

ปัจจัยที่กำหนดความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของบริษัท
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
**The Determinants of Relationship of Cash Holding and Performance of
Companies Listed in the Stock Exchange of Thailand**

นวลปรางค์ แจบไธสง และ ภัทรพร พงศาปรมัตต์

มหาวิทยาลัยนเรศวร

Nualprang Chaepthaisong and Pattaraporn Pongsapornamat
Naresuan University, Thailand
Corresponding Author, E-mail: nualprang.c60@nu.ac.th

บทคัดย่อ

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

ผลการวิจัยพบว่าปัจจัยด้านคุณลักษณะกิจการมีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด โดยกระแสเงินสดและโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด ในขณะที่ระดับหนี้สินและการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม เมื่อพิจารณาปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการ พบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างกรรมการควบตำแหน่งประธานกรรมการและคณะกรรมการบริษัทมีการถือครองเงินสดมาก และบริษัทที่มีการลงทุนโดยนักลงทุนสถาบันจะมีการถือครองเงินสดน้อย นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังพบว่าการถือครองเงินสดมีผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการตามการวัดผลทางการเงินและการวัดผลทางการตลาด การวิจัยนี้ช่วยให้บริษัทตระหนักถึงความสำคัญของการถือครองเงินสด เพื่อให้บริษัทมีสภาพคล่องทางการเงินสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นและเพิ่มมูลค่าของกิจการ

คำสำคัญ: การถือครองเงินสด; การกำกับดูแลกิจการ; ผลการดำเนินงานของกิจการ

Abstracts

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.

Keywords: Cash Holdings; Corporate Governance; Firm Performance

บทนำ

บทบาทสำคัญของฝ่ายบริหารในปัจจุบัน นอกจากบริหารงานโครงการต่าง ๆ สนับสนุนการตัดสินใจลงทุนในสินทรัพย์เพื่อการเติบโตของกิจการ คือ การปกป้อง ดูแลและติดตามฐานะทางการเงิน และการบริหารจัดการสภาพคล่องของกิจการ (Dowling, 2006 : 134 – 143) เนื่องจากแหล่งทุนที่สำคัญของวงจรการดำเนินงานของกลุ่มอุตสาหกรรมทุกประเภท คือ เงิน เป็นสินทรัพย์ที่ช่วยให้กิจการมีความสามารถสร้างผลการดำเนินงาน (Frodsham and Liechtenstein, 2011 : 99) งานวิจัยในอดีต พบว่าบริษัทในประเทศที่พัฒนาแล้วมีการถือครองเงินสดมากเพื่อความอยู่รอดในการดำเนินธุรกิจ (Kim et al., 2011 : 568-574, Bates et al., 2009 : 1985-2021, Dittmar et al., 2007 : 599-634, Luo & Hachiya, 2005 : 61-73) เมื่อพิจารณาปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับลักษณะของกิจการกำหนดการถือครองเงินสดไม่สอดคล้องกัน เนื่องจากบริษัทที่มีการลักษณะธุรกิจคล้ายกัน แต่ระดับหนี้สินมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสด รวมถึงบริษัทขนาดเล็กมีความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินน้อย การถือครองเงินสดมีการกำหนดจากการสะสมกระแสเงินสดเพิ่มมากขึ้น ช่วยป้องกันความผันผวนของกระแสเงินสดไม่ให้ส่งผลต่อการถือครองเงินสดมาก สอดคล้องกับทฤษฎีลำดับขั้นจัดหาเงิน (Pecking order theory) (Uyar and Kuzey, 2014 : 1035 – 1048) และบริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอส่งผลทำให้มีการถือครองเงินสดมาก เพราะผู้ถือหุ้นและนักลงทุนสนใจลงทุนกับกิจการ (Chireke and Fakoya, 2017 : 79 - 93) ขณะที่บริษัทขนาดใหญ่มีการถือครองเงินสดในทิศทางตรงกันข้าม เนื่องจากมีความได้เปรียบในการเข้าถึงแหล่งเงินในตลาดทุน (Aj-Najjar, 2013 : 77 – 88) อย่างไรก็ตาม การกำหนดถือครองเงินสดเพื่อบริหารความเสี่ยง ป้องกันการสูญเสียโอกาสในการทำกำไรตามทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade off theory)

กิจการกำหนดการถือครองเงินสดมากเพื่อสนับสนุนการตัดสินใจลงทุนสินทรัพย์สภาพคล่องอื่น และโอกาสการลงทุนในโครงการต่าง ๆ (Ali and Yousaf, 2013 : 28 – 34, Boyle and Guthrie, 2003 : 2143 – 2166, Froot et al., 1993 : 1629 – 1658) รวมถึงค่าใช้จ่ายวิจัยและพัฒนาเป็นรายจ่ายเพื่อป้องกันความไม่แน่นอนของตัวผลิตภัณฑ์และงานบริการในอนาคต (D'meelo et al., 2008 : 1209 – 1220, Opler et al., 1999 : 3-46) ขัดแย้งกับผลวิจัย Uyar and Kuzey, (2014 : 1035 – 1048), D'mello et al., (2008: 1209-1220) พบว่าการถือครองเงินสดมีทิศทางตรงกันข้ามกับรายจ่ายค่าใช้จ่ายวิจัยและพัฒนาและเงินปันผลจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นเพื่อเป็นการควบคุมสิทธิ์การถือครองเงินสดของฝ่ายบริหารสอดคล้องกับทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow)

นอกจากบทบาทหน้าที่ของฝ่ายบริหารจะมีผลต่อการถือครองเงินสดตามที่กล่าวมาข้างต้นแล้ว การกำหนดโครงสร้างคณะกรรมการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นของกิจการยังส่งผลต่อการกำหนดการถือครองเงินสด งานวิจัยในอดีตพบว่าปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อการถือครองเงินสดไม่สอดคล้องกัน เช่น ขนาดของคณะกรรมการมีจำนวนมากทำให้กิจการถือครองเงินสดในระดับน้อย (Huang et al., 2015 : 30-45) การแต่งตั้งกรรมการตรวจสอบและอิสระทำหน้าที่ตรวจสอบการปฏิบัติงานของฝ่ายบริหารตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง (Harford et al., 2008 : 535 - 555) เช่นเดียวกับบริษัทที่มีคณะกรรมการบริษัทไม่ใช่ผู้บริหาร (Boubaker et al., 2015 : 341 – 370) ในทางตรงกันข้ามบริษัทบางแห่งมีความต้องการความคล่องตัวให้ การกำหนดนโยบายการบริหารตามทฤษฎีผู้พิทักษ์ (Stewardship theory) โดยแต่งตั้งกรรมการควบคุมตำแหน่งฝ่ายบริหารและจัดการ ส่งผลให้เกิดการรวมอำนาจ รวมทั้งกลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัท ยังอาจมีส่วน การถือหุ้นเป็นจำนวนมาก ทำให้เกิดการควบคุมสินทรัพย์และกำหนดการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก (Kuan et al., 2012 : 554-557, Kusnadi, 2011 : 303-314) นอกจากนั้น Luo and Hachiya, (2005 : 61 -73) ยังพบว่าบริษัทในญี่ปุ่นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยกลุ่มนักลงทุนสถาบันและกลุ่มนักลงทุนต่างชาติ มีกระบวนการกำกับดูแลและติดตามนโยบายบริษัทอย่างใกล้ชิด ทำให้กิจการถือครองเงินสดลดลง แต่ในขณะเดียวกัน กิจการที่มีกลุ่มหน่วยงานภาครัฐเข้าร่วมลงทุนในกิจการ จะเข้ามามีบทบาทส่งเสริม ศักยภาพด้านการแข่งขันส่งผลทำให้มีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก จึงกล่าวได้ว่าปัจจัยที่กำหนดการถือครองเงินสดแสดงความสัมพันธ์มีทิศทางในการถือครองเงินสดของกิจการไม่สอดคล้องทั้งในมุมมองทฤษฎีและผลวิจัยที่ผ่านมา

งานวิจัยในอดีต พบว่า การถือครองเงินสดของกิจการส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ โดยทั่วไป กิจการจะมีการประเมินและวัดค่าผลการดำเนินงานจากข้อมูลทางการเงินและการบัญชี แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพการบริหารของกิจการในงวดเวลาเดียวกัน และการวัดผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ของกิจการ โดยการถือครองเงินสดมีส่วนช่วยทำให้ความสามารถในการทำกำไรมากขึ้น เพิ่มสภาพคล่องทาง

การเงินและความเข้มแข็งให้กับฐานะทางการเงินของกิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทในประเทศกำลังพัฒนา การป้องกันความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่องทางการเงินและประสบปัญหาทางการเงิน ความสำคัญของการถือครองเงินสดมีผลต่อการดำเนินงานส่งผลทำให้การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการผลจากสินทรัพย์ (Return on assets) และผลตอบแทนของส่วนผู้ถือหุ้น (Return on equity) (Abushammala and Sulaiman, 2014 : 898 – 907, Vijayakumaran and Atchyuthan, 2014 : 1 – 11, Palazzo, 2012 : 162 – 185, Fresard, 2010 : 1097 - 1122) เช่นเดียวกับการวัดผลการดำเนินงานตามมุมมองด้านตลาด การถือครองเงินสดจำนวนมากทำให้อัตรามูลค่าตลาดขึ้น (Martinez-Sola et al., 2013: 161 -170, Ameer, 2012: 448 – 467) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยบางส่วนพบว่ากิจการที่มีการถือครองเงินสดจำนวนมาก อาจส่งผลให้อัตรามูลค่าตลาดลดลงได้เช่นกัน (Asante-Darko et al., 2018: 671 – 685, Azmat 2014: 488 – 504, Kusnadi 2011 : 554 – 570) สำหรับงานวิจัยเชิงประจักษ์ในประเทศไทย พบว่าการถือครองเงินสดมีผลต่อการปรับกำไรของกิจการ จากการวัดความสามารถในการบริหารกิจการ (จิรัชญา บุญช่วย , กรรณิกา บัวทองเรือง, และศิววงศ์ เพชรจุล, 2559 : 344 - 349) ซึ่งในปัจจุบันยังไม่พบการศึกษาความสัมพันธ์ถือครองเงินสดกับการวัดผลการดำเนินงานตามมุมมองด้านการบัญชีและการตลาด งานวิจัยครั้งนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่กำหนดและความสัมพันธ์จากการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผลการวิจัยเป็นข้อเสนอแนะสำหรับกิจการให้เห็นความสำคัญของการถือครองเงินสดที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานด้านการบัญชีและด้านการตลาด

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาปัจจัยที่กำหนดการถือครองเงินสด โดยพิจารณาตามคุณลักษณะของกิจการและการกำกับดูแลกิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษานี้เป็นงานวิจัยเชิงปริมาณกำหนดกลุ่มประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 566 บริษัท ระหว่างปี 2551 – 2562 เนื่องจากการประกาศแนวทางปฏิบัติทางการบัญชีเพิ่มเติมให้แก่กิจการที่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์โรคระบาดไวรัสโคโรนา 2019 (COVID 2019) ส่งผลกระทบต่อข้อมูลจากรายงานประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (สภาวะวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์, 2563 : 1 - 5)

การเก็บรวบรวมข้อมูล

แหล่งข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ SET SMART (SET market analysis and reporting tool) จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งแหล่งข้อมูลจากเว็บไซต์บริษัทและเอกสารเผยแพร่อื่นที่เกี่ยวข้อง ซึ่งเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) รวมถึงยกเว้นกลุ่มธุรกิจ ธนาคารและประกันภัย กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงงาน กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานระบบขนส่งมวลชน กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม บริษัทที่ถูกเพิกถอน บริษัทที่ปรับโครงสร้างหนี้ บริษัทที่ถูกสั่งแขวนหุ้น บริษัทที่รอบปิดบัญชีไม่ตรงกับวันสิ้นปีบัญชี สรุปลงเหลือกลุ่มตัวอย่างจำนวน 301 บริษัทและมีระยะเวลาติดต่อกัน 12 ปี จำนวนรวมทั้งสิ้น 3,612 บริษัท

การวิเคราะห์ผลการวิจัย

1. สถิติเชิงพรรณนา การอธิบายลักษณะทั่วไปของชุดข้อมูลโดยการคำนวณค่าเฉลี่ย (Mean) อันเป็นตัวแทนของข้อมูลแต่ละตัวแปร อธิบายเปรียบเทียบค่า ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ลักษณะการกระจายตัวของชุดข้อมูลจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation)

2. สถิติเชิงอนุมาน การวิเคราะห์ข้อมูลพาแนล (panel data analysis) ตามลักษณะการเก็บข้อมูลของตัวแปรวิธี balanced panel data analysis จำแนกการวิเคราะห์ตัวแบบมี 2 วิธี คือ Fixed Effect Model หรือ Random Effect Model ในกรณีที่ผลงานวิจัยทั้งสองวิธีแสดงผลทดสอบเป็นไปตามสมมติฐานงานวิจัย ควรมีการคัดเลือกตัวแบบที่เหมาะสมด้วยวิธี Hausman Test โดยพิจารณาค่าสถิติทดสอบ p-value > 0.05 ผลการทดสอบคัดเลือกตัวแบบเหมาะสมวิเคราะห์ตามวิธี Random Effect Model หากค่าสถิติทดสอบ p-value < 0.05 ผลการทดสอบคัดเลือกตัวแบบเหมาะสมวิเคราะห์ตามวิธี Fixed Effect Model (Choi, 2001 : 249-272)

ตัวแบบการศึกษา

ตัวแบบที่ 1

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

ตัวแบบที่ 2

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

ตัวแบบที่ 3

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

ตัวแบบที่ 4

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

โดย

LnFS _{it}	วัดค่าจากลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t
LEV _{it}	วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมทั้งหมดหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t
INV _{it}	วัดค่าจากอัตราส่วนราคาตลาดของสินทรัพย์หารด้วยราคาตามบัญชีสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t
CF _{it}	วัดค่าจากอัตราส่วนกำไรสุทธิก่อนหักภาษีบวกค่าเสื่อมราคาหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t
CFV _{it}	วัดค่าจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสดของบริษัท i ปีที่ t
LIQ _{it}	วัดค่าจากอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนลบด้วยหนี้สินหมุนเวียนและเงินสดทั้งหมด หารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t
DIV _{it}	วัดค่าจากอัตราส่วนเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นหารด้วยกำไรต่อหุ้นของบริษัท i ปีที่ t
RD _{it}	วัดค่าจากอัตราค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาหารด้วยยอดขายรวมของบริษัท i ปีที่ t
BS _{it}	วัดค่าจากจำนวนขนาดของกรรมการในคณะกรรมการของบริษัท i ปีที่ t
IND _{it}	วัดค่าจากสัดส่วนของกรรมการอิสระและตรวจสอบต่อคณะกรรมการบริษัททั้งหมดของบริษัท i ปีที่ t
CEOD _{it}	วัดค่าจากกำหนดเป็นตัวแปรดัมมี่ (Dummy Variable) เป็น “1” หากบริษัทมีโครงสร้างกรรมการครบตำแหน่งประธานกรรมการและคณะกรรมการบริษัทในปีที่กำหนด และ หากไม่ใช่ให้เป็น “0” ของบริษัท i ปีที่ t
NONEX _{it}	วัดค่าจากสัดส่วนของกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารต่อคณะกรรมการบริษัททั้งหมดของบริษัท i ปีที่ t
MOWN _{it}	วัดค่าจากสัดส่วนการถือหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว ถือโดยสมาชิกของผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัทของบริษัท i ปีที่ t
IOWN _{it}	วัดค่าจากสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันของบริษัท i ปีที่ t
FOWN _{it}	วัดค่าจากสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติของบริษัท i ปีที่ t
GOWN _{it}	วัดค่าจากสัดส่วนการถือหุ้นของหน่วยงานภาครัฐของบริษัท i ปีที่ t
ROA _{it}	วัดค่าจากกำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้หารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t
ROE _{it}	วัดค่าจากกำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นรวมของบริษัท i ปีที่ t
TOB _{it}	วัดค่าจากผลรวมของราคาตลาดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี (ราคาตลาดของหุ้นสามัญคูณด้วยจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น) บวกด้วยราคาตามบัญชีของหนี้สินรวมทั้งหมด หารด้วยราคาตามบัญชีสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t

$INDG_{it}$ วัดค่าจากกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัท i ปีที่ t

ε_{it} วัดค่าจากค่าคลาดเคลื่อนจากการแจกแจงปกติ ของบริษัท i ปีที่ t

ผลการวิจัย

1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา ข้อมูลโดยทั่วไปของบริษัทตัวอย่าง จำนวน 301 บริษัท ที่ใช้ในการวิจัยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร 24 บริษัท (ร้อยละ 7.97) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 67 บริษัท (ร้อยละ 22.26) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ 69 บริษัท (ร้อยละ 22.92) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี 27 บริษัท (ร้อยละ 8.97) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม 59 บริษัท (ร้อยละ 19.60) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 31 บริษัท (ร้อยละ 10.30) และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค 24 บริษัท (ร้อยละ 7.97) จำนวนบริษัทรวมทั้งสิ้น 3,612 ตัวอย่าง

จากตารางที่ 1 แสดงค่าต่ำสุด สูงสุด ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน จากการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาของตัวแปรงานวิจัยครั้งนี้ 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) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.030 จากค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดคือ 1.140 และ -0.410 สินทรัพย์สภาพคล่อง (LIQ) บริษัทส่วนมากมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.087 จากค่าสูงสุดและค่าต่ำสุด คือ 1.030 และ -1.590 การจ่ายเงินปันผล (DIV) พบว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.401 จากค่าสูงสุดและค่าต่ำสุด คือ 25.000 และ -19.16 ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา (RD) ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.070 จากค่าสูงสุดและค่าต่ำสุด คือ 19.190 และ 0.0

ตารางที่ 1 แสดงค่าต่ำสุด สูงสุด ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ตัวแปร		mean	max	min	sd.
ขนาดบริษัท	LnFS	22.387	29.638	4.269	1.711
ระดับหนี้สิน	LEV	0.440	0.990	0.004	0.216
โอกาสในการลงทุน	INV	2.071	52.070	0.01	3.902
กระแสเงินสด	CF	0.111	3.990	-0.481	0.149
ความผันผวนกระแสเงินสด	CFV	0.030	1.140	-0.410	0.044
สินทรัพย์สภาพคล่อง	LIQ	0.087	1.030	-1.590	0.262
การจ่ายเงินปันผล	DIV	0.401	25.0	-19.16	1.235
ค่าใช้จ่ายในการวิจัย	RD	0.070	19.190	0	0.935
ขนาดของคณะกรรมการบริษัท	BS	10.287	22	5	2.487
กรรมการอิสระและตรวจสอบ	IND	0.324	0.667	0.054	0.090
กรรมการควบคุมตำแหน่งบริหารสองหน้าที่	CEOD	0.268	1	0	0.443
กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร	NONEX	0.412	0.9	0.167	0.140
กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัท	MOWN	32.676	93.94	0	.0426
กลุ่มนักลงทุนสถาบัน	IOWN	20.537	38.03	0	0.370
กลุ่มนักลงทุนต่างชาติ	FOWN	7.425	43.91	0	0.197
กลุ่มหน่วยงานภาครัฐ	GOWN	0.931	53.160	0	5.666
การถือครองเงินสด	CASH	0.071	0.540	.001	0.069
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์	ROA	0.067	2.260	-1.430	0.136
ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น	ROE	0.022	13.350	-37.96	1.176
อัตรามูลค่าตลาด	TOB	1.433	26.0	0.20	1.795

ที่มา: จากการคำนวณ

ข้อมูลด้านการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BS) ค่าเฉลี่ย 10.287 จากค่าสูงสุดและค่าต่ำสุด 22.0 และ 5.0 กรรมการอิสระและตรวจสอบ (IND) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.324 จากค่าสูงสุดและค่าต่ำสุด 0.667 และ 0.054 กรรมการควบคุมตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ (CEOD) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.268 จากค่าสูงสุด 1.0 และค่าต่ำสุด 0.0 กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร (NONEX) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.412 จากค่าสูงสุดและค่าต่ำสุด 0.9 และ .167 คณะกรรมการผู้บริหารบริษัท (MOWN) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 32.676 จากค่าสูงสุด คือ 93.940 และค่าต่ำสุด คือ 0.0 กลุ่มสถาบัน (IOWN) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 20.537 จากค่าสูงสุด คือ 38.03 และค่าต่ำสุดคือ 0.0กลุ่มนักลงทุนต่างชาติ (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

2. ผลการวิเคราะห์เชิงอนุमान การวิเคราะห์ข้อมูลพาแนล (panel data analysis)

ผลการทดสอบความนิ่ง (unit root test) เพื่อให้ผลการวิเคราะห์ข้อมูลและค่าพยากรณ์สมการที่มีความสัมพันธ์ที่ถูกต้อง ต้องมีการทดสอบความนิ่ง (unit root test) ตามวิธี Augmented Dickey-Fuller test (ADF) ดังแสดงตารางที่ 2 พบว่า ข้อมูลตัวแปรของงานวิจัยผลทดสอบมีลักษณะนิ่ง (stationary) ณ ระดับข้อมูล $I = 0$ จึงนำข้อมูลตัวแปรไปวิเคราะห์ขั้นตอนการทดสอบข้อมูลพาแนล

ตารางที่ 2 แสดงผลการทดสอบความนิ่ง

ตัวแปร	Augmented Dickey-Fuller test	ระดับความนิ่ง
LnFS	-9.814***	I(0)
LEV	-12.904***	I(0)
INV	-15.865***	I(0)
CF	-17.613***	I(0)
CFV	-17.253***	I(0)
LIQ	-14.200***	I(0)
DIV	-22.224***	I(0)
RD	-13.076***	I(0)
BS	-15.971***	I(0)
IND	-13.557***	I(0)
CEOD	-15.548***	I(0)
NONEXE	-19.509***	I(0)
MOWN	-13.919***	I(0)
IOWN	-14.761***	I(0)
FOWN	-14.053***	I(0)
GOWN	-8.519***	I(0)
CASH	-17.382***	I(0)

ROA	-18.053***	I(0)
ROE	-16.224***	I(0)
TOB	-26.164***	I(0)

ที่มา: จากการคำนวณโปรแกรมสำเร็จสำหรับการศึกษา

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

ตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบตัวแบบงานวิจัย

ตัวแปร	ตัวแบบที่ 1		ตัวแบบที่ 2		ตัวแบบที่ 3		ตัวแบบที่ 4	
	FEM	REM	FEM	REM	FEM	REM	FEM	REM
LnFS	0.0016	0.0021**						
LEV	-0.0364***	-0.0442***						
INV	0.0005*	0.0005*						
CF	0.0317***	0.0348***						
CFV	-0.0199	-0.0235						
LIQ	0.0025	0.0031						
DIV	-0.0015**	-0.0016**						
RD	0.0033	0.0022						
BS	0.0006	0.0004						
IND	0.0196	0.0216						
CEOD	0.0103***	0.0097***						
NONEXE	0.0089	0.0035						
MOWN	-0.0084	-0.0106						
IOWN	-0.0134*	-0.0121*						
FOWN	-0.0045	-0.0052						
GOWN	-0.0315	-0.2287						
INDG2	-0.0212	-0.0217***	-0.0457	-0.0684**	-0.0377	-0.1419	-	-
INDG3	-	-	-	-	-	-	-	-
INDG4	-	-	-	-	-	-	-	-
INDG5	-	-	-	-	-	-	-	-
INDG6	-	-	-	-	-	-	-	-
INDG7	-	-	-	-	-	-	-	-
CASH			-0.0061	-0.0091	0.9327**	0.0472	0.6770*	0.7081**
Constant	0.0390	0.032	0.0772***	0.00001	-0.354	0.0474	1.3341***	1.3319***

R-squared	0.0231	0.0226	0.0003	0.0001	0.0014	0.0004	0.0011	0.011
Hausman test	เลือก FEM		เลือก REM		เลือก FEM		เลือก REM	
Chi-square	32.07		0.036		9.50		0.13	
p-value	0.0147 < 0.05		0.8344 > 0.05		.0087 < 0.05		0.713 > 0.05	

ที่มา: จากการคำนวณโปรแกรมสำเร็จสำหรับการศึกษา

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

ตามตารางที่ 3 ผลทดสอบตัวแบบงานวิจัยกำหนดตัวแบบที่เหมาะสมใช้วิเคราะห์และทดสอบสมมติฐานการวิจัยจากผลการคัดเลือก ตัวแบบที่ 1 และ 3 มีการวิเคราะห์ด้วย Fixed effect model (FEM) เนื่องจาก hausman test, p-value < 0.05) และตัวแบบที่ 2, 4 มีการวิเคราะห์ด้วย Random effect model (REM) (hausman test, p-value > 0.05) จากผลทดสอบตัวแบบงานวิจัยนำไปสรุปผลงานทดสอบสมมติฐานงานวิจัย

สรุปผลทดสอบสมมติฐานงานวิจัย

สรุปผลทดสอบสมมติฐานงานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดการถือครองเงินสดจากการแสดงค่าการทดสอบตัวแบบงานวิจัยตารางที่ 3 พบว่า ปัจจัยด้านคุณลักษณะของกิจการ ได้แก่

(1) ขนาดบริษัท (LnFS) แสดงค่าสัมประสิทธิ์ 0.0016 พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ไม่สามารถยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 1 ที่กำหนดขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสด

(2) ระดับหนี้สิน (LEV) แสดงค่าสัมประสิทธิ์ -0.0364 พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทำให้ไม่สามารถยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 2 ที่กำหนดระดับหนี้สินมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

(3) โอกาสในการลงทุน (INV) แสดงค่าสัมประสิทธิ์ 0.0005 พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 ทำให้ยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 3 ที่กำหนดโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

(4) กระแสเงินสด (CF) แสดงค่าสัมประสิทธิ์ 0.0317 พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทำให้ยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 4 ที่กำหนดกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

(5) ความผันผวนกระแสเงินสด (CFV) แสดงค่าสัมประสิทธิ์ -0.0199 พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ไม่สามารถยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 5 ที่กำหนดความผันผวนกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

(6) สินทรัพย์สภาพคล่อง (LIQ) แสดงค่าสัมประสิทธิ์ 0.0025 พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ไม่สามารถยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 6 ที่กำหนดสินทรัพย์สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามต่อการถือครองเงินสด

(7) การจ่ายเงินปันผล (DIV) แสดงค่าสัมประสิทธิ์ -0.0015 พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ทำให้ไม่สามารถยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 7 ที่กำหนดการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

(8) ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา (RD) แสดงค่าสัมประสิทธิ์ 0.0033 พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ไม่สามารถยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 8 ที่กำหนดค่าใช้จ่ายการวิจัยและพัฒนาที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

ผลสรุปสมมติฐานงานวิจัยศึกษาปัจจัยที่กำหนดการถือครองเงินสด พบว่า ปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการ ได้แก่

(9) ขนาดของกรรมการบริษัท (BS) แสดงค่าสัมประสิทธิ์ 0.0006 พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ไม่สามารถยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 9 ที่กำหนดขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสด

(10) กรรมการอิสระและตรวจสอบ (IND) แสดงค่าสัมประสิทธิ์ 0.0196 พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ไม่สามารถยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 10 ที่กำหนดกรรมการอิสระและตรวจสอบมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสด

(11) กรรมการควบคุมตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ (CEOD) แสดงค่าสัมประสิทธิ์ 0.0103 พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทำให้ยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 11 ที่กำหนดกรรมการควบคุมตำแหน่งบริหารสองหน้าที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

(12) กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร (NONEXE) แสดงค่าสัมประสิทธิ์ 0.0089 พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ไม่สามารถยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 12 ที่กำหนดกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสด

(13) กลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัท (MOWN) แสดงค่าสัมประสิทธิ์ -0.0084 พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ไม่สามารถยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 13 ที่กำหนดกลุ่มผู้บริหารและกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสด

(14) กลุ่มสถาบัน (IOWN) แสดงค่าสัมประสิทธิ์ -0.0134 พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามต่อการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 ทำให้ยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 14 ที่กำหนดกลุ่มสถาบันมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสด

(15) กลุ่มนักลงทุนต่างชาติ (FOWN) แสดงค่าสัมประสิทธิ์ -0.0045 พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ไม่สามารถยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 15 ที่กำหนดกลุ่มนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด

(16) กลุ่มหน่วยงานภาครัฐ (GOWN) แสดงค่าสัมประสิทธิ์ -0.0315 พบว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ไม่สามารถยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 16 ที่กำหนดกลุ่มหน่วยงานของภาครัฐมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสด

ตัวแปรควบคุมกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างแสดงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนั้นกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นถูกจำกัดการวิเคราะห์ข้อมูล
ผลสรุปผลการดำเนินงานวัดผลตอบแทนด้านการบัญชีและการตลาด ได้แก่

(1) การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากสินทรัพย์ แสดงค่าสัมประสิทธิ์ -0.0091 พบว่าการถือครองเงินสดมีสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้ไม่สามารถยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 17 ที่กำหนดการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการผลตอบแทนจากสินทรัพย์

(2) การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น แสดงค่าสัมประสิทธิ์ 0.9327 พบว่าการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ทำให้ยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 18 ที่กำหนดการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น

(3) การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์กับอัตรามูลค่าตลาด แสดงค่าสัมประสิทธิ์ 0.7081 พบว่าการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตรามูลค่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ไม่สามารถยอมรับสมมติฐานงานวิจัยที่ 19 ที่กำหนดว่าการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับอัตรามูลค่าตลาด

อภิปรายผลวิจัย

งานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ 1. เพื่อศึกษาปัจจัยที่กำหนดการถือครองเงินสด โดยพิจารณาตามคุณลักษณะของกิจการ และการกำกับดูแลกิจการของ และ 2. เพื่อการศึกษาการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 1 พบว่า ปัจจัยด้านคุณลักษณะกิจการสามารถอธิบายกำหนดการถือครองเงินสดได้ 0.0231 ผลวิจัยพบว่าปัจจัยที่มีทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสด คือ กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า บริษัทของไทยมีการกำหนดการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากจากการสะสมของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เพื่อเป็นเงินหมุนเวียนการดำเนินงานและเป็นแหล่งเงินทุนภายในที่สำคัญ ผลวิจัยสอดคล้องกับ Uyar and Kuzey, (2014 : 1035-1048), Drobetz et al., (2007 : 293-324) ที่พบว่า การถือครองเงินสดจำนวนมากส่วนหนึ่งมาจากการสะสมจากกระแสเงินสดจากแหล่งเงินทุนภายในของกิจการสอดคล้องตามทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow) กิจการมีแรงจูงใจต้องการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากเพื่อสะสมแหล่งเงินทุนสำหรับการบริหารงานโครงการในอำนาจการควบคุมของกิจการ และโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า โอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการกำหนดการถือครองเงินสด กล่าวคือ บริษัทของไทยการกำหนดการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากเพื่อรองรับและสนับสนุนโอกาสการลงทุนสำหรับโครงการในอนาคตและการบริหารงานให้เกิดผลประโยชน์ต่อกิจการ สอดคล้องกับ Chireke and Fakoya (2017 : 79-93) ที่พบว่า กิจการที่มีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากช่วยรองรับโอกาสการลงทุนที่เพิ่มมากขึ้น เพื่อประโยชน์ต่อการบริหารและป้องกันความเสี่ยงการลงทุนสำหรับโครงการอนาคต สอดคล้องตามทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade off theory) กำหนดให้กิจการต้องคำนึงค่าใช้จ่ายส่วนเพิ่มอันเกิดจากการสูญเสียโอกาสในการลงทุน และเพื่อเป็นการลดต้นทุนการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก เมื่อพิจารณาจากความสัมพันธ์พบว่า การถือครองเงินสดมีการสะสมเงินทุนจากแหล่งภายในของกิจการสอดคล้องกับทฤษฎีลำดับขั้นการจัดหาเงิน (Myers and Majluf, 1984: 187-221)

ปัจจัยที่มีทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด คือ ระดับหนี้สินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า บริษัทของไทยมีระดับหนี้ต่ำและมีการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก เนื่องจากกิจการกำหนดการถือครองเงินสดเป็นการสะสมจากแหล่งเงินทุนภายในทำให้กิจการมีต้นทุนการจัดหาเงินที่ต่ำกว่าและลดการพึ่งพิงแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการ สอดคล้องกับ Al-Najjar (2013 : 77-88), Kim et al., (2011 : 568-574), Drobetz et al., (2007 : 293-324) ที่พบว่า ระดับหนี้สินที่ลดลงส่งผลทำให้ปริมาณการถือครองเงินสดจำนวนมาก เนื่องจากกิจการมีการสะสมเงินทุนจากภายในลดการพึ่งพิงแหล่งเงินทุนภายนอก สอดคล้องตามทฤษฎีลำดับขั้นจัดหาเงิน (Pecking order theory) และการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ การ

จ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการถือครองเงินสด แสดงให้เห็นว่าการจ่ายเงินปันผลส่งผลให้การถือครองเงินสดของบริษัทของไทยลดลง สะท้อนให้เห็นว่าผู้บริหารมีการใช้อำนาจการควบคุมสินทรัพย์ของกิจการลดลงอีกทั้งช่วยลดข้อแย้งผลประโยชน์ระหว่างฝ่ายบริหารและผู้ถือหุ้นของกิจการ สอดคล้องกับ D'mello et al., (2008 : 1209-1220) ที่พบว่า เมื่อกิจการมีการประกาศจ่ายเงินปันผลส่งผลทำให้การถือครองเงินสดของกิจการลดลง เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ของในทิศทางตรงกันข้ามของระดับหนี้สินและเงินปันจ่าย เป็นรายจ่ายควบคุมงานฝ่ายบริหารที่เกี่ยวข้องกับอำนาจกำหนดการถือครองเงินสดมีความสอดคล้องกับ ทฤษฎีกระแสเงินสด (Jensen, 1986: 323-329)

ปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการที่กำหนดการถือครองเงินสด คือ กรรมการควบคุมตำแหน่งบริหารสองหน้าที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่า บริษัทของไทยมีการกำหนดโครงสร้างคณะกรรมการกรรมการควบคุมตำแหน่งบริหารสองหน้าที่มีการกำหนดการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก เนื่องจากผู้บริหารสูงสุดมีอำนาจและการตัดสินใจการสะสมการถือครองเงินสดทั้งนี้เพื่อให้กิจการมีการกำหนดนโยบายการบริหารงานเป็นไปในทิศทางเดียวกัน สนับสนุนการบริหารจัดการที่รวดเร็วและช่วยลดค่าตอบแทนของผู้บริหาร สอดคล้องกับ Kuan et al., (2012 : 554-557), Kusnadi, (2011 : 303-314) ที่พบว่า กิจการที่กำหนดโครงสร้างคณะกรรมการที่มีลักษณะแบบผู้นำ โดยที่มีบุคคลคนเดียวทำหน้าที่ประธานกรรมการและประธานผู้บริหาร ทำให้ประธานกรรมการมีอำนาจกำหนดนโยบายการบริหารงานรวมถึงสิทธิในการตัดสินใจการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก สอดคล้องตามทฤษฎีผู้นำ (Stewardship theory) มุ่งเน้นแนวทางการกำหนดโครงสร้างคณะกรรมการให้มีการปฏิบัติการบริหารงานองค์กรที่มีต้องการความคล่องตัวสำหรับการตัดสินใจที่จะส่งเสริมให้ประสิทธิภาพให้กับกิจการ ทำให้มีอำนาจและสิทธิในการกำหนดการถือครองเงินสดมีจำนวนเงินเพิ่มมากขึ้น รวมถึงโครงสร้างผู้ถือหุ้นของกลุ่มนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่า บริษัทของไทยที่มีผู้ถือหุ้นกลุ่มนักลงทุนสถาบันเป็นจำนวนมากมีผลทำให้การกำหนดถือครองเงินสดลดลง สอดคล้องกับ You et al., (2019: 1-31) เนื่องจากนักลงทุนสถาบันมีสัดส่วนถือหุ้นจำนวนมากมีการกำหนดการถือครองเงินสดน้อยเพื่อป้องกันความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นส่วนน้อยสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Jensen and Meckling, 1976 : 305-306)

ผลการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 2 การศึกษาการถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานกิจการ ตามการวัดผลการดำเนินงานวัดผลตอบแทนด้านการบัญชี ได้แก่ การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่า การถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากของบริษัทไทยมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น เนื่องจากการสะสมการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก ทำให้กิจการมีแหล่งเงินทุนภายในเพิ่มมากขึ้น มีส่วนช่วยทำให้กิจการลดต้นทุนการจัดหาเงินทุนจากแหล่งนอก และเสริมสร้างความสามารถการทำกำไรของกิจการเพิ่มมากขึ้น สอดคล้องกับ Manoel

et al., (2018: 106-115) เช่นเดียวกับ Isshaq et al., (2009 : 488-499) กลุ่มประเทศกำลังพัฒนามีการให้ความสำคัญต่อการสะสมการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก เพื่อช่วยให้กิจการสามารถสร้างผลตอบแทนที่เพิ่มมากขึ้น

นอกจากนี้การวัดผลการดำเนินงานวัดผลตอบแทนด้านการตลาด การถือครองเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตรามูลค่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่า การถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากของบริษัทไทยมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับอัตรามูลค่าตลาด เนื่องจากการสะสมการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก ส่งผลทำให้กิจการมีสภาพคล่องและมีฐานะทางการเงินเพิ่มมากขึ้น สนับสนุนการตัดสินใจการลงทุนในโครงการที่สร้างผลตอบแทนที่ดีและเพิ่มมูลค่าทางการตลาดให้แก่กิจการ สอดคล้องกับ Martinez-Sola, (2013 : 161-170), Ameer, (2012 : 448 – 467), Dowing, (2006 : 134-143) เนื่องจากการถือครองเงินสดเป็นจำนวนมากช่วยให้กิจการมีความได้เปรียบทางด้านการแข่งขันสามารถสร้างอัตรามูลค่าทางการตลาดเพิ่มขึ้นในแง่กิจการ กล่าวคือ การวัดผลการดำเนินงานของกิจการเพื่อสะท้อนผลการปฏิบัติงานของกิจการจากผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น และอัตรามูลค่าตลาดเพื่อสะท้อนข้อมูลให้แก่นักลงทุน (Vijayakumaran and Atchyuthan, 2014 : 1-11, Koller et al., 1990 : 3-15) จึงกล่าวได้ว่า การถือครองเงินสดของกิจการมีความสำคัญต่อการดำเนินงานและผลตอบแทนที่ดี

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย

จากผลสรุปการศึกษางานวิจัยครั้งนี้มีข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติของการกำหนดการถือครองเงินสดดังนี้

1. บริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ของไทยควรให้ความสำคัญต่อการกำหนดการถือครองเงินสด เนื่องจากช่วยให้มีผลการดำเนินงานของกิจการที่ดีขึ้น สร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นและสร้างรายได้เปรียบทางการแข่งขันทำให้กิจการมีอัตรามูลค่าตลาดเพิ่มมากขึ้น
2. บริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ของไทยควรรักษากระแสเงินสด เนื่องจากการถือครองเงินสดเป็นการสะสมเงินทุนจากแหล่งภายใน และรักษาระดับหนี้สินเพื่อช่วยให้กิจการประหยัดต้นทุนการจัดหาเงินทุน
3. บริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ของไทยควรให้ความสำคัญเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงสำหรับโอกาสในการลงทุน โดยมีกระแสเงินสดที่สะสมจากภายในของกิจการ ป้องกันมิให้เสียโอกาสการทำการโครงการในอนาคต
4. บริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ของไทยที่มีโครงสร้างคณะกรรมการลักษณะผู้นำ มีการกำหนดให้กรรมการควบคุมตำแหน่งบริหารสองหน้าที่ในบุคคลเดียวกันควรให้ความสำคัญกับบทบาทหน้าที่ โดยเฉพาะอำนาจและสิทธิควบคุมการถือครองสดของกิจการ เนื่องจากมีความเกี่ยวข้องกับสภาพคล่องของ

ฐานะทางการเงิน เพื่อเป็นการสร้างบรรยากาศการทำงานภายในองค์กรที่ดี จักต้องปฏิบัติตามหลักการบริหารงานส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในครั้งต่อไป

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษางานวิจัยครั้งถัดไป พิจารณาปัจจัยที่กำหนดและความสัมพันธ์จากการถือครองเงินสดของกิจการ ควรพิจารณาแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับ เงิน (money) ตามมุมมองทางด้านการเงินและการวัดผลการดำเนินงานในมุมมองด้านอื่น ๆ

เอกสารอ้างอิง

- จิรัชญา บุญช่วย, กรรณิกา บัวทองเรือง, และศิววงศ์ เพชรจุล. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างการถือเงินสดกับการปรับกำไร: กรณีศึกษาในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร. *ประชุมวิชาการมหาวิทยาลัยเทคโนโลยี สาขาเศรษฐศาสตร์และบริหารธุรกิจ*. หน้า 344 – 349.
- สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์. (2563). *เรื่อง มาตรการผ่อนปรนชั่วคราวสำหรับทางเลือกเพิ่มเติมทางบัญชีเพื่อรองรับผลกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-10)*. ประกาศสภาวิชาชีพบัญชี ที่ 16/2563 ประกาศ ณ วันที่ 16 เมษายน พ.ศ. 2563. หน้า 1 – 5.
- Abushammala S. NM., and Sulaiman J. (2014). Cash holdings and Corporate Profitability: Some Evidences from Jordan. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, (8) 3, 898 - 907
- Ali A., and 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.
- 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., and Yayra G. (2018). Governance structures, cash holdings and firm value on the Ghana Stock Exchange. *Corporate Governance*. (18) 4. 671 – 685.
- 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., and 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.
- 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. and Guthrie G. A. (2003). Investment, uncertainty, and liquidity. *Journal of finance*. (58), 2143-2166.

- Chireka t., and 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.
- Dittmar A. and Mahrt-Smith J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*. (83), 599–634.
- D'Mello R., Krishnaswami S., and Larkin P. J. (2008). Determinants of corporate cash holdings: evidence from spin-offs. *Journal of Banking and Finance*. (32), 1209–1220.
- Dowling G. (2006). In Practice How Good Corporate Reputations Create Corporate Value. *Corporate Reputation Review*. (9) 2, 134–143.
- Drobetz W., and Gruninger M. C. (2007). Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*. (21) 3, 293-324.
- 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., and 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.
- Froot K. A., Scharfstein D. S., and Stein J. C. (1993). Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. *The Journal of Finance*, (48) 5, 1629–1658.
- Harford J., Mansi S. A., and Maxwell W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in US. *Journal of Financial Economics*, (87) 3, 535–555.
- Huang P., Guo J., Ma T., and 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., and 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.
- Jensen M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, (76) 2, 323–329.
- Jensen M. C. and Meckling W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economic*. (3), 305–360.
- Kim J., Kim H., and 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., and Wessels D. (1990). *Valuation: measuring and managing the value of companies. Fifth edition. (University edition)*. Published by John Wiley & Sons, Inc., Copyright 1990. 3 – 15.
- Kuan T., Li C., and 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.
- Luo Q. and 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., and 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., and Martinez-Sola P. (2013). Corporate cash holdings and firm value. *Applied Economics*, (45) 2, 161–170.
- Myers S. C., and 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.
- Palazzo B. (2012). Cash holdings, risk, and expected returns. *Journal of Financial Economics*, (104), 162–185.
- Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., and Williamson R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, (52), 3-46.
- Uyar A., and Kuzey C. (2014). Determinants of corporate cash holdings: evidence from the emerging market of Turkey. *Applied Economics*, (46) 9, 1035–1048.
- Vijayakumaran R., and Atchyuthan N. (2014). Cash holdings and corporate performance: Evidence from Sri Lanka. *International Journal of Accounting & Business Finance*, (1), 1–11.
- You J., Lin L., Huang J., and Xiao M. (2019). *When is cash king? International evidence on the value of cash across the business cycle*. Review of Quantitative Finance and Accounting. Springer, 1–31.