



ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสด
ภายใต้วงจรชีวิตธุรกิจที่แตกต่างกันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
The Relationship between Board Characteristics and Cash Holdings
under Different Business Life Cycle of Thai Listed Companies

ปวิรัตน์ โอวกุสุมสิริสกุล¹, วิสุทธ จิตอารี² และ ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย³
^{1, 2, 3} คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

Puriwat Owkusumsirisakul¹, Wisuttorn Jitaree² and Chaiwuth Tangsomchai³

^{1, 2, 3} Faculty of Business Administration, Chiang Mai University

(Received: September 3, 2018; Revised: January 15, 2019; Accepted: January 28, 2019)

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดภายใต้วงจรชีวิตธุรกิจที่แตกต่างกันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวงจรชีวิตธุรกิจเป็นตัวแปรกำกับ ระหว่างปี พ.ศ. 2555 - 2559 จำนวนข้อมูลทั้งหมด 1,698 ตัวอย่าง โดยใช้การวิเคราะห์หัตถดถอยเชิงพหุแบบ Fixed Effects Model ผลการศึกษาพบว่า การควมรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกัน ซึ่งวัดค่าโดยแทนด้วย 1 หากมีการควมรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกัน แทนด้วย 0 ในกรณีอื่น และการประชุมของคณะกรรมการบริษัทซึ่งวัดค่าโดยจำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสดของบริษัท สำหรับตัวแปรควบคุมอื่น ๆ ได้แก่ ขนาดของบริษัท ภาระหนี้สินของบริษัท สภาพคล่องของบริษัท และเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดของบริษัท ทั้งนี้ จากการศึกษาไม่พบผลกระทบเชิงกำกับของวงจรชีวิตธุรกิจที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดของบริษัท

คำสำคัญ: 1) คุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัท 2) วงจรชีวิตธุรกิจ 3) การถือครองเงินสดของบริษัท

Abstract

This study aimed to investigate the relationship between board characteristics and cash holdings under different business life cycle of Thai Listed Companies during 2012 - 2016, totaling 1,698 observations, by using fixed effects model analyses. The findings revealed that the combination of CEO and chairman roles measured by dummy variable, 1 if the CEO is also the chair of the board and 0 otherwise, and the number of board meeting were positively related to corporate cash holdings. Furthermore, firm size, leverage, liquidity and capital expenditure had the significant effect on corporate cash holdings. The result also showed that there was no significant moderating effect of business life cycle to the relationship between board characteristics and corporate cash holdings.

Keywords: 1) Board Characteristics 2) Business Life Cycle 3) Corporate Cash Holdings

¹ นักศึกษาระดับปริญญาโท หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต (Master Student, Master of Accountancy Program)

Email: p.owkusumsirisakul@gmail.com

² อาจารย์ (Lecturer) Email: wisuttorn.j@cmu.ac.th

³ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ (Assistant Professor) Email: chaiwuth.t@cmu.ac.th



บทนำ (Introduction)

เงินสด คือ สินทรัพย์ที่ช่วยให้เกิดสภาพคล่องของบริษัทและเป็นปัจจัยสำคัญในการเจริญเติบโตและการอยู่รอดของบริษัท (Steyn-Bruwer and Hamman, 2005, pp. 3) แต่การถือครองเงินสดเสมือนเป็นดาบสองคม ซึ่งมีทั้งต้นทุนและประโยชน์ เหตุจูงใจที่สำคัญในการถือครองเงินสด คือ เพื่อใช้จ่ายในการดำเนินงานตามปกติ เพื่อป้องกันเหตุฉุกเฉิน และเพื่อการลงทุนในอนาคต (Keynes, 1936, p. 74) การถือครองเงินสดในปริมาณมากจะช่วยให้บริษัทสามารถหลีกเลี่ยงต้นทุนจากการจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอก (Luo and Hachiya, 2005, pp. 613-614) แต่อย่างไรก็ตาม เงินสดเป็นสินทรัพย์ที่มีประสิทธิผลในการสร้างผลตอบแทนน้อยที่สุด (Opler, et al., 1999, pp. 3-7) จะทำให้บริษัทเกิดต้นทุนค่าเสียโอกาสในการลงทุน (Masood and Shah, 2014, pp. 48-50) โดยในการกำหนดนโยบายการถือครองเงินสดของบริษัทเป็นหน้าที่ของคณะกรรมการฝ่ายบริหาร ซึ่งจะได้รับคำแนะนำในการบริหารงานจากคณะกรรมการบริษัท หากบริษัทมีการถือครองเงินสดมาก อาจทำให้เกิดปัญหาตัวแทน เนื่องจากผู้บริหารไม่ได้บริหารสินทรัพย์ของบริษัทเพื่อนำมาสร้างเป็นผลตอบแทนสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัทเป็นกลไกสำคัญในการสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เกิดขึ้นจริงในทางปฏิบัติ คณะกรรมการบริษัทมีคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทที่ดีตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่กำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คณะกรรมการบริษัทเหล่านี้จะสามารถตรวจสอบ ควบคุม ดูแลการใช้อำนาจของคณะกรรมการฝ่ายบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพและบรรลุเป้าหมายที่ผู้ถือหุ้นต้องการ ซึ่งจะช่วยลดปัญหาตัวแทนและสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ยังส่งผลให้บริษัทสามารถเจริญเติบโตได้อย่างยั่งยืน

ในประเทศไทยยังมีงานวิจัยที่ศึกษาในเรื่องการถือครองเงินสดไม่มากนัก โดยมีงานวิจัยของ Eamsheerangkoon (2008, pp. 22-30) ศึกษาการถือเงินสดของบริษัท การจัดการกำไรและธรรมาภิบาลบริษัท ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสด การจัดการกำไร และธรรมาภิบาลบริษัท งานวิจัยของ Limsakul (2015, pp. 77-86)

ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างของโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่าการถือหุ้นของนักลงทุนบุคคลมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการถือครองเงินสด และการถือหุ้นของคณะกรรมการและผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสด และงานวิจัยของ Utaipattanasak (2016, pp. 25-26) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ ผลการศึกษาพบว่า ระดับการถือครองเงินสดจะทำให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุดมีอยู่จริง และการเบี่ยงเบนของระดับการถือครองเงินสดออกจากจุดที่เหมาะสม จะส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง จากการศึกษาเชิงประจักษ์ ยังไม่พบงานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดของบริษัท โดยมีงานวิจัยที่ตรงกันกับตัวแปรกำกับ ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้วงจรกิจวิตรรกะเป็นตัวแปรกำกับ ระหว่างปี พ.ศ. 2555 - 2559 จำนวน 1,698 ตัวอย่าง ผู้วิจัยหวังว่างานวิจัยนี้จะประโยชน์ต่อนักลงทุนในการใช้ข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเป็นประโยชน์ต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในการใช้ข้อมูลเพื่อเป็นแนวทางในการพัฒนาและปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

การทบทวนวรรณกรรม (Literature Review)

คณะกรรมการบริษัทเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการกำกับดูแลบริหารกิจการ โดยผู้ถือหุ้นจะมอบหมายหน้าที่และอำนาจในการบริหารกิจการให้กับคณะกรรมการบริษัท แต่ในทางปฏิบัติ คณะกรรมการบริษัทอาจมีการแต่งตั้งคณะกรรมการบริหารและมอบหมายอำนาจในการบริหารจัดการกิจการให้ คณะกรรมการบริษัทจะทำหน้าที่ตรวจสอบ ควบคุม ดูแลการใช้อำนาจและประเมินผลการปฏิบัติงานของคณะกรรมการบริหารให้เป็นไปตามขอบเขตอำนาจความรับผิดชอบที่คณะกรรมการบริษัทได้รับจากผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัทมีส่วนสำคัญ



ในการปรับปรุงและพัฒนาคุณภาพในการกำกับดูแลกิจการของบริษัท คณะกรรมการบริษัทที่มีประสิทธิภาพและมีคุณสมบัติตามแนวทางปฏิบัติที่ดีจะช่วยลดปัญหาตัวแทน ซึ่งปัญหาตัวแทนมีผลกระทบต่อนโยบายการถือครองเงินสดของบริษัท

คุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัท

1) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท

จากงานวิจัยของ Masood and Shah (2014, pp. 60-65) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการถือครองเงินสดของบริษัท ซึ่งคณะกรรมการบริษัทเป็นส่วนสำคัญในการสร้างกลไกการกำกับดูแลกิจการ กรรมการบริษัทมีหน้าที่รับผิดชอบในการตรวจสอบและประเมินการทำงานของผู้บริหาร เมื่อจำนวนของคณะกรรมการบริษัทเพิ่มขึ้นส่งผลให้มีการสอดส่องและควบคุมนโยบายการบริหารของผู้บริหาร ดังนั้นการถือครองเงินสดของบริษัทจึงลดลง ในทางตรงกันข้าม Lee and Lee (2009, pp. 490-507); Gill and Shah (2012, pp. 74-76) และ Hsu, Huang and Lai (2015, pp. 730-744) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสดของบริษัท เนื่องจากจำนวนกรรมการบริษัทที่มากขึ้นอาจทำให้การตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ ใช้เวลาค่อนข้างนาน ซึ่งอาจทำให้เสียโอกาสทางธุรกิจ นอกจากนี้ยังเกิดปัญหาความขัดแย้งของตัวแทน ซึ่งผลให้การถือครองเงินสดของบริษัทเพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตาม Boubaker, Derouiche and Nguyen (2015, pp. 352-367); Sheikh and Khan (2015, pp. 59-67) และ Khan, Bibi and Tanveer (2016, pp. 54-67) พบว่า ขนาดคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดของบริษัท

ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานที่ 1 ดังนี้

H₁: ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดของบริษัท

2) สัดส่วนของกรรมการอิสระ

จากงานวิจัยของ Lee and Lee (2009, pp. 490-507) และ Boubaker, Derouiche and Nguyen (2015, pp. 352-367) พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการถือครองเงินสดของบริษัท เมื่อสัดส่วนของกรรมการอิสระมากขึ้น การตรวจสอบการทำงานโดยกรรมการอิสระดีขึ้น ซึ่งจะ

ช่วยลดการใช้ทรัพยากรของบริษัทเพื่อผลประโยชน์ส่วนตนของผู้บริหาร กรรมการที่เป็นอิสระจึงมีประสิทธิภาพในการตรวจสอบการบริหารเงินสดของผู้บริหาร การถือครองเงินสดของบริษัทจึงลดลง ในทางตรงกันข้าม Sheikh and Khan (2015, pp. 59-67) พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสดของบริษัท กรรมการอิสระอาจจะชักจูงให้ฝ่ายบริหารเงินสดมีการสำรองเงินสดนอกเหนือจากการถือครองเงินสดที่ใช้ในการดำเนินงานของบริษัทเพื่อป้องกันเหตุฉุกเฉิน อย่างไรก็ตาม Harford, Mansi and Maxwell (2008, pp. 543-554); Kuan, Li and Liu (2012, pp. 308-313) และ Liu, Luo and Tian (2015, pp. 227-244) พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดของบริษัท

ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานที่ 2 ดังนี้

H₂: สัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดของบริษัท

3) การควบคุมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกัน

แนวทางการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี พ.ศ. 2555 ได้แนะนำให้บริษัทจดทะเบียน ควรแบ่งแยกอำนาจความรับผิดชอบระหว่างผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการ เพื่อไม่ให้บุคคลใดบุคคลหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด

งานวิจัยของ Kuan, Li and Liu (2012, pp. 308-313); Boubaker, Derouiche and Nguyen (2015, pp. 352-367) และ Hsu, Huang and Lai (2015, pp. 730-744) พบว่า การควบคุมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสดของบริษัท แต่อย่างไรก็ตาม Liu, Luo and Tian (2015, pp. 227-244) และ Sheikh and Khan (2015, pp. 59-67) พบว่า การควบคุมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดของบริษัท

ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานที่ 3 ดังนี้

H₃: การควบคุมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันมีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดของบริษัท



4) การประชุมของคณะกรรมการบริษัท

จากงานวิจัยของ Hsu, Huang and Lai (2015, pp. 730-744) พบว่า การประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการถือครองเงินสดของบริษัท

ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานที่ 4 ดังนี้

H₄: การประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดของบริษัท

วงจรกิจวิตรูทกิจ

จากงานวิจัยของ Dickinson (2011, pp. 1969-1994) ได้แบ่งวงจรกิจวิตรูทกิจโดยใช้รูปแบบของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน ออกเป็น 5 ช่วง ได้แก่ 1) ช่วงแนะนำ 2) ช่วงเจริญเติบโต 3) ช่วงคงที่ 4) ช่วงก่อนถดถอย 5) ช่วงถดถอย จากงานวิจัยของ Drobetz, Halling and Schroder (2015, pp. 1-38) กล่าวว่า วงจรกิจวิตรูทกิจเป็นมิติที่สำคัญสำหรับการเปลี่ยนแปลงและการประเมินมูลค่าของการถือครองเงินสด นอกจากนี้ยังแสดงให้เห็นว่านโยบายการถือครองเงินสดของบริษัทมีผลกระทบต่อกลยุทธ์ของบริษัทอย่างมาก เมื่อบริษัทมีวงจรกิจวิตรูทกิจอยู่ในช่วงก่อนและหลังคงที่ บริษัทจะมีการถือครองเงินสดจำนวนมาก และบริษัทจะมีการถือครองเงินสดลดลงเมื่อบริษัทเข้าสู่วงจรกิจวิตรูทกิจในช่วงคงที่

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดของบริษัท โดยมีวงจรกิจวิตรูทกิจเป็นตัวแปรกำกับ ผู้วิจัยจึงได้แบ่งบริษัทออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ 1) บริษัทที่มีวงจรกิจวิตรูทกิจอยู่ในช่วงคงที่ ซึ่งมีการถือครองเงินสดน้อย และ 2) บริษัทที่มีวงจรกิจวิตรูทกิจอยู่ในช่วงอื่น ๆ ซึ่งมีการถือครองเงินสดมาก สำหรับการทดสอบผลกระทบเชิงกำกับของวงจรกิจวิตรูทกิจที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดของบริษัท ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H₅: วงจรกิจวิตรูทกิจมีผลกระทบเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดของบริษัท

H₆: วงจรกิจวิตรูทกิจมีผลกระทบเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระกับการถือครองเงินสดของบริษัท

H₇: วงจรกิจวิตรูทกิจมีผลกระทบเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ระหว่างการควบคุมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันกับการถือครองเงินสดของบริษัท

H₈: วงจรกิจวิตรูทกิจมีผลกระทบเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ระหว่างการประชุมของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดของบริษัท

สำหรับตัวแปรควบคุม จากการทบทวนวรรณกรรมของ Lee and Lee (2009, pp. 475-508); Gill and Shah (2012, pp. 70-79); Kuan, Li and Liu (2012, pp. 303-314); Masood and Shah (2014, pp. 48-73); Boubaker, Derouiche and Nguyen (2015, pp. 341-370); Hsu, Huang and Lai (2015, pp. 715-748); Liu, Luo and Tian (2015, pp. 220-245); Sheikh and Khan (2015, pp. 52-68) และ Khan, Bibi and Tanveer (2016, pp. 40-79) งานวิจัยนี้จึงใช้ตัวแปรควบคุม ดังนี้

1) ขนาดของบริษัท

จากงานวิจัยของ Liu, Luo and Tian (2015, pp. 227-244) และ Sheikh and Khan (2015, pp. 59-67) พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสดของบริษัท และงานวิจัยของ Gill and Shah (2012, pp. 74-76) และ Boubaker, Derouiche and Nguyen (2015, pp. 352-367) พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการถือครองเงินสดของบริษัท

2) ภาระหนี้สินของบริษัท

จากงานวิจัยของ Gill and Shah (2012, pp. 74-76) และ Sheikh and Khan (2015, pp. 59-67) พบว่า ภาระหนี้สินของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสดของบริษัท และงานวิจัยของ Lee and Lee (2009, pp. 490-507); Masood and Shah (2014, pp. 60-65); Boubaker, Derouiche and Nguyen (2015, pp. 352-367); Liu, Luo and Tian (2015, pp. 227-244) และ Khan, Bibi and Tanveer (2016, pp. 54-67) พบว่า ภาระหนี้สินของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการถือครองเงินสดของบริษัท

3) การจ่ายเงินปันผลของบริษัท

จากงานวิจัยของ Khan, Bibi and Tanveer (2016, pp. 54-67) และ Masood and Shah (2014,



pp. 60-65) พบว่า การจ่ายเงินปันผลของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสดของบริษัท และงานวิจัยของ Lee and Lee (2009, pp. 490-507) และ Liu, Luo and Tian (2015, pp. 227-244) พบว่า การจ่ายเงินปันผลของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการถือครองเงินสดของบริษัท

4) โอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัท

จากงานวิจัยของ Boubaker, Derouiche and Nguyen (2015, pp. 352-367) พบว่า โอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสดของบริษัท และงานวิจัยของ Gill and Shah (2012, pp. 74-76) พบว่า โอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการถือครองเงินสดของบริษัท

5) สภาพคล่องของบริษัท

จากงานวิจัยของ Liu, Luo and Tian (2015, pp. 227-244) และ Sheikh and Khan (2015, pp. 59-67) พบว่า สภาพคล่องของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสดของบริษัท และงานวิจัยของ Lee and Lee (2009, pp. 490-507); Masood and Shah (2014, pp. 60-65); Boubaker, Derouiche

and Nguyen (2015, pp. 352-367) และ Khan, Bibi and Tanveer (2016, pp. 54-67) พบว่า สภาพคล่องของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการถือครองเงินสดของบริษัท

6) เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร

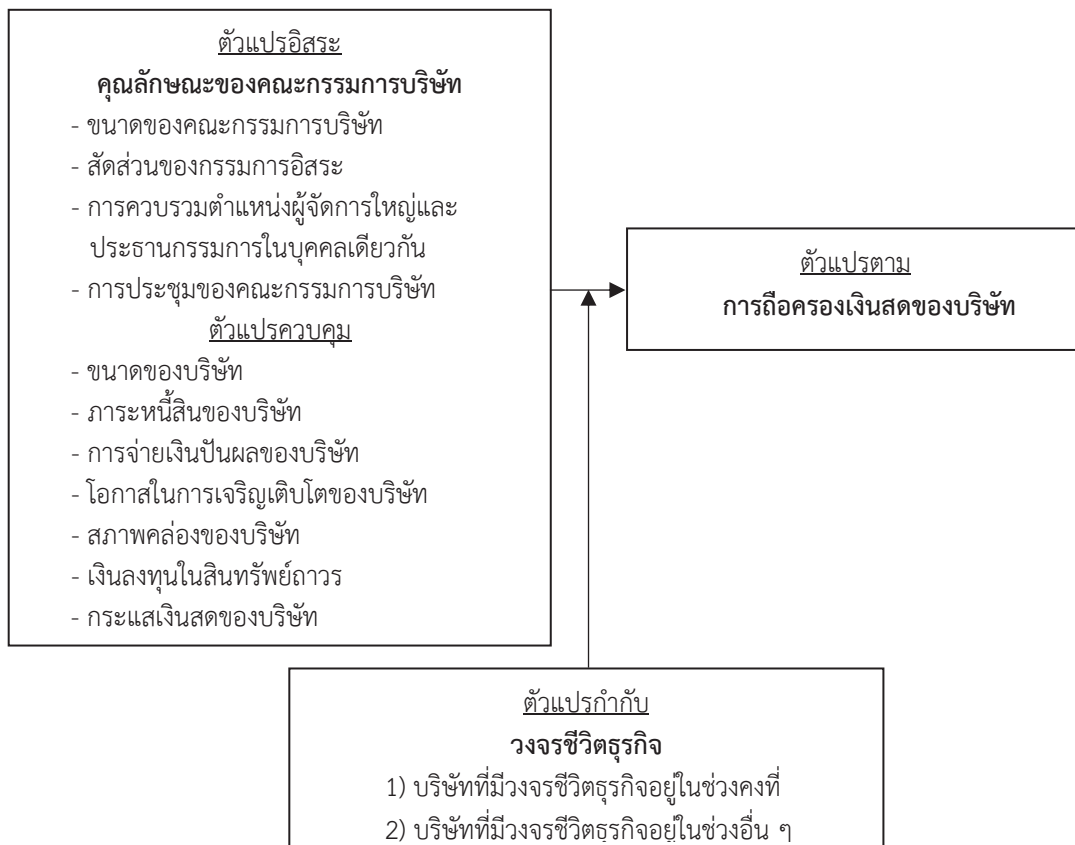
จากงานวิจัยของ Masood and Shah (2014, pp. 60-65) และ Boubaker, Derouiche and Nguyen (2015, pp. 352-367) พบว่า เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการถือครองเงินสดของบริษัท

7) กระแสเงินสดของบริษัท

จากงานวิจัยของ Gill and Shah (2012, pp. 74-76) และ Masood and Shah (2014, pp. 60-65) พบว่า กระแสเงินสดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสดของบริษัท และงานวิจัยของ Boubaker, Derouiche and Nguyen (2015, pp. 352-367) พบว่า กระแสเงินสดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการถือครองเงินสดของบริษัท

กรอบแนวคิด (Conceptual Framework)

จากการทบทวนวรรณกรรมทำให้สามารถกำหนดกรอบแนวคิดในการวิจัยได้ ดังภาพ 1



ภาพ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย



ข้อมูลและแหล่งข้อมูล

งานวิจัยนี้ครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2555 - 2559 โดยไม่รวมถึงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังต่อไปนี้

1) บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบด้วยกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ และกลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากมีการดำเนินงาน โครงสร้างทางการเงินและนำเสนอองบการเงินที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น รวมถึงมีหน่วยงานที่กำกับดูแลโดยเฉพาะ ต้องปฏิบัติตามข้อบังคับและกฎเกณฑ์ของธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นข้อกำหนดทางกฎหมายสำหรับบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินโดยเฉพาะ

2) บริษัทที่แก้ไขการดำเนินงานไม่ได้ตามกำหนดหรือบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินและผลการดำเนินงานแตกต่างไปจากปกติ

3) บริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีนอกเหนือจากวันที่ 31 ธันวาคม เนื่องจากงานวิจัยนี้ต้องการใช้ข้อมูลงบการเงินประจำปีที่ได้รับการตรวจสอบ และใช้การเปรียบเทียบในช่วงเวลาเดียวกัน

4) บริษัทที่มีข้อมูลตัวแปรไม่ครบถ้วนในระหว่างปี พ.ศ. 2555 - 2559

แหล่งข้อมูลของงานวิจัยนี้ ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยเก็บรวบรวมจากระบบฐานข้อมูล SETSMART และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) จำนวน 405 บริษัท ซึ่งมีจำนวนข้อมูลตัวอย่างทั้งหมด 1,698 ตัวอย่าง

วิธีการศึกษาและแบบจำลอง

งานวิจัยนี้ มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดภายใต้วงจรชีวิตธุรกิจที่แตกต่างกันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยจึงเลือกใช้กระบวนการวิเคราะห์โดยใช้เทคนิคทางสถิติที่เรียกว่า Panel Data Analysis ซึ่งข้อมูลมีลักษณะเป็นแบบ Unbalanced โดยแบ่งออกเป็น 2 แบบจำลอง ดังนี้

แบบจำลองที่ 1 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง

คุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดของบริษัท

สมการที่ 1

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 DIV_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 LIQ_{i,t} + \beta_7 CAPEX_{i,t} + \beta_8 CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

สมการที่ 2

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 DIV_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 LIQ_{i,t} + \beta_7 CAPEX_{i,t} + \beta_8 CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

สมการที่ 3

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DUAL_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 DIV_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 LIQ_{i,t} + \beta_7 CAPEX_{i,t} + \beta_8 CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

สมการที่ 4

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BMEET_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 DIV_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 LIQ_{i,t} + \beta_7 CAPEX_{i,t} + \beta_8 CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

สมการที่ 5

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{i,t} + \beta_2 BIND_{i,t} + \beta_3 DUAL_{i,t} + \beta_4 BMEET_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 DIV_{i,t} + \beta_8 MTB_{i,t} + \beta_9 LIQ_{i,t} + \beta_{10} CAPEX_{i,t} + \beta_{11} CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

แบบจำลองที่ 2 ทดสอบผลกระทบเชิงกำกับ

ของวงจรชีวิตธุรกิจที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดของบริษัท

สมการที่ 1

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{i,t} + \beta_2 BSIZE_{i,t} * LC_{i,t} + \beta_3 LC_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 DIV_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 LIQ_{i,t} + \beta_9 CAPEX_{i,t} + \beta_{10} CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

สมการที่ 2

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{i,t} + \beta_2 BIND_{i,t} * LC_{i,t} + \beta_3 LC_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 DIV_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 LIQ_{i,t} + \beta_9 CAPEX_{i,t} + \beta_{10} CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

สมการที่ 3

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DUAL_{i,t} + \beta_2 DUAL_{i,t} * LC_{i,t} + \beta_3 LC_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 DIV_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 LIQ_{i,t} + \beta_9 CAPEX_{i,t} + \beta_{10} CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$



สมการที่ 4

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BMEET_{i,t} + \beta_2 BMEET_{i,t} * LC_{i,t} + \beta_3 LC_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 DIV_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 LIQ_{i,t} + \beta_9 CAPEX_{i,t} + \beta_{10} CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

สมการที่ 5

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{i,t} + \beta_2 BSIZE_{i,t} * LC_{i,t} + \beta_3 BIND_{i,t} + \beta_4 BIND_{i,t} * LC_{i,t} + \beta_5 DUAL_{i,t} + \beta_6 DUAL_{i,t} * LC_{i,t} + \beta_7 BMEET_{i,t} + \beta_8 BMEET_{i,t} * LC_{i,t} + \beta_9 LC_{i,t} + \beta_{10} SIZE_{i,t} + \beta_{11} LEV_{i,t} + \beta_{12} DIV_{i,t} + \beta_{13} MTB_{i,t} + \beta_{14} LIQ_{i,t} + \beta_{15} CAPEX_{i,t} + \beta_{16} CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

กำหนดให้

CASH = การถือครองเงินสดของบริษัท วัดค่าโดยเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด หารด้วยสินทรัพย์รวม

BSIZE = ขนาดของคณะกรรมการบริษัทของบริษัท วัดค่าโดย จำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด (คน)

BIND = สัดส่วนของกรรมการอิสระ วัดค่าโดย จำนวนกรรมการที่เป็นอิสระ หารด้วย จำนวนกรรมการทั้งหมด

DUAL = การควบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกัน วัดค่าโดยแทนด้วย 1 หากมีการควบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกัน แทนด้วย 0 ในกรณีอื่น

BMEET = การประชุมของคณะกรรมการบริษัท วัดค่าโดย จำนวนการประชุมของคณะกรรมการบริษัท (ครั้ง)

LC = วงจรชีวิตธุรกิจ วัดค่าโดย แทนด้วย 1 หากบริษัทมีวงจรชีวิตธุรกิจอยู่ในช่วงคงที่ แทนด้วย 0 ในกรณีอื่น

SIZE = ขนาดของบริษัท วัดค่าโดย ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม

LEV = ภาระหนี้สินของบริษัท วัดค่าโดย หนี้สินรวม หารด้วย สินทรัพย์รวม

DIV = การจ่ายเงินปันผลของบริษัท วัดค่าโดย เงินปันผลจ่าย หารด้วย สินทรัพย์รวม

MTB = โอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัท วัดค่าโดย มูลค่าตลาด หารด้วย มูลค่าทางบัญชี

LIQ = สภาพคล่องของบริษัท วัดค่าโดย เงินทุนหมุนเวียนหักเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด หารด้วย สินทรัพย์รวม

CAPEX = เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรของบริษัท วัดค่าโดย กระแสเงินสดจากการลงทุน หารด้วย สินทรัพย์รวม

CF = กระแสเงินสดของบริษัท วัดค่าโดย กำไรก่อนภาษีบวกค่าเสื่อมราคา หารด้วย สินทรัพย์รวม

ε = ค่าความคลาดเคลื่อน

i,t = บริษัทที่ i ปีที่ t

การทดสอบ Hausman Test

เมื่อทำการวิเคราะห์แบบ Panel Data Analysis เรียบร้อยแล้ว Hausman Test เป็นวิธีการทดสอบเพื่อทำการตัดสินใจว่าแบบจำลองควรใช้การวิเคราะห์แบบ Fixed Effects Model หรือ Random Effects Model ที่จะทำการวิเคราะห์ที่มีประสิทธิภาพมากกว่ากัน โดยกำหนดสมมติฐานหลัก (H_0) และสมมติฐานรอง (H_1) ในการทดสอบ Hausman Test ดังนี้

H_0 : การใช้ Random Effects Model มีประสิทธิภาพมากกว่า Fixed Effects Model

H_1 : การใช้ Fixed Effects Model มีประสิทธิภาพมากกว่า Random Effects Model

ถ้าผลการทดสอบยอมรับ H_0 แบบจำลองควรใช้การวิเคราะห์แบบ Random Effects Model ถ้าผลปฏิเสธ H_0 แบบจำลองควรใช้การวิเคราะห์แบบ Fixed Effects Model

ผลการศึกษา (Results)

สถิติเบื้องต้น

จากตาราง 1 เมื่อพิจารณาการถือครองเงินสดของบริษัทมีค่าเฉลี่ยของข้อมูลอยู่ที่ 0.0725 ค่ามัธยฐานของข้อมูลอยู่ที่ 0.0478 ค่าต่ำสุดของข้อมูลอยู่ที่ 0.0002 ค่าสูงสุดของข้อมูลอยู่ที่ 0.6876 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.0781 เมื่อพิจารณาคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัท พบว่า กลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2555 - 2559 ที่ใช้ในงานวิจัยนี้ มีจำนวนกรรมการบริษัทเฉลี่ย 10.3062 คน



บริษัทที่มีจำนวนกรรมการบริษัทน้อยที่สุด 5 คน มากที่สุด 18 คน และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 2.3958 สัดส่วนของกรรมการอิสระ มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ ร้อยละ 41.01 มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 16.67 สูงสุดอยู่ที่ ร้อยละ 84.62 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.0880 บริษัทที่มีการควมรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่ และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันมีอยู่ร้อยละ

18.79 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.3907 การประชุมของคณะกรรมการบริษัทต่ำสุด 2 ครั้ง มากที่สุด 33 ครั้ง มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 7.7898 ครั้ง และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 3.7176 และเมื่อพิจารณา วงจรชีวิตธุรกิจ พบว่า บริษัทที่มีวงจรชีวิตอยู่ในช่วง คงที่มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 49.82 และมีค่าเบี่ยงเบน มาตรฐานอยู่ที่ 0.5001

ตาราง 1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

Variables	Mean	Median	Min	Max	S.D.
CASH	0.0725	0.0478	0.0002	0.6876	0.0781
BSIZE	10.3062	10	5	18	2.3958
BIND	0.4101	0.3846	0.1667	0.8462	0.0880
DUAL	0.1879	0	0	1	0.3907
BMEET	7.7898	6	2	33	3.7176
LC	0.4982	0	0	1	0.5001
SIZE	22.5082	22.2814	18.1131	28.4421	1.5320
LEV	0.4339	0.4469	0.0026	1.1081	0.2062
DIV	0.0357	0.0211	0	0.4908	0.0510
MTB	1.0259	1.0196	-1.6312	2.3177	0.1017
LIQ	0.0032	0.0023	-0.0293	0.0283	0.0069
CAPEX	-0.0773	-0.0560	-0.9072	1.5995	0.1179
CF	0.0027	0.0026	-0.0175	0.0209	0.0028

หมายเหตุ: จำนวนข้อมูล 1,698 ตัวอย่าง

ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

จากตาราง 2 นำเสนอผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระในสมการที่ใช้ในการวิเคราะห์แบบจำลองที่ 1 และแบบจำลองที่ 2 ผลการวิเคราะห์ แม้จะมีตัวแปรอิสระหลายคู่ที่มีความสัมพันธ์กันในเชิงเส้นตรงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระคู่ใดที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

เชิงเส้นตรงในระดับสูง (มากกว่า 0.7 หรือน้อยกว่า -0.7) นอกจากนี้ ยังสามารถพิจารณาได้จากค่า VIF คือ ค่าที่ใช้วัดระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พบว่าทุกตัวแปรมีค่า VIF น้อยกว่า 10 แสดงว่าตัวแปรทุกตัวมีความสัมพันธ์กันในระดับปกติ ทำให้สามารถสรุปได้ว่า ไม่มีปัญหา Multicollinearity (Gujarati, 2004, p. 387)



ตาราง 2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

	CASH	BSIZE	BIND	DUAL	BMEET	LC	SIZE	LEV	DIV	MTB	LIQ	CAPEX	CF	VIF
CASH	1													
BSIZE	-	1												1.37
BIND	0.0054	-	1											1.14
DUAL	-	-	-0.0223	1										1.05
BMEET	0.0494*	0.1198*	0.1879*	-0.0138	1									1.18
LC	0.0346	0.0526*	-0.0065	-	-	1								1.22
SIZE	-	0.4012*	0.1505*	-	0.2344*	-	1							1.62
LEV	-	0.0841*	0.0211	0.0147	0.0992*	-	0.4116*	1						1.78
DIV	-	0.0018	0.0095	0.1237*	0.1409*	-	0.025	0.2415*	1					1.74
MTB	0.0989*	0.0434*	-0.0256	-0.0238	-	0.1165*	0.0177	-	-	1				1.11
LIQ	0.0316	-	0.0623*	0.0578*	-	0.0546*	-	-	-	0.0757*	1			1.43
CAPEX	0.0815*	-0.0121	0.0061	0.0067	-0.0314	0.0856*	-	0.0288	0.071**	-	0.0834*	1		1.05
CF	0.1542*	0.0605*	-0.016	-	-	0.3208*	0.0272	-	-	0.2336*	0.0479*	-	1	1.8

Note: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1



ผลการทดสอบ Hausman Test

เพื่อทดสอบว่าแบบจำลองที่ 1 และแบบจำลองที่ 2 ควรใช้การวิเคราะห์แบบ Fixed Effects Model หรือ Random Effects Model ที่จะทำให้การวิเคราะห์มีประสิทธิภาพมากกว่ากัน

ผลการทดสอบ พบว่า ปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H_0) ในทุกสมการทั้งแบบจำลองที่ 1 และแบบจำลองที่ 2 ซึ่งหมายความว่า แบบจำลองควรใช้การวิเคราะห์แบบ Fixed Effects Model ที่จะทำให้การวิเคราะห์มีประสิทธิภาพมากกว่าการวิเคราะห์แบบ Random Effects Model งานวิจัยนี้จึงใช้การวิเคราะห์แบบ Fixed Effects Model สำหรับทุกสมการทั้งแบบจำลองที่ 1 และแบบจำลองที่ 2

ผลการวิเคราะห์แบบจำลองที่ 1

จากตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุด้วยวิธี Fixed Effects Model เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดของบริษัท ดังนี้

1) จากสมการที่ 1 ผลการวิเคราะห์พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 นั่นคือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดของบริษัท

2) จากสมการที่ 2 ผลการวิเคราะห์พบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 2 นั่นคือ สัดส่วนของกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดของบริษัท

3) จากสมการที่ 3 ผลการวิเคราะห์พบว่า การรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเท่ากับ 0.0188 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 3

แสดงว่า หากบริษัทมีการรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันจะทำให้บริษัทมีการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น 0.0188 นั่นเอง

4) จากสมการที่ 4 ผลการวิเคราะห์พบว่า การประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเท่ากับ 0.0028 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 4 แสดงว่า หากบริษัทมีจำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการบริษัทมากขึ้นจะทำให้บริษัทมีการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น 0.0028 นั่นเอง

5) สำหรับตัวแปรควบคุมอื่น ๆ ได้แก่ ขนาดของบริษัท ภาระหนี้สินของบริษัท สภาพคล่องของบริษัท และเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลของบริษัท โอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัท และกระแสเงินสดของบริษัทกับการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01, 0.05 และ 0.10

6) จากสมการที่ 5 ผู้วิจัยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทโดยใช้ตัวแปรทุกตัว ประกอบด้วย ขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนของกรรมการอิสระ การรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันและการประชุมของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดของบริษัท พบว่า ผลการวิเคราะห์เหมือนกับผลการวิเคราะห์ของสมการ 1 - 4 นั่นคือการรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันและการประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ขนาดของคณะกรรมการบริษัทและสัดส่วนของกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01, 0.05 และ 0.10



ตาราง 3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุด้วยวิธี Fixed Effects Model แบบจำลองที่ 1

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Variables	CASH	CASH	CASH	CASH	CASH
BSize	-0.0017 (-0.841)				-0.0015 (-0.742)
BIND		-0.0073 (-0.205)			-0.0126 (-0.373)
DUAL			0.0188** (2.078)		0.0209** (2.218)
BMEET				0.0028*** (2.631)	0.0028*** (2.670)
SIZE	-0.0146** (-2.557)	-0.0150*** (-2.634)	-0.0145** (-2.587)	-0.0166*** (-2.824)	-0.0157*** (-2.685)
LEV	-0.2030*** (-5.105)	-0.2027*** (-5.087)	-0.2030*** (-5.086)	-0.2034*** (-5.109)	-0.2044*** (-5.125)
DIV	0.0736 (0.879)	0.0721 (0.864)	0.0742 (0.887)	0.0631 (0.764)	0.0655 (0.788)
MTB	0.0445 (1.471)	0.0440 (1.463)	0.0438 (1.429)	0.0447 (1.580)	0.0454* (1.660)
LIQ	-5.5337*** (-5.002)	-5.5326*** (-5.004)	-5.5786*** (-5.050)	-5.4612*** (-5.039)	-5.5043*** (-5.070)
CAPEX	0.0964*** (3.460)	0.0964*** (3.463)	0.0974*** (3.518)	0.0998*** (3.578)	0.1012*** (3.652)
CF	0.7774 (0.604)	0.7718 (0.603)	0.8188 (0.638)	0.8965 (0.725)	0.9285 (0.751)
Constant	0.4818*** (4.005)	0.4764*** (3.969)	0.4594*** (3.884)	0.4872*** (3.983)	0.4832*** (3.997)
Observations	1,698	1,698	1,698	1,698	1,698
R-squared	0.1975	0.1970	0.1988	0.2061	0.2088
Number of groups	405	405	405	405	405
F-Statistics	10.41***	10.49***	10.28***	11.01***	8.67***

หมายเหตุ: Robust t-statistics in parentheses, and *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

ผลการวิเคราะห์แบบจำลองที่ 2

จากตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุด้วยวิธี Fixed Effects Model เพื่อทดสอบผลกระทบเชิงกำกับของวงจรชีวิตธุรกิจที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดของบริษัท ดังนี้

1) จากสมการที่ 1 ผลการวิเคราะห์พบว่า วงจรชีวิตธุรกิจมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 แต่ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01,



0.05 และ 0.10 และไม่พบผลกระทบเชิงกำกับของ
วงจรชีวิตธุรกิจที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของ
คณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดของ
บริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่
0.01, 0.05 และ 0.10 จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 5 นั่นคือ
วงจรชีวิตธุรกิจไม่มีผลกระทบเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์
ระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครอง
เงินสดของบริษัท

2) จากสมการที่ 2 ผลการวิเคราะห์ สัดส่วน
ของกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับการถือครอง
เงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ
นัยสำคัญที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 และไม่พบ
ผลกระทบเชิงกำกับของวงจรชีวิตธุรกิจที่มีต่อ
ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระกับ
การถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ
ทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01, 0.05 และ 0.10
จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 6 นั่นคือ วงจรชีวิตธุรกิจไม่มี
ผลกระทบเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วน
ของกรรมการอิสระกับการถือครองเงินสดของบริษัท

3) จากสมการที่ 3 ผลการวิเคราะห์พบว่า
วงจรชีวิตธุรกิจมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการถือครอง
เงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ
นัยสำคัญที่ 0.01 นอกจากนี้ยังพบว่า การรวบรวม
ตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคล
เดียวกันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสด
ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ
นัยสำคัญที่ 0.10 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย
เท่ากับ 0.0197 แสดงว่า หากบริษัทมีการรวบรวม
ตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคล
เดียวกันจะทำให้บริษัทมีการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น
0.0197 แต่ไม่พบผลกระทบเชิงกำกับของวงจรชีวิต
ธุรกิจที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการรวบรวม
ตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคล
เดียวกันกับการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมี
นัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01, 0.05
และ 0.10 จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 7 นั่นคือ วงจรชีวิต
ธุรกิจไม่มีผลกระทบเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ระหว่าง
การรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการ
ในบุคคลเดียวกันกับการถือครองเงินสดของบริษัท

4) จากสมการที่ 4 ผลการวิเคราะห์พบว่า
การประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์

เชิงบวกกับการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมี
นัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 โดยมีค่า
สัมประสิทธิ์การถดถอยเท่ากับ 0.0027 แสดงว่า
หากบริษัทมีจำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการ
บริษัทจะทำให้บริษัทมีการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น
0.0027 แต่ไม่พบผลกระทบเชิงกำกับของวงจรชีวิต
ธุรกิจที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการประชุมของ
คณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดของบริษัท
อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01,
0.05 และ 0.10 จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 8 นั่นคือ
วงจรชีวิตธุรกิจไม่มีผลกระทบเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์
ระหว่างการประชุมของคณะกรรมการบริษัทกับการ
ถือครองเงินสดของบริษัท

5) สำหรับตัวแปรควบคุมอื่น ๆ ได้แก่ ขนาด
ของบริษัท ภาระหนี้สินของบริษัท สภาพคล่องของ
บริษัท และเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร มีความสัมพันธ์
กับการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทาง
สถิติ แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผล
ของบริษัท โอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัท และ
กระแสเงินสดของบริษัทกับการถือครองเงินสดของ
บริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่
0.01, 0.05 และ 0.10

6) จากสมการที่ 5 ผู้วิจัยทดสอบความสัมพันธ์
ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทโดยใช้
ตัวแปรทุกตัว ประกอบด้วย ขนาดของคณะกรรมการ
บริษัท สัดส่วนของกรรมการอิสระ การรวบรวม
ตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคล
เดียวกัน และการประชุมของคณะกรรมการบริษัทกับ
การถือครองเงินสดของบริษัท พบว่า ผลการวิเคราะห์
เหมือนกับผลการวิเคราะห์ของสมการ 1 - 4 นั่นคือ
การรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธาน
กรรมการในบุคคลเดียวกันและการประชุมของ
คณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือ
ครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ขนาดของ
คณะกรรมการบริษัทและสัดส่วนของกรรมการอิสระไม่
มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดของบริษัทอย่าง
มีนัยสำคัญทางสถิติ และไม่พบผลกระทบเชิงกำกับ
ของวงจรชีวิตธุรกิจที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่าง
คุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครอง
เงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ
นัยสำคัญที่ 0.01, 0.05 และ 0.10



ตาราง 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุด้วยวิธี Fixed Effects Model แบบจำลองที่ 2

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Variables	CASH	CASH	CASH	CASH	CASH
Bsize	-0.0023 (-1.076)				-0.0024 (-1.080)
Bsize*LC	0.0015 (1.221)				0.0019 (1.334)
BIND		-0.0054 (-0.131)			-0.0161 (-0.393)
BIND*LC		-0.0069 (-0.209)			0.0083 (0.220)
DUAL			0.0197* (1.815)		0.0200* (1.751)
DUAL*LC			-0.0012 (-0.155)		0.0008 (0.098)
BMEET				0.0027** (2.393)	0.0028** (2.441)
BMEET*LC				-0.0010 (-1.125)	-0.0013 (-1.143)
LC	-0.0304** (-2.066)	-0.0117 (-0.858)	-0.0143*** (-3.733)	-0.0058 (-0.764)	-0.0274 (-1.331)
SIZE	-0.0166*** (-2.980)	-0.0169*** (-3.011)	-0.0164*** (-2.988)	-0.0181*** (-3.132)	-0.0173*** (-2.993)
LEV	-0.2079*** (-5.261)	-0.2085*** (-5.234)	-0.2089*** (-5.234)	-0.2085*** (-5.260)	-0.2083*** (-5.269)
DIV	0.0779 (0.926)	0.0747 (0.896)	0.0771 (0.921)	0.0671 (0.811)	0.0718 (0.855)
MTB	0.0455 (1.519)	0.0444 (1.485)	0.0441 (1.447)	0.0450 (1.595)	0.0466* (1.735)
LIQ	-5.4877*** (-4.991)	-5.4826*** (-4.979)	-5.5350*** (-5.042)	-5.4332*** (-5.014)	-5.4811*** (-5.045)
CAPEX	0.0999*** (3.679)	0.0999*** (3.674)	0.1011*** (3.711)	0.1026*** (3.773)	0.1040*** (3.871)
CF	0.8773 (0.690)	0.8667 (0.685)	0.9190 (0.724)	1.0303 (0.846)	1.0788 (0.888)
Constant	0.5415*** (4.458)	0.5271*** (4.453)	0.5100*** (4.362)	0.5287*** (4.343)	0.5363*** (4.408)
Observations	1,698	1,698	1,698	1,698	1,698
R-squared	0.2126	0.2112	0.2130	0.2193	0.2233
Number of groups	405	405	405	405	405
F-Statistics	8.75***	9.07***	8.38***	8.87***	6.42***

หมายเหตุ: Robust t-statistics in parentheses, and *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1



สรุปและอภิปรายผล (Conclusion and Discussion)

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับการถือครองเงินสดภายใต้วงจรชีวิตธุรกิจที่แตกต่างกันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวงจรชีวิตธุรกิจเป็นตัวแปรกำกับ ระหว่างปี พ.ศ. 2555 - 2559 จำนวนข้อมูลทั้งหมด 1,698 ตัวอย่าง โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุแบบ Fixed Effects Model ผลการศึกษาพบว่า การควมรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกัน ซึ่งวัดค่าโดยแทนด้วย 1 หากมีการควมรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันแทนด้วย 0 ในกรณีอื่น มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งหมายความว่า หากบริษัทมีการควมรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกัน บริษัทก็จะมี การถือครองเงินสดมากขึ้นด้วย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lee and Lee (2009, pp. 490-507); Kuan, Li and Liu (2012, pp. 308-313); Hsu, Huang and Lai (2015, pp. 730-744) และ Boubaker, Derouiche and Nguyen (2015, pp. 352-367) เพราะการควมรวบรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่ และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันทำให้คุณภาพของระบบการควมคุมภายในลดลง อาจก่อให้เกิดปัญหาตัวแทน ผู้บริหารอาจนำเงินสดไปใช้เพื่อผลประโยชน์ส่วนตน บริษัทจะถือครองเงินสดมากขึ้น และผลการศึกษาพบว่าการประชุมของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งวัดค่าโดยจำนวนครั้ง

การประชุมของคณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งหมายความว่า หากบริษัทมีจำนวนการประชุมของคณะกรรมการบริษัทมากขึ้น จะส่งผลให้บริษัทถือครองเงินสดมากขึ้นด้วย เนื่องจากความถี่ของการประชุมของคณะกรรมการบริษัทสามารถเป็นตัวแทนของเวลา และความมุ่งมั่นในการตรวจสอบการบริหารจัดการ Hsu, Huang and Lai (2015, pp. 730-744) ผู้บริหารอาจปกป้องเงินทุนของนักลงทุนด้วยการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น เพื่อสำรองไว้เพื่อเหตุฉุกเฉิน หรือสะสมไว้ลงทุนในอนาคต (Opler, et al., 1999, pp. 3-46) เพื่อสร้างผลตอบแทนกลับคืนสู่ผู้ถือหุ้น สำหรับตัวแปรควมคุมอื่น ๆ ได้แก่ ขนาดของบริษัท ภาระหนี้สินของบริษัท สภาพคล่องของบริษัท และเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร มีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดของบริษัท

ผลการศึกษาของงานวิจัยนี้พบว่า การควมรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในบุคคลเดียวกันและการประชุมของคณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสดของบริษัท ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการใช้ข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเป็นประโยชน์ต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในการใช้ข้อมูลเพื่อเป็นแนวทางในการพัฒนาและปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อลดปัญหาตัวแทนที่อาจเกิดขึ้นจากการถือครองเงินสด

บรรณานุกรม (Bibliography)

- Boubaker, S., Derouiche, I. and Nguyen, D. K. (2015). Does the board of directors affect cash holdings? A study of French listed firms. *Journal of Management and Governance*, 19(2), 341-370.
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994.
- Drobetz, W., Halling, M. and Schroder, H. (2015). *Corporate life-cycle dynamics of cash holdings*. Retrieved June 12, 2017, from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2578315
- Eamsherangkoon, S. (2008). *Corporate cash holdings, earnings management and corporate governance: Evidence from Thailand*. Master thesis, M.S., Chulalongkorn University, Bangkok.



- Gill, A. and Shah, C. (2012). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Canada. **International Journal of Economics and Finance**, 4(1), 70-79.
- Gujarati, D. N. (2004). **Basic Econometrics**, (4th ed.). NewYork: Te McGraw-Hill Companies.
- Harford, J., Mansi, S. A. and Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. **Journal of Financial Economics**, 87(3), 535-555.
- Hsu, W. Y., Huang, Y. and Lai, G. (2015). Corporate governance and cash holdings: Evidence from the US property-liability insurance industry. **Journal of Risk and Insurance**, 82(3), 715-748.
- Keynes, J. M. (1936). **The general theory of employment, interest and money**. London: McMillan.
- Khan, A., Bibi, M. and Tanveer, S. (2016). The impact of corporate governance on cash holdings: A comparative study of the manufacturing and service industry. **Financial Studies**, 20(3), 40-79.
- Kuan, T. H., Li, C. S. and Liu, C. C. (2012). Corporate governance and cash holdings: A quantile regression approach. **International Review of Economics and Finance**, 20(4), 303-314.
- Lee, K. W. and Lee, C. F. (2009). Cash holdings, corporate governance structure and firm valuation. **Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies**, 12(03), 475-508.
- Limsakul, N. (2015). **The relationship between structure of shareholders and cash holding of registered companies in the Stock Exchange of Thailand**. Master thesis, M.B.A., Burapha University, Chon Buri.
- Liu, Q., Luo, T. and Tian, G. G. (2015). Family control and corporate cash holdings: Evidence from China. **Journal of Corporate Finance**, 21(2), 220-245.
- Luo, Q. and Hachiya, T. (2005). Corporate governance, cash holdings, and firm value: Evidence from Japan. **Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies**, 8(04), 613-636.
- Masood, A. and Shah, A. (2014). Corporate governance and cash holdings in listed non-financial firms of Pakistan. **Business Review**, 9(2), 48-73.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. **Journal of Financial Economics**, 52(1), 3-46.
- Sheikh, N. A. and Khan, M. I. (2015). The impact of board attributes and insider ownership on corporate cash holdings: Evidence from Pakistan. **Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences**, 9(1), 52-68.
- Steyn-Bruwer, B. W. and Hamman, W. D. (2005). Cash flow patterns in listed South African industrial companies. **Meditari Accountancy Research**, 13(1), 1-17.
- Utaipattanasak, R. (2016). **Relationship between cash holdings and firm value: Evidence from the Stock Exchange of Thailand**. Independent study, M.S., Thammasat University, Bangkok.