสนอแนะ (Recommendation)

การศึกษาปัจจัยที่กำหนดและผลกระทบจากการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The determinants and impact of cash holdings: Public Limited Company of the Stock Exchange of Thailand) ผู้วิจัยเสนอแนะรายละเอียด ดังต่อไปนี้

1. ข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติของการกำหนดการถือครองเงินสดดังนี้

1.1 ด้านงานวิชาการ กล่าวคือ ผลวิจัยเชิงประจักษ์การถือครองเงินสดมีผลทำให้ผลการดำเนินงานเพิ่มมากขึ้น ทั้งด้านการบัญชีที่วัดผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น และด้านการตลาดที่วัดค่าจากอัตรามูลค่าตลาด ทำให้สะท้อนถึงความสำคัญของการถือครองเงินสดมีส่วนช่วยทำให้การดำเนินงานของกิจการมีความสามารถในการทำกำไรและสร้างความได้เปรียบทางด้านการตลาด โดยเป็นไปตามหลักของทฤษฎีลำดับขั้นการจัดหาเงินและทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ กระแสเงินสดเป็นปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ในการถือครองเงินสดอันเกิดสะสมเงินทุนจากแหล่งภายในของ

กิจการและทำให้กิจการมีต้นทุนการจัดหาเงินที่ต่ำกว่าจากการจัดหาเงินจากแหล่งภายนอก ส่งผลทำให้กิจการมีโอกาสในการลงทุนเพิ่มมากขึ้น และกรณีที่กิจการมีโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทเป็นไปตามทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ กล่าวคือ กิจการที่มีการกำหนดตำแหน่งประธานฝ่ายบริหารและฝ่ายจัดการทำหน้าที่โดยบุคคลเดียวกัน ทำให้ผู้บริหารมีสิทธิและอำนาจในการตัดสินใจ บริหารต่อการถือครองเงินสด ส่งผลทำให้การบริหารงานมีการตัดสินใจที่รวดเร็วและเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงาน

1.2 ด้านหน่วยงานกำกับดูแลกิจการ กล่าวคือ ผลวิจัยเชิงประจักษ์เป็นส่วนเพิ่มงานวรรณกรรมของบริษัทไทยให้มีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น โดยงานวิจัยนี้พบว่า กรรมการควบตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ในบุคคลเดียวกัน ซึ่งเป็นกลุ่มผู้บริหารเป็นปัจจัยที่กำหนดการถือครองเงินสดของกิจการเพิ่มมากขึ้น ดังนั้นหน่วยงานที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับการออกกฎหมายหรือกฎระเบียบวิธีปฏิบัติต่อการถือครองเงินสดของบริษัทไทย เช่น มีแนวทางปฏิบัติให้บริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ของไทยรักษาระดับการถือครองเงินสดคิดเป็นร้อยละของสินทรัพย์รวมของกิจการ ทั้งนี้เพิ่มให้กิจการมีการรักษาสภาพคล่องและป้องกันปัญหาวิกฤตทางการเงิน

1.3 ด้านกิจการ คือ บริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ของไทย

1.3.1 ผู้บริหารหรือผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องควรให้ความสำคัญต่อการกำหนดการถือครองเงินสด เนื่องจากช่วยให้ผลการดำเนินงานของกิจการที่ดีขึ้น สร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้น และสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันทำให้กิจการมีอัตรามูลค่าตลาดเพิ่มมากขึ้น

1.3.2 ผู้บริหารหรือผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องควรรักษากระแสเงินสด เนื่องจากการถือครองเงินสดเป็นการสะสมเงินทุนจากแหล่งภายใน และรักษาระดับหนี้สินเพื่อช่วยให้กิจการประหยัดต้นทุนการจัดหาเงินทุน

1.3.3 ผู้บริหารหรือผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องควรให้ความสำคัญเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงสำหรับโอกาสในการลงทุน โดยมีกระแสเงินสดที่สะสมจากภายในของกิจการ ป้องกันมิให้เสียโอกาสการทำการกำไรโครงการในอนาคต

1.3.4 ผู้บริหารหรือผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องที่มีการกำหนดโครงสร้างคณะกรรมการลักษณะผู้นำ มีการกำหนดให้กรรมการควบตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ในบุคคลเดียวกัน ควรให้ความสำคัญกับบทบาทหน้าที่โดยเฉพาะอำนาจและสิทธิควบคุมการถือครองสดของกิจการ เนื่องจากมีความเกี่ยวข้องกับสภาพคล่องของฐานะทางการเงิน เพื่อเป็นการสร้างบรรยากาศการทำงานภายในองค์กรที่ดี จักต้องปฏิบัติตามหลักการบริหารงานส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดี

1.4 ด้านผู้ใช้งบการเงิน กล่าวคือ นักลงทุนสามารถนำผลวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการถือครองเงินสดส่งผลต่อผลการดำเนินงานเพิ่มมากขึ้น เป็นข้อมูลหรือตัวชี้วัดที่มีส่วนช่วยในการพิจารณาการลงทุนในหุ้นบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ของไทย

2. ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษางานวิจัยครั้งถัดไป

2.1 การวัดผลการดำเนินงานด้านอื่น ๆ เช่น ความสามารถในการทำกำไรจากอัตราส่วนของงบกระแสเงินสด เพื่อทำให้งานวิจัยมีมุมมองการวัดผลการดำเนินงานที่หลากหลายมากยิ่งขึ้น

2.2 การศึกษาปัจจัยที่กำหนดการถือครองเงินสดด้านอื่น ๆ เช่น ปัจจัยการวางแผน และการบริหารความเสี่ยงของกิจการ

2.3 การศึกษากลุ่มประชากรหรือกลุ่มตัวอย่างการวิเคราะห์เพิ่มเติม เช่น การวิเคราะห์เปรียบเทียบบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กับตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

2.4 การศึกษางานวิจัยเชิงคุณภาพ โดยมีการสัมภาษณ์กลุ่มคณะกรรมการหรือผู้จัดการบริษัทที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการกำหนดนโยบายการถือครองเงินสด เพื่อทำให้ผลการศึกษาสะท้อนปัจจัยที่กำหนดการถือครองเงินสดได้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น



บรรณานุกรม



บรรณานุกรม

- จิรัชญา บุญช่วย, กรรณิกา บัวทองเรือง, และศิววงศ์ เพชรจุล. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างการถือเงินสดกับการปรับกำไร: กรณีศึกษาในกลุ่มเกษตรกรและอุตสาหกรรมอาหาร. ใน *ประชุมวิชาการมหาวิทยาลัยเทคโนโลยี สาขาเศรษฐศาสตร์และบริหารธุรกิจ* (น. 344 – 349). กรุงเทพฯ: ววน.
- จุฑาภรณ์ บุหลันพฤษ์. (2554). *ภาวะเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทย* (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2545). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี*. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2545.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2551). *ประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง คุณสมบัติและขอบเขตการดำเนินงานของคณะกรรมการตรวจสอบ พ.ศ. 2551*. เมื่อวันที่ 9 มิถุนายน 2551.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555*. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2555.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2556). *ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์หลักสูตรผู้แนะนำการลงทุนด้านหลักทรัพย์* (พิมพ์ครั้งที่ 16). กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). *40 ปี ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. กรุงเทพฯ: ฟรินท์ซิติ.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2562). *รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. สืบค้น 30 เมษายน 2562, จาก <https://www.set.or.th/th/home>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2562). *สรุปสถิติสำคัญของตลาดหลักทรัพย์*. สืบค้น 30 เมษายน 2562, จาก <https://www.set.or.th/th/home>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2562). *ความหมายการกำกับดูแลกิจการ*. สืบค้น 2 เมษายน 2562, จาก <https://www.set.or.th/th/home>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2565). *New Release. ฉบับที่ 17/2565*. สืบค้น 11 มีนาคม 2565, จาก <https://www.set.or.th/th/home>
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2558). *การกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ดำรงเงินฝากที่ธนาคารแห่งประเทศไทย*. สืบค้น 30 เมษายน 2562, จาก <https://www.set.or.th/th/home>

- สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์. (2563). *เรื่อง มาตรการผ่อนปรนชั่วคราวสำหรับทางเลือกเพิ่มเติมทางบัญชีเพื่อรองรับผลกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-10)*. ประกาศสภาวิชาชีพบัญชี ที่ 16/2563 ประกาศ ณ วันที่ 16 เมษายน พ.ศ. 2563.
- สำนักงานการวิจัยแห่งชาติ. (2564). *ดัชนีวิทยาศาสตร์ วิจัยและนวัตกรรม บันไดสู่การพัฒนาประเทศ 2564*. กรุงเทพฯ: กู๊ดแฮด พรีนซ์ติ้ง แอนด์ แพคเกจจิ้ง กรุ๊ป.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2560*. สืบค้น 2 เมษายน 2562, จาก <https://www.sec.or.th/th/pages/home.aspx>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2562). *แผนยุทธศาสตร์ ก.ล.ต. (2562 – 2564)*. สืบค้น 30 เมษายน 2562, จาก <https://www.sec.or.th/th/pages/home.aspx>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2562). *กรอบการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย*. สืบค้น 2 เมษายน 2562, จาก <https://www.sec.or.th/th/pages/home.aspx>
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2557). การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ. ฝ่ายกลยุทธ์สถาบันการเงิน สายนโยบายสถาบันการเงิน. *Bankers' Talk*, 2, 10.
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2561). *วิกฤตการณ์เศรษฐกิจ ปี 2540*. สืบค้น 30 กรกฎาคม 2561, จาก https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/ArticleAndResearch/FAQ/FAQ_115.pdf
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2563). 10 ปีอุตสาหกรรมไทย เรามาไกลแค่ไหน. *FOCUSED AND QUICK (FAQ)*, 165.
- นพพร แพทย์รัตน์, และพัชร์นันท์ เพชรเชิดชู. (2561). มูลค่าองค์กรกับการเปิดเผยข้อมูลตามรูปแบบของรายงานเชิงบูรณาการ. *สุทธิปริทัศน์*, 32, 101.
- นัฐธราภรณ์ ลิ้มสกุล. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ)*. ชลบุรี: มหาวิทยาลัยบูรพา.
- ฝ่ายวิจัย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2562). *ภาพรวมตลาดทุนไทยเชิงเปรียบเทียบ*. สืบค้น 30 เมษายน 2562, จาก https://weblink.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile_1488510483362.pdf

- ภูริวัจน์ โอวากุสมสิริสกุล, วิสุทธร จิตอารี, และชัยวุฒิ ตั้งสมชัย. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดภายใต้วงจรชีวิตธุรกิจที่แตกต่างกันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ เศรษฐศาสตร์และการสื่อสาร*, 14(2) 94 – 108.
- รัมภาภรณ์ อุทัยพัฒนาศักดิ์. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างการถือเงินสดกับมูลค่ากิจการ: กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2551). บทบาทหน้าที่ของกรรมการ: กลไกการกำกับดูแลกิจการ. *คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*, 31, 117.
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2560). กิจกรรมหลักเกี่ยวกับ IOD. สืบค้น 30 เมษายน 2562, จาก <https://www.thai-iod.com/th/aboutIOD.asp>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ปี พ.ศ. 2560*. ม.ป.ท.: ม.ป.พ.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2562). *แผนยุทธศาสตร์ ก.ล.ต. (2562 – 2564)*. กรุงเทพฯ: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2562). บทบาทของ ก.ล.ต. (online). สืบค้นวันที่ 30 เมษายน 2562.
- สุชล เขียมชีรางกูร. (2551). *การถือเงินสดของบริษัท การจัดการกำไรและธรรมาภิบาลบริษัท: การศึกษาสำหรับประเทศไทย* (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- สุทธิศักดิ์ ไกรสรสุธาสินี. (2556). *ความรับผิดชอบต่อสังคม. “บทที่ 3 การกำกับดูแลกิจการ”*. *ความรับผิดชอบต่อสังคมของธุรกิจต่อสังคม=ความรับผิดชอบต่อสังคม*. กรุงเทพฯ: แปลงพรินต์ติ้ง.
- องค์กรเพื่อความร่วมมือและพัฒนาเศรษฐกิจ. (2562). ความหมายการกำกับดูแลกิจการ. สืบค้น 2 เมษายน 2562, จาก <https://www.sepo.go.th/content/67>
- อัญญา ชันทวิทย์, ศิลปพร ศรีจันทเพชร, และเดือนเพ็ญ จันทร์ศิริศรี. (2552). *การกำกับดูแลกิจการเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ*. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- Abushammala S. NM., & Sulaiman J. (2014). Cash holdings and Corporate Profitability: Some Evidences from Jordan. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 8(3), 898 – 907.

- Aisakkul A. (2016). Corporate Governance and Financial Performance of Family Business Listed in The Security Exchange of Thailand. *International Journal of Business and Economics*, 8, 2.
- Aleksey M. (2009). Agents or Stewards? Linking Managerial Behavior and Moral Development. *Journal of Business Ethics*, 90(2), 239-249.
- Ali A., & Yousaf S. (2013). Determinants of Cash holdings in German Market. *Journal of Business and Management*, 12(6), 28 – 34.
- Al-Najjar B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International Business Review*, 22, 77 – 88.
- Aktas N., Louca C., & Petmezas D. (2019). CEO overconfidence and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 54, 85 – 106.
- Ameer R. (2012). Impact of cash holdings and ownership concentration on firm valuation: Empirical evidence from Australia. *Review of Accounting and Finance*, 11(4), 448 – 467.
- Asante-Darko D., Adu B., Samuel F., Amoako K., & Yayra G. (2018). Governance structures, cash holdings and firm value on the Ghana Stock Exchange. *Corporate Governance*, 18(4), 671 – 685.
- Asian Corporate Governance Association. (2016). *CG WATCH 2016 Ecosystems matter Asia's path to better home-grown governance*. Special report. September. 2016.
- Asian Corporate Governance Association. (2018). *CG WATCH 2018 Hard decisions Asia faces tough choices in CG reform*. December 2018.
- Asian Corporate Governance Association. (2020). *CG WATCH 2020 Future promise Aligning governance and ESG in Asia*. May 2021.
- Azmat Q. (2014). Firm value and optimal cash level: evidence from Pakistan. *International Journal of Emerging Markets*, 9(4), 488-504.
- Bates T. W., Kahle K. M., & Stulz R. M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance*, 64(5), 1985 – 2021.
- Bhattacharya K. (1992). *Chapter 8 Cash! Cash! Cash! King Solomon's Mine. Accountancy's Faulty Sums*. First published 1992 by the Macmillan Press.

- Boubaker S., Derouiche I., and Nguyen K. D. (2015). Does the board of directors affect cash holdings? A Study of French listed firm. *Journal Management Governance*, 19, 341 – 370.
- Boyle G. W., & Guthrie G. A. (2003). Investment, uncertainty, and liquidity. *Journal of finance*, 58, 2143 - 2166.
- Brealey A. R., Myers C. S., & Allen F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (10th ed.). New York: McGraw-Hill Companies.
- Campbell E. D., & Kell S. J. (1994). Trade-off theory. *The American Economic Review*, 84(2), 422 – 426.
- Carruthers B. G., & Espeland W. N. (1998). Money, Meaning, and Morality. *American Behavioral Scientist*, 41, 1384 – 1408.
- Chireka t., & Fakoya M. B. (2017). The determinants of corporate cash holdings levels: evidence from selected South African retail firms. *Investment Management and Financial innovations*, 14(2), 79 - 93.
- Choi I. (2001). Unit root tests for panel data. *Journal of international money and finance*, 20(2), 249–272.
- Ciscel H. D., & Evans D. R. (1984). Returns to corporate diversification in the 1970s. *Managerial and Decision Economics*, 5(2), 67 – 71.
- Davis J. H., Schoorman D. F., & Donaldson L. (1997). Toward stewardship theory of management. *The Academy of Management Review*, 22(3), 611-613.
- Demsetz H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law & Economics*, 26, 375 – 390.
- Dittmar A., & Mahrt-Smith J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83, 599 – 634.
- Dharwadkar R., George G., & Brandes P. (2000). Privatization in Emerging Economies: An Agency Theory Perspective. *The Academy of Management Review*, 25(3), 650-669.
- D'Mello R., Krishnaswami S., & Larkin P. J. (2008). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from spin-offs. *Journal of Banking and Finance*, 32, 1209–1220.

- Donaldson T., & Preston E. L. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *The Academy of Management Review*, 20(1), 65 – 91.
- Dowling G. (2006). In Practice How Good Corporate Reputations Create Corporate Value. *Corporate Reputation Review*, 9(2), 134 – 143.
- Drobetz W., & Gruninger M. C. (2007). Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, 21(3), 293-324.
- Elsayed K. (2007). Does CEO Duality Really affect Corporate Performance? *Corporate Governance an International Review*, 15(6), 1203 – 1214.
- Fahrmeir L, Kneib T., Lang S., & Marx B. (2013). *Regression: Models and Applications*. Publisher: Springer.
- Fama E. F., & Jensen M. C. (1986). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301–325.
- Ferreira M. A., & Vilela A. S. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10, 295-319.
- Freeman R. E., & Reed D. L. (1983). Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. *California Management Review*, 25(3), 88 – 106.
- Froot K. A., Scharfstein D. S., & Stein J. C. (1993). Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. *The Journal of Finance*, 48(5), 1629 – 1658.
- Fresard L. (2010). Financial Strength and product market behavior: The real effects of corporate cash holdings. *The Journal of finance*, 64(3), 1097 – 1122.
- Frodsham D., & Liechtenstein H. (2011). *Chapter 8 Valuing a company. Getting Between the Balance Sheets the Four Things Every Entrepreneur Should Know About Finance*. Published 2011 by PALGRAVE MACMILLAN. pp. 109.
- Hair J. F., Babin B. J., Anderson R. E., & Black W. C. (2018). *Multivariate Data Analysis* (8th ed.). N.P.: Cengage.
- Hansen R. S., & Crutchley C. (1990). Corporate Earning and Financings: An Empirical Analysis. *The Journal of Business*, 63(3), 347 – 371.

- Harford J., Mansi S. A., & Maxwell W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in US. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535 – 555.
- Hill C. W. L., & Jones T. M. (1992). Stakeholder – Agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2). 131 – 154.
- Hinkle D.E., Wiersma W., & Jurs S. G. (2003). *Applied Statistics for the Behavioral Sciences* (5th ed.). N.P.: Houghton Mifflin Harcourt.
- Huang P., Guo J., Ma T., & Zhang Y. (2015). Does the value of cash holdings deteriorate or improve with material weaknesses in internal control over financial reporting? *Journal of Banking & Finance*, 54, 30-45.
- Isshaq Z., Bokpin G. A., & Onumah J. M. (2009). Corporate governance, ownership structure, cash holdings, and firm value on the Ghana Stock Exchange. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 488 – 499.
- Jansson E. (2005). The stakeholder Model: The Influence of the Ownership and Governance Structures. *Journal of Business Ethics*, 56(1), 1 – 13.
- Jensen M. C. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. N.P.: n.p.
- Jensen. (1986). The American Economic Review. Vol. 76, No. 2, *Paper and Proceedings of the Ninety-Eight Annual Meeting of the American Economic Association* (May 1986), pp. 323 – 329. N.P.: n.p.
- Jensen M. C., & Meckling W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economic*, 3, 305 – 360.
- Kargar E. F., & Ahmadi G. R. (2013). The Relationship between Free cash flow and Agency Costs Level: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(14), 51 - 65.
- Keynes M. J. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Chapter 9 and 13. *International Relation and Security Network*, February. N.P.: n.p.

- Khan A., Kaleem A., & Nazir M. S. (2012). Impact of Financial Leverage on Agency cost of Free Cash Flow: Evidence from the Manufacturing sector of Pakistan. *Journal Basic and Applied Scientific Research*, 2(7), 6694 - 6700.
- Kline R. B. (2010). *Principles and Practice of Structural Equation Modeling* (3rd ed.). N.P.: Guilford Press.
- Kim J., Kim H., & Woo D. (2011). Determinants of corporate cash-holding levels: An empirical examination of the restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 30, 568-574.
- Koller T., Goedhart M., & Wessels D. (1990). *Valuation: measuring and managing the value of companies* (5th ed.). New York: John Wiley & Sons.
- Kuan T., Li C., & Liu C. (2012). Corporate governance and cash holdings: A Quantile regression approach. *International Review of Economics & Finance*, 24, 303 – 314.
- Kusnadi Y. (2011). Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value? *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(5), 554 – 570.
- Lachheb A., & Slim C. (2017). The impact of Free cash flow and Agency Costs on Firm performance. *International Journal of Management and Applied Science*, 3(7), 94 – 101.
- Lewellen G. W., & Badrinath G. S. (1997). On the measurement of Tobin's q. *Journal of Financial Economics*, 44(1), 77 – 122.
- Lian Y., Sepehri M., & Foley M. (2011). Corporate cash holdings and Financial Crisis: An Empirical Study of Chinese Companies. *Eurasian Business Review*, 1(2), 112 – 124.
- Luo Q., & Hachiya T. (2005). Bank relations, cash holdings, and firm value: evidence from Japan. *Management Research News*, 28(4), 61 – 73.
- Manoel A. S., Marcelo M. B. C., Nagano M. S., & Sobreiro V. A. (2018). Cash holdings and corporate governance: The effects of premium listing in Brazil. *Review of Development Finance*, 8, 106 – 115.
- Martinez-Sola C., Garcia-Teruel P. J., & Martinez-Sola P. (2013). Corporate cash holdings and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161 – 170.

- Mises L. V. (1953). *Chapter 1 the Function of Money. The Theory of Money and Credit New edition, enlarged with an essay on Monetary Reconstruction.* Yale: Yale University Press.
- Munro, B. H. (2001). *Statistical methods for health care research* (4th ed.). New York: Lippincott.
- Myers S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575 – 592.
- Myers S. C., & Majluf N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187 - 221.
- Neely A., Gregory M., & Platts K. (1995). Performance measurement system design A literature review and research agenda. *International Journal of Operations & Production Management*, 15(4), 80 – 166.
- Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., & Williamson R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3 - 46.
- Organization for Economic Co-operation and Development. (2017). *OECD Survey of Corporate Governance Frameworks in Asia 2017. OECD 2017.* Retrieved April 2, 2019, from <https://www.oecd.org/corporate/OECD-Survey-Corporate-Governance-Frameworks-Asia.pdf>
- Ozkan A., & Ozkan N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103-2134.
- Palazzo B. (2012). Cash holdings, risk, and expected returns. *Journal of Financial Economics*, 104, 162 – 185.
- Sanchez J. M., & Yurdagul E. (2013). *Why Are U.S. Firms Holdings So Much Cash? An Exploration of Cross-Sectional Variation. Federal Reserve Bank of St. Louis Review.* July/August 2013. pp. 293 – 326.
- Skousen M. (2007). *THE BIG THREE in ECONOMICS: Adam Smith, Karl Marx, and John Maynard Keynes.* Published by M.E. Sharpe.

- Su X., Zhou S., Xue R., & Tian J. (2020). Does economic policy uncertainty raise corporate precautionary cash holdings? Evidence from China. *Journal of Accounting & Finance*, 60, 4567 – 4592.
- Tran Q. T. (2019). Corporate cash holdings and financial crisis: new evidence from an emerging market. *Eurasian Business Review*, 10, 271 – 285.
- Uyar A., & Kuzey C. (2014). Determinants of corporate cash holdings: evidence from the emerging market of Turkey. *Applied Economics*, 46(9), 1035–1048.
- Vijayakumaran R., & Atchyuthan N. (2014). Cash holdings and corporate performance: Evidence from Sri Lanka. *International Journal of Accounting & Business Finance*, 1, 1 – 11.
- Vishwanath R. S. (2007). *Chapter 5: Financial Statements and Firm Value. Corporate Finance: Theory and Practice* (2nd ed.). N.P.: Kindle Edition.
- Wang G. Y. (2010). The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. *Journal Service Science and Management*, 3, 408 - 418.
- Yellen J. L. (2007). Lessons of the Asian Crisis 10 Years Later. *NPQ New Perspectives Quarterly*, 24(2), 40 – 44.
- You J., Lin L., Huang J., & Xiao M. (2019). *When is cash king? International evidence on the value of cash across the business cycle. Review of Quantitative Finance and Accounting*. New York: Springer.



ภาคผนวก

มหาวิทยาลัยนครพนม

ภาคผนวก ก สรุปรายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตาราง 23 แสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม
กลุ่มอุตสาหกรรมแบ่งออกเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม รวม 301 บริษัท

| ชื่อย่อ | ชื่อบริษัท |
|--|--|
| 1. กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร จำนวน 24 บริษัท | |
| AI | บริษัทเอเชีย อินซูเลเตอร์ จำกัด (มหาชน) |
| AKR | บริษัทเอกรัฐวิศวกรรม จำกัด (มหาชน) |
| BAFS | บริษัท บริการเชื้อเพลิงการบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) |
| BANPU | บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) |
| BCP | บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) |
| DEMCO | บริษัท เต็มโก้ จำกัด (มหาชน) |
| EASTW | บริษัทจัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) |
| EGCO | บริษัทผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน) |
| GLOW | บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน) |
| IRPC | บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) |
| LANNA | บริษัท ลานนา รีซอร์สเซส จำกัด (มหาชน) |
| MDX | บริษัท เอ็ม ดี เอ็กซ์ จำกัด (มหาชน) |
| PDI | บริษัท ผาแดงอินดัสทรี จำกัด (มหาชน) |
| PTT | บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) |
| PTTEP | บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) |
| RATCH | บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) |
| RPC | บริษัท อาร์พีซี จำกัด (มหาชน) |
| SCG | บริษัท สหโคเจน (ชลบุรี) จำกัด (มหาชน) |
| SOLAR | บริษัท โซลาร์ตรอน จำกัด (มหาชน) |
| SPCG | บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน) |
| SUPER | บริษัท ซุปเปอร์ เอนเนอร์ยี คอร์เปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) |

| ชื่อย่อ | ชื่อบริษัท |
|---|--|
| SUSCO | บริษัทซัสโก้ จำกัด (มหาชน) |
| TCC | บริษัทไทย แคปปิตอลคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) |
| TOP | บริษัทไทยออล จำกัด จำกัด (มหาชน) |
| 2. กลุ่มอุตสาหกรรมก่อสร้างหิรมทรัพย์และก่อสร้าง จำนวน 67 บริษัท | |
| A | บริษัทอาริยา พรอพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน) |
| AMATA | บริษัทอมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) |
| AP | บริษัทเอพี (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน) |
| BROCK | บริษัท บ้านร็อคคาร์เด็น จำกัด (มหาชน) |
| CCP | บริษัทผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี จำกัด (มหาชน) |
| CGD | บริษัทคันทรี กรุ๊ป ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) |
| CI | บริษัทชายอิสระ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) |
| CK | บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน) |
| CNT | บริษัทคริสเตียนีและนิลเส็น (ไทย) จำกัด (มหาชน) |
| CPN | บริษัทเซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) |
| DCC | บริษัทได้นาสตี้เซรามิค จำกัด (มหาชน) |
| DCON | บริษัทดีคอนโปรดักส์ จำกัด (มหาชน) |
| DRT | บริษัทผลิตภัณฑ์ตราเพชร จำกัด (มหาชน) |
| EMC | บริษัทอีเอ็มซี จำกัด (มหาชน) |
| ESTAR | บริษัทอีสเทอร์น สตาร์ เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน) |
| EVER | บริษัทเอเวอร์แลนด์ จำกัด (มหาชน) |
| FPT | บริษัทเฟรเซอร์สพร็อพเพอร์ตี้ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) |
| GEL | บริษัทเจนเนอร์ล เอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน) |
| GLAND | บริษัทแกรนด์คานัล จำกัด (มหาชน) |
| GREEN | บริษัทกรีน ริชอร์สเสส จำกัด (มหาชน) |
| ITD | บริษัทอิตาเลียนไทย ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) |
| JCK | บริษัทเจซีเค อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) |
| KC | บริษัทเค.ซี.พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน) |

| ชื่อย่อ | ชื่อบริษัท |
|---------|--|
| KWG | บริษัทคิง ไว กรุ๊ป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) |
| LALIN | บริษัทลิลิพรีอเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน) |
| LH | บริษัทแลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) |
| LPN | บริษัทแอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) |
| MBK | บริษัทเอ็ม บี เค จำกัด (มหาชน) |
| MK | บริษัทมั่นคงเคหะการ จำกัด (มหาชน) |
| NCH | บริษัทเอ็น.ซี.เฮ้าส์ซิง จำกัด (มหาชน) |
| NNCL | บริษัทนวนคร จำกัด (มหาชน) |
| NOBLE | บริษัทโนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) |
| NUSA | บริษัทนุศาศิริ จำกัด (มหาชน) |
| NWR | บริษัทเนาวรัตน์พัฒนาการ จำกัด (มหาชน) |
| PAE | บริษัทพีเออี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) |
| PF | บริษัทพรีอเพอร์ตี้เพอร์เฟค จำกัด (มหาชน) |
| PLE | บริษัทพีริบิลท์ จำกัด (มหาชน) |
| PREB | บริษัทปรีชากรู๊ป จำกัด (มหาชน) |
| PRECHA | บริษัทปรีญสิริ จำกัด (มหาชน) |
| PRIN | บริษัทไพลอน จำกัด (มหาชน) |
| PYLON | บริษัทไพลอน จำกัด (มหาชน) |
| Q-CON | บริษัทควอลิตี้คอนสตรัคชั่นโปรดักส์ จำกัด (มหาชน) |
| QH | บริษัทควอลิตี้เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) |
| RCI | บริษัทโรแยล ซีรามิค อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน) |
| RML | บริษัทไรมอน แลนด์ จำกัด (มหาชน) |
| ROJNA | บริษัทสวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) |
| SAMCO | บริษัทสัมมากร จำกัด (มหาชน) |
| SC | บริษัทเอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) |
| SCC | บริษัทปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน) |
| SCCC | บริษัทปูนซิเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน) |

| ชื่อย่อ | ชื่อบริษัท |
|---------|---|
| SCP | บริษัททักษิณคอนกรีต จำกัด (มหาชน) |
| SEAFCO | บริษัทซีพีโก้ จำกัด (มหาชน) |
| SF | บริษัทสยามฟิวเจอร์ดีเวลอปเมนต์ จำกัด (มหาชน) |
| SIRI | บริษัทแสนสิริ จำกัด (มหาชน) |
| SPALI | บริษัทศุภาลัย จำกัด (มหาชน) |
| STEC | บริษัทซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) |
| STPI | บริษัทเอสทีพี แอนด์ ไอ จำกัด (มหาชน) |
| SYNTEC | บริษัทซินเท็ค คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) |
| TASCO | บริษัททีบีโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน) |
| TCMC | บริษัททีซีเอ็มคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) |
| TPIPL | บริษัททีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน) |
| TRC | บริษัททีอาร์ซี คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) |
| U | บริษัท ยูซีดี จำกัด (มหาชน) |
| UMI | บริษัทสหโมเสคอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน) |
| VNG | บริษัทวนชัย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) |
| WIIC | บริษัทวิคแอนด์ฮูคลันด์ จำกัด (มหาชน) |
| WIN | บริษัทสวนอุตสาหกรรม วินโคสท์ จำกัด (มหาชน) |

3. กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ 69 บริษัท

| | |
|--------|--|
| AHC | บริษัทโรงพยาบาลเอกชล จำกัด (มหาชน) |
| AMARIN | บริษัทอมรินทร์พรีนติ้งแอนด์ พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน) |
| AQUA | บริษัทอควา คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) |
| ASIA | บริษัทเอเชียโฮเต็ล จำกัด (มหาชน) |
| ASIMAR | บริษัทเอเชีย มาร์ีนเซอร์วิสส์ จำกัด (มหาชน) |
| BCH | บริษัทบางกอก เซน ฮอสปิทอล จำกัด (มหาชน) |
| BDMS | บริษัทกรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน) |
| BEC | บริษัทบีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน) |
| BH | บริษัทโรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน) |

| ชื่อย่อ | ชื่อบริษัท |
|---------|---|
| BIG | บริษัทบิ๊ก คาเมร่า คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) |
| BJC | บริษัทเบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) |
| CENDEL | บริษัทโรงแรมเซ็นทรัลพลาซ่า จำกัด (มหาชน) |
| CMR | บริษัทเชียงใหม่รามธุรกิจการแพทย์ จำกัด (มหาชน) |
| CPALL | บริษัทซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) |
| CSR | บริษัทเทพธานีกรีธา จำกัด (มหาชน) |
| DTC | บริษัทดุสิตธานี จำกัด (มหาชน) |
| ERW | บริษัท ดีเอราวิณ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) |
| FE | บริษัทฟาร์อีสท์เฟมไลน์ ดีดีบี จำกัด (มหาชน) |
| GENCO | บริษัทบริหารและพัฒนาเพื่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม จำกัด (มหาชน) |
| GRAMMY | บริษัท จีเอ็มเอ็ม แกรมมี่ จำกัด (มหาชน) |
| GRAND | บริษัท แกรนด์ แอสเสท ไฮเทลส์ แอนด์ พรอพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน) |
| HMPRO | บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) |
| IT | บริษัท ไอที ซิตี จำกัด (มหาชน) |
| JUTHA | บริษัท จุฑานาวี จำกัด (มหาชน) |
| KAMART | บริษัท คาร์มาร์ท จำกัด (มหาชน) |
| KDH | บริษัท ธนบุรี เมดิคัล เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) |
| KWC | บริษัท กรุงเทพโสภณ จำกัด (มหาชน) |
| LOXLEY | บริษัท ล็อกซ์เลย์ จำกัด (มหาชน) |
| LRH | บริษัท ลาภาน่า รีสอร์ท แอนด์ โฮเทล จำกัด (มหาชน) |
| M-CHAI | บริษัท โรงพยาบาลมหาชัย จำกัด (มหาชน) |
| MAJOR | บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) |
| MAKRO | บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน) |
| MANRIN | บริษัท แมนดารินโฮเต็ล จำกัด (มหาชน) |
| MATCH | บริษัท แม็ทซิ่ง แม็กซิไมซ์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน) |
| MATI | บริษัท มติชน จำกัด (มหาชน) |
| MCOT | บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน) |

| ชื่อย่อ | ชื่อบริษัท |
|---------|---|
| MIDA | บริษัท ไมต้า แอสเซ็ท จำกัด (มหาชน) |
| MPIC | บริษัท เอ็ม พิคเจอร์ส เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) |
| NEW | บริษัท วัฒนาการแพทย์ จำกัด (มหาชน) |
| NMG | บริษัท เนชั่น มัลติมีเดีย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) |
| NTV | บริษัท โรงพยาบาลนนทเวช จำกัด (มหาชน) |
| OHTL | บริษัท โอเอชทีแอล จำกัด (มหาชน) |
| POST | บริษัท บางกอก โพสต์ จำกัด (มหาชน) |
| PRAKIT | บริษัท ประกิต โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) |
| PRINC | บริษัท พรินซิเพิล แคปิตอล จำกัด (มหาชน) |
| PRO | บริษัท โปรเฟสชั่นแนล เวสต์ เทคโนโลยี (1999) จำกัด (มหาชน) |
| PSL | บริษัท พีรียาส ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน) |
| RAM | บริษัท โรงพยาบาลรามคำแหง จำกัด (มหาชน) |
| RCL | บริษัท อาร์ ซี แอล จำกัด (มหาชน) |
| ROBINS | บริษัท โรบินสัน จำกัด (มหาชน) |
| ROH | บริษัท โรงแรมรอยัล ออคิต (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) |
| RS | บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน) |
| SE-ED | บริษัท ซีเอ็ดยูเคชั่น จำกัด (มหาชน) |
| SHANG | บริษัท แชนกรี-ลา โฮเต็ล จำกัด (มหาชน) |
| SINGER | บริษัท ซิงเกอร์ประเทศไทย จำกัด (มหาชน) |
| SKR | บริษัท ศิรินทร์ จำกัด (มหาชน) |
| SPC | บริษัท สหพัฒน์พิบูล จำกัด (มหาชน) |
| SPI | บริษัท สหพัฒนาอินเตอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) |
| SPORT | บริษัท สยามสปอร์ต ซินดิเคท จำกัด (มหาชน) |
| SVH | บริษัท สมิตีเวช จำกัด (มหาชน) |
| TBSP | บริษัท ไทยบริติช ซีเคียวริตี้ พรินติ้ง จำกัด (มหาชน) |
| TH | บริษัท ตงฮั่ว โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) |
| THAI | บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน) |

| ชื่อย่อ | ชื่อบริษัท |
|---------|--|
| TKS | บริษัท ที.เค.เอส. เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) |
| TRITN | บริษัท ไทรทัน โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) |
| TSTE | บริษัท ไทยชูการ์ เทอร์มิเนล จำกัด (มหาชน) |
| VIBHA | บริษัท โรงพยาบาลวิภาวดี จำกัด (มหาชน) |
| WAVE | บริษัท เวฟ เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) |
| WORK | บริษัท เวิร์คพอยท์ เอ็นเทอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) |

4. กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี 27 บริษัท

| | |
|--------|---|
| 7UP | บริษัท เซเว่น ยูทิลิตี้ส์ แอนด์ พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน) |
| ADVANC | บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) |
| AIT | บริษัท แอ็ดวานซ์ อินฟอร์เมชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) |
| CCET | บริษัท แคล-คอมพ์ อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) |
| DELTA | บริษัท เดลต้า อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) |
| DTAC | บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน) |
| FORTH | บริษัท ฟอर्थ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) |
| HAHA | บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน) |
| ILINK | บริษัท อินเทอร์เน็ตลิงค์ คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน) |
| INET | บริษัท อินเทอร์เน็ตประเทศไทย จำกัด (มหาชน) |
| INTUCH | บริษัท อินทัช โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) |
| JAS | บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) |
| JTS | บริษัท จัสมิน เทเลคอม ซิสเต็มส์ จำกัด (มหาชน) |
| KCE | บริษัท เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน) |
| MFEC | บริษัท เอ็ม เอฟ อี ซี จำกัด (มหาชน) |
| MSC | บริษัท เมโทรวิสเต็มส์คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) |
| PT | บริษัท พรีเมียร์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) |
| SAMART | บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) |
| SAMTEL | บริษัท สามารถเทเลคอม จำกัด (มหาชน) |
| SDC | บริษัท สามารถ ดิจิตอล จำกัด (มหาชน) |
| SIS | บริษัท เอสไอเอส ดิสทริบิวชั่น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) |
| SVI | บริษัท เอสวีไอ จำกัด (มหาชน) |

| ชื่อย่อ | ชื่อบริษัท |
|---------|--|
| SVOA | บริษัท เอสวีไอเอ จำกัด (มหาชน) |
| TEAM | บริษัท ทีมพีริซิชั่น จำกัด (มหาชน) |
| THCOM | บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน) |
| TRUE | บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) |
| TWZ | บริษัท ทีดับบลิวแซต คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) |

5. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม 59 บริษัท

| | |
|--------|--|
| AH | บริษัท อาปิโก โฮเทค จำกัด (มหาชน) |
| AJ | บริษัท เอ.เจ.พลาสติก จำกัด (มหาชน) |
| ALUCON | บริษัท อลูคอน จำกัด (มหาชน) |
| AMC | บริษัท เอเชีย เมทัล จำกัด (มหาชน) |
| BAT-3K | บริษัท ไทย เอ็นเนอร์จี สโตร์เจ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) |
| BSBM | บริษัท บางสะพานบาร์มิล จำกัด (มหาชน) |
| CEN | บริษัท แคปปิตอล เอ็นจิเนียริ่ง จำกัด (มหาชน) |
| CSP | บริษัท ซีเอสพี สตีลเซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) |
| CTW | บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด (มหาชน) |
| CWT | บริษัท ชัยวัฒนา แทนเนอรี่ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) |
| EASON | บริษัท อีซัน เพ้นท์ จำกัด (มหาชน) |
| FMT | บริษัท ฟรุ่กาวา เมทัล (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน) |
| GC | บริษัท โกลบอล คอนเน็คชั่นส์ จำกัด (มหาชน) |
| GJS | บริษัท จี เจ สตีล จำกัด (มหาชน) |
| GYT | บริษัท กู๊ดเยียร์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) |
| HFT | บริษัท ฮั่วฟง รับเบอร์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) |
| IHL | บริษัท อินเตอร์ไฮด์ จำกัด (มหาชน) |
| INOX | บริษัท โพลโค-ไทยน็อกซ์ จำกัด (มหาชน) |
| KKC | บริษัท กุลธรเคอร์บี้ จำกัด (มหาชน) |
| MAX | บริษัท แมกซ์ เมทัล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) |
| MCS | บริษัท เอ็ม.ซี.เอส.สตีล จำกัด (มหาชน) |
| MILL | บริษัท มิลล์คอน สตีล จำกัด (มหาชน) |

| ชื่อย่อ | ชื่อบริษัท |
|---------|---|
| NEP | บริษัท เอ็นอีพี อสังหาริมทรัพย์ และอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน) |
| NFC | บริษัท เอ็นเอฟซี จำกัด (มหาชน) |
| PAP | บริษัท แปซิฟิกไพพ์ จำกัด (มหาชน) |
| PATO | บริษัท พาโตเคมีอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน) |
| PERM | บริษัท เพิ่มสินสตีลเวคส์ จำกัด (มหาชน) |
| PK | บริษัท พัฒน์กล จำกัด (มหาชน) |
| RICH | บริษัท ริช เอเชีย สตีล จำกัด (มหาชน) |
| SAM | บริษัท สามชัย สตีล อินดัสทรี จำกัด (มหาชน) |
| SAT | บริษัท สมบูรณ์ แอ็ดวานซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) |
| SITHAI | บริษัท ศรีไทยซูเปอร์แวร์ จำกัด (มหาชน) |
| SMIT | บริษัท สหมิตรเครื่องกล จำกัด (มหาชน) |
| SMPC | บริษัท สหมิตรถังแก๊ส จำกัด (มหาชน) |
| SNC | บริษัท เอส เอ็น ซี ฟอรั่มเทอร์ จำกัด (มหาชน) |
| SPACK | บริษัท เอส.แพ็ค แอนด์ ฟรินท์ จำกัด (มหาชน) |
| SPG | บริษัท สยามภัณฑ์กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) |
| SSSC | บริษัท ศูนย์บริการเหล็กสยาม จำกัด (มหาชน) |
| TCCC | บริษัท ไทยเซ็นทรัลเคมี จำกัด (มหาชน) |
| TCJ | บริษัท ที.ซี.เจ.เอเชีย จำกัด (มหาชน) |
| TCOAT | บริษัท อุตสาหกรรมผ้าเคลือบพลาสติกไทย จำกัด (มหาชน) |
| TFI | บริษัท ไทยฟิล์มอินดัสตรี จำกัด (มหาชน) |
| TGPRO | บริษัท ไทย-เยอรมัน โปรดัคส์ จำกัด (มหาชน) |
| THIP | บริษัท ทานตะวันอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน) |
| TKT | บริษัท ที.กรุงไทยอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน) |
| TMD | บริษัท อุตสาหกรรมถังโลหะไทย จำกัด (มหาชน) |
| TMT | บริษัท คำเหล็กไทย จำกัด (มหาชน) |
| TNPC | บริษัท ไทยนามพลาสติกส์ จำกัด (มหาชน) |
| TOPP | บริษัท ไทย โอ.พี.พี. จำกัด (มหาชน) |

| ชื่อย่อ | ชื่อบริษัท |
|---------|--|
| TPA | บริษัท ไทยโพลีเอคริลิค จำกัด (มหาชน) |
| TPP | บริษัท ไทยบรรจุกัมภ์และการพิมพ์ จำกัด (มหาชน) |
| TRU | บริษัท ไทยรุ่งยูเนี่ยนคาร์ จำกัด (มหาชน) |
| TWP | บริษัท ไทยไวร์โปรดักท์ จำกัด (มหาชน) |
| TYCN | บริษัท ไทยคุณ เวิลด์ไวด์ กรุ๊ป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) |
| UP | บริษัท ยูเนี่ยนพลาสติก จำกัด (มหาชน) |
| UTP | บริษัท ยูไนเต็ต เปเปอร์ จำกัด (มหาชน) |
| VARO | บริษัท วโปกรณ์ จำกัด (มหาชน) |
| VNT | บริษัท วินิไทย จำกัด (มหาชน) |
| YNP | บริษัท ยานภัณฑ์ จำกัด (มหาชน) |

6. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 31 บริษัท

| | |
|--------|---|
| APURE | บริษัท อกริเพียว โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) |
| ASIAN | บริษัท ห้องเย็นเอเชีย ซีฟู้ด จำกัด (มหาชน) |
| CRFESH | บริษัท ซีเฟรชอินดัสตรี จำกัด (มหาชน) |
| CHOTI | บริษัท ห้องเย็นโชติวัฒน์ขนาดใหญ่ จำกัด (มหาชน) |
| CM | บริษัท เชียงใหม่โพรเซสฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน) |
| CPF | บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) |
| CPI | บริษัท ชุมพรอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน) |
| EE | บริษัท อีเทอเนล เอนเนอจี จำกัด (มหาชน) |
| F&D | บริษัท ฟู้ดแอนด์ดริงส์ จำกัด (มหาชน) |
| GFPT | บริษัท จีเอฟพีที จำกัด (มหาชน) |
| HTC | บริษัท หาดทิพย์ จำกัด (มหาชน) |
| LEE | บริษัท ลีพัฒนาผลิตภัณฑ์ จำกัด (มหาชน) |
| LST | บริษัท ล้าสูง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) |
| MALEE | บริษัท มาลีกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) |
| MINT | บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) |
| PB | บริษัท เพอร์ซิเดนท เบเกอร์รี่ จำกัด (มหาชน) |

| ชื่อย่อ | ชื่อบริษัท |
|--|--|
| PPPM | บริษัท พีพี ไพร์ม จำกัด (มหาชน) |
| PRG | บริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) |
| SAUCE | บริษัท ไทยเทพรส จำกัด (มหาชน) |
| SNP | บริษัท เอส แอนด์ พี ซินดิเคท จำกัด (มหาชน) |
| SORKON | บริษัท ส. ขอนแก่นฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน) |
| SSF | บริษัท สุรพลฟู๊ด จำกัด (มหาชน) |
| SST | บริษัท ทรัพย์ศรีไทย จำกัด (มหาชน) |
| STA | บริษัท ศรีตรังแอโกรอินดัสทรี จำกัด (มหาชน) |
| TC | บริษัท ทropicคอลแคนนิง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) |
| TIPCO | บริษัท ทิปกอฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน) |
| TRUBB | บริษัท ไทยรับเบอร์ลาเท็กซ์คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) |
| TU | บริษัท ไทยยูเนี่ยน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) |
| TVO | บริษัท น้ำมันพืชไทย จำกัด (มหาชน) |
| UPOIC | บริษัท สหอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน) |
| UVAN | บริษัท ยูนิวานชน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน) |
| 7. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค 24 บริษัท | |
| ACC | บริษัท แอดวานซ์ คอนเนชั่น คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) |
| BTNC | บริษัท บุติคนิวซีดี จำกัด (มหาชน) |
| CPH | บริษัท คาสเวอร์ฟิคโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) |
| CPL | บริษัท ซีพีแอล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) |
| DTCI | บริษัท ดี.ที.ซี. อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน) |
| FANCY | บริษัท แฟนซีวี๊ด อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน) |
| ICC | บริษัท ไอ.ซี.ซี. อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) |
| JCT | บริษัท แจ็กเจียอุตสาหกรรม (ไทย) จำกัด (มหาชน) |
| L&E | บริษัท ไลท์ติ้ง แอนด์ อีควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) |
| MODERN | บริษัท โมเดิร์นฟาร์มกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) |
| NC | บริษัท นิวซีดี (กรุงเทพฯ) จำกัด (มหาชน) |
| OCC | บริษัท โอ ซี ซี จำกัด (มหาชน) |

| ชื่อย่อ | ชื่อบริษัท |
|---------|---|
| OGC | บริษัท โอเซียนกลาส จำกัด (มหาชน) |
| PAF | บริษัท แพนเอเชียฟุตแวร์ จำกัด (มหาชน) |
| PDJ | บริษัท แพรนต้า จิวเวลรี่ จำกัด (มหาชน) |
| PG | บริษัท ประชาอาภรณ์ จำกัด (มหาชน) |
| ROCK | บริษัท ร็อกเวิช จำกัด (มหาชน) |
| S&J | บริษัท เอส แอนด์ เจ อินเตอร์เนชั่นแนล เอนเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน) |
| SAWANG | บริษัท สว่างเอ็กซีสปอร์ต จำกัด (มหาชน) |
| SIAM | บริษัท สยามสตีลอินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) |
| STHAI | บริษัท ชันไทยอุตสาหกรรมถลุงมีอย่าง จำกัด (มหาชน) |
| SUC | บริษัท สหยูเนี่ยน จำกัด (มหาชน) |
| TNL | บริษัท ทรูลักซ์ จำกัด (มหาชน) |
| TOG | บริษัท ไทยออปติคอล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) |