



ความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ :  
กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวรัมภาภรณ์ อุทัยพัฒนาศักดิ์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2559  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ :  
กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวรัมภาภรณ์ อุทัยพัฒนาศักดิ์



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2559  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

RELATIONSHIP BETWEEN CASH HOLDINGS AND FIRM VALUE :  
EVIDENCE FROM THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

BY

MISS RUMPAPORN UTAIPATTANASAK



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF  
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE  
FINANCIAL MANAGEMENT  
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY  
THAMMASAT UNIVERSITY  
ACADEMIC YEAR 2016  
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวรัมภาภรณ์ อุทัยพัฒนาศักดิ์

เรื่อง

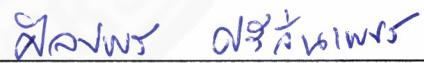
ความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ :  
กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

30 ส.ย. 2560

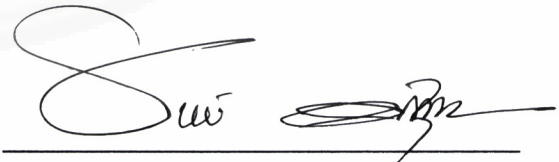
เมื่อ วันที่.....

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



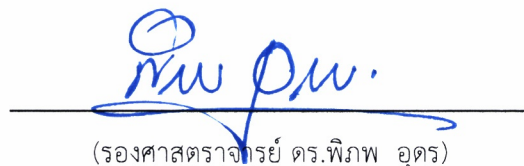
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(อาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ)

คณบดี

  
(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของ กิจการ : กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวรัมภาภรณ์ อุทัยพัฒนาศักดิ์
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	อาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ
ปีการศึกษา	2559

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2554 - 2558 จำนวน 367 บริษัท จำนวนทั้งสิ้น 1,835 กลุ่มตัวอย่าง โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์แบบจำลองการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ผลการศึกษาพบว่า ระดับการถือครองเงินสดที่จะทำให้มูลค่ากิจการสูงที่สุดมีอยู่จริง และการเบี่ยงเบนของระดับการถือครองเงินสดออกจากจุดที่เหมาะสม ทั้งการเพิ่มขึ้นและลดลง จะส่งผลทำให้มูลค่าของกิจการลดลง นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการที่เป็นความสัมพันธ์ในลักษณะที่ไม่เป็นเชิงเส้นตรง

**คำสำคัญ:** การถือครองเงินสด, มูลค่าของกิจการ, ระดับเงินสดที่เหมาะสม

Independent Study Title	RELATIONSHIP BETWEEN CASH HOLDINGS AND FIRM VALUE : EVIDENCE FROM THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
Author	Miss Rumpaporn Utaipattanasak
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Teerachai Arunruangsirilert, Ph.D.
Academic Years	2016

### ABSTRACT

This research aims to study relationships between corporate cash holdings and firm value for firms in the Stock Exchange of Thailand. It examines 367 firms between 2011 and 2015 representing 1,835 observations by using multiple regression analysis. Results show that an optimum level of cash holdings that maximizes firm value is existent. Deviations from the optimum point of cash holdings decrease firm value. Results also show a nonlinear relationship between cash holdings and firm value.

**Keywords:** Cash holdings, Firm value, Optimum cash level

## กิตติกรรมประกาศ

งานค้นคว้าอิสระเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ : กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี เนื่องด้วยการสนับสนุนและความอนุเคราะห์ของหลายฝ่าย ซึ่งผู้วิจัยรู้สึกซาบซึ้งและขอบพระคุณเป็นอย่างยิ่ง

ขอขอบพระคุณ อาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ ในครั้งนี้ ที่ท่านได้ให้โอกาสในการนำเสนอหัวข้อการค้นคว้าอิสระ และสละเวลาในการให้คำปรึกษา และคำแนะนำที่เป็นประโยชน์ต่อการศึกษาในครั้งนี้ รับฟังปัญหาและชี้แนะแนวทางแก้ไข ทำให้ งานวิจัยชิ้นนี้สำเร็จได้ด้วยดี และขอขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร ประธาน กรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ ที่ท่านกรุณาสละเวลามาเพื่อรับฟังการนำเสนองานค้นคว้าอิสระ และให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์สำหรับการปรับปรุงงานค้นคว้าอิสระฉบับนี้ให้ดียิ่งขึ้น

ขอขอบพระคุณคุณอาจารย์ทุกท่านที่ได้สอนและให้วิชาความรู้แก่ผู้วิจัย ตลอดช่วงระยะเวลาที่ได้ศึกษาในหลักสูตรควตริ-โททางการบัญชีและบริหารธุรกิจ (IBMP) คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ความรู้และประสบการณ์ที่ได้รับ เป็นประโยชน์ และสามารถนำมาประยุกต์ใช้ในงานค้นคว้าอิสระนี้

ขอขอบพระคุณบิดา มารดา และครอบครัว ที่คอยสนับสนุนและให้กำลังใจผู้วิจัยเสมอ มา ขอขอบคุณเพื่อนนักศึกษาในรุ่น IBMP7 ทุกคนที่ได้ให้ความช่วยเหลือ ให้คำปรึกษา และให้กำลังใจมาโดยตลอด และขอขอบคุณพี่เจ้าหน้าที่โครงการ IBMP ที่คอยให้ความช่วยเหลือและอำนวยความสะดวกตลอดช่วงระยะเวลาการค้นคว้าอิสระจนสำเร็จลุล่วง

สุดท้ายนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณผู้ที่ให้ความสนใจอ่านงานค้นคว้าอิสระฉบับนี้ และหวังเป็นอย่างยิ่งว่างานวิจัยฉบับนี้จะก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ที่สนใจต่อไป

นางสาวรัมภาภรณ์ อุทัยพัฒนะศักดิ์

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
สารบัญภาพ	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	3
1.3 คำถามงานวิจัย	4
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากงานวิจัย	4
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	5
2.1.1 ทฤษฎีความพอใจในสภาพคล่อง (Liquidity Preference Theory)	5
2.1.2 ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory)	5
2.1.3 ทฤษฎีการแลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-off Theory)	6
2.1.4 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)	6
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	7
2.3 กรอบแนวคิดงานวิจัย	10



บทที่ 3 วิธีการวิจัย	12
3.1 กลุ่มตัวอย่าง	12
3.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	12
3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	13
3.3.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)	13
3.3.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)	13
3.3.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)	13
3.4 สมมติฐานของงานวิจัย	14
3.5 เครื่องมือที่ใช้ในงานวิจัย	14
3.6 วิธีการศึกษา	15
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	17
4.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	17
4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)	18
4.3 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis)	19
4.3.1 ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1	19
4.3.2 ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2	21
4.3.3 ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3	23
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	25
5.1 สรุปผลการวิจัย	25
5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย	26
5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย	26
รายการอ้างอิง	27

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

29

ภาคผนวก ข

31

ประวัติผู้เขียน

33



## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
4.1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร	17
4.2 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร	18
4.3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของแบบจำลองที่ 1	20
4.4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของแบบจำลองที่ 2	21
4.5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของแบบจำลองที่ 3	22
4.6 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของแบบจำลองที่ 4	23



## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 กรอบแนวคิดงานวิจัยของแบบจำลองที่ 1	10
2.2 กรอบแนวคิดงานวิจัยของแบบจำลองที่ 2	10
2.3 กรอบแนวคิดงานวิจัยของแบบจำลองที่ 3	11
2.4 กรอบแนวคิดงานวิจัยของแบบจำลองที่ 4	11



## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญ

สำหรับบริษัทที่ดำเนินธุรกิจนั้น เงินสด (Cash) จัดเป็นสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีสภาพคล่องมากที่สุด ซึ่งแสดงเป็นรายการหนึ่งอยู่ในงบแสดงฐานะการเงิน เงินสดเป็นส่วนสำคัญในระบบการบริหารเงินสด (Cash Management) คือการบริหารสภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการเก็บรวบรวมเงินสด การจ่ายเงินสด และการลงทุนในหลักทรัพย์ชั่วคราว เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดจากเงินสดที่มีอยู่ ซึ่งในการดำเนินธุรกิจส่วนใหญ่มักเกิดคำถามที่ว่า กิจการควรถือครองเงินสด (Cash Holdings) ไว้ปริมาณมากหรือน้อยเพียงใด เพื่อให้เพียงพอต่อการดำเนินธุรกิจ ซึ่งคำตอบส่วนใหญ่ที่ได้รับความนิยมแบ่งออกได้เป็น 3 กลุ่ม ดังนี้ กลุ่มแรกมีความคิดว่ากิจการควรถือครองเงินสดไว้มากเกินไปเหมือนการป้องกันเอาไว้ก่อน เพื่อมีสำรองในการใช้จ่ายต่างๆ ป้องกันการขาดสภาพคล่อง เพิ่มความมั่นใจในการบริหารงาน และใช้บอกถึงความมั่งคั่งของกิจการอีกด้วย ส่วนกลุ่มที่สองเห็นว่ากิจการควรถือครองเงินสดไว้น้อย เพราะการถือเงินสดไว้ในมือไม่ทำให้เกิดผลตอบแทน ต่างจากการนำเงินสดไปลงทุน เช่น นำเงินสดไปซื้อสินค้าคงเหลือเพื่อขายและเกิดลูกหนี้ ทำให้กิจการมีรายได้ เป็นการเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการ แต่การถือครองเงินสดไว้น้อยก็มีข้อเสียคือกิจการอาจเกิดปัญหาการขาดสภาพคล่อง ส่วนกลุ่มสุดท้ายเห็นว่ากิจการควรถือครองเงินสดในปริมาณที่เหมาะสม คือไม่ถือเงินสดไว้มากเกินไปหรือน้อยจนเกินไป ซึ่งจะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อกิจการ แต่ทั้งนี้ก็ไม่สามารถระบุได้ชัดเจนว่าปริมาณที่เหมาะสมควรเป็นเท่าไรสำหรับแต่ละกิจการ

ในความเป็นจริงแล้วกิจการควรจะถือครองเงินสดในปริมาณที่เพียงพอสำหรับใช้ในการดำเนินธุรกิจ เช่น การซื้อสินค้า การจ่ายเงินเดือนพนักงาน และการจ่ายชำระหนี้สิน เป็นต้น ในส่วนของประโยชน์ของการถือครองเงินสดนั้นมีหลากหลาย Keynes (1936) นักเศรษฐศาสตร์ชาวอังกฤษ กล่าวว่าเหตุผลที่บุคคลและกิจการต้องถือเงินสดนั้น มีอยู่ด้วยกันทั้งหมด 3 ประการ ดังนี้ ประการแรกคือ การถือเงินสดไว้เพื่อใช้ในการดำเนินธุรกิจประจำวัน (Transaction Motive) เพราะกิจการมีความจำเป็นต้องมีสภาพคล่องสำหรับการใช้จ่ายในปัจจุบัน ประการที่สองคือ การถือเงินสดไว้เพื่อใช้ในกรณีฉุกเฉิน (Precautionary Motive) โดยกิจการจะต้องรักษาสภาพคล่องไว้ เมื่อเผชิญกับเหตุการณ์ฉุกเฉินที่ไม่ได้คาดการณ์ไว้ล่วงหน้า กิจการจึงต้องมีการถือเงินสดไว้เพื่อป้องกันเงินสดขาดแคลน และยังเป็นทางเลือกความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดด้วย ประการสุดท้ายคือ การถือเงินสดไว้เพื่อรอจังหวะการลงทุนในอนาคต (Speculative Motive) เช่น การขยายธุรกิจ หรือลงทุน

ในธุรกิจใหม่ ซึ่งจะมีระยะเวลาในการตัดสินใจที่จำกัดและมีความจำเป็นที่จะต้องใช้เงินทุน โดยการใช้เงินทุนจากภายในจะทำให้กิจการได้กำไรจากการลงทุนในโครงการโดยไม่จำเป็นต้องหาเงินทุนจากภายนอกที่มีต้นทุนสูง ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order) คือแหล่งเงินทุนที่กิจการสามารถนำไปลงทุนอย่างเหมาะสมตามลำดับก่อน-หลัง ได้แก่ 1. แหล่งเงินทุนภายใน (Internal Fund) เช่น กำไรสะสม เงินสดที่กิจการถือครอง 2 แหล่งเงินทุนภายนอก (External Fund) เช่น การกู้ยืมเงินจากธนาคารหรือสถาบันการเงิน 3. การออกหุ้นสามัญเพิ่ม (Common Stock Issuance) แต่อย่างไรก็ตามการถือครองสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงอย่างเงินสดไว้จะก่อให้เกิดต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) จากการที่กิจการไม่ได้บริหารสินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์สูงสุด เพราะหากกิจการนำเงินสดไปลงทุนในสินทรัพย์อื่นที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า จะทำให้กิจการได้รับผลตอบแทนมากกว่าการถือครองเงินสดไว้ในมือ หรือการฝากธนาคาร ยิ่งไปกว่านั้น Jensen (1986) กล่าวว่า สภาพคล่องและกระแสเงินสดอิสระของกิจการสามารถก่อให้เกิดปัญหาจากตัวแทน (Agency Problem) ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น และอาจทำให้ผู้บริหารตัดสินใจโดยใช้ดุลยพินิจซึ่งขัดแย้งกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ซึ่งจากเหตุผลที่กล่าวมาข้างต้นทำให้เกิดคำถามที่ว่ากิจการควรถือครองเงินสดไว้ในปริมาณเท่าใดจึงจะเหมาะสมและเพียงพอสำหรับใช้ในการดำเนินธุรกิจและเกิดความสมดุลระหว่างต้นทุนและประโยชน์ที่กิจการได้รับ

งานวิจัยของต่างประเทศในอดีตที่ผ่านมาจะมุ่งเน้นการศึกษาเรื่องการถือครองเงินสดของกิจการ (Corporate Cash Holdings) โดยจะศึกษาเกี่ยวกับมูลค่าส่วนเพิ่ม (Marginal Value) ของเงินสดจากหลากหลายมุมมอง มีการอภิปรายถึงมูลค่าและความจำเป็นของเงินสด โดยศึกษาการเพิ่มขึ้นของมูลค่าของผู้ถือหุ้น (Shareholder Value) เมื่อกิจการถือเงินสดเพิ่มขึ้นทุก 1 ดอลลาร์ Pinkowitz et al. (2006) ได้ประมาณการมูลค่าส่วนเพิ่มของเงินสด และพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดและมูลค่าของกิจการในประเทศที่ขาดการคุ้มครองนักลงทุนจะต่ำกว่าในประเทศอื่นๆ Dittmar and Marth-Smith (2007) ศึกษาถึงผลกระทบของธรรมาภิบาล (Corporate Governance) ต่อมูลค่าของกิจการ โดยเปรียบเทียบมูลค่าและการใช้เงินสดที่ถือครองในกิจการที่มีธรรมาภิบาลที่ดีและไม่ดี การศึกษาอื่นจะศึกษาโดยเชื่อมโยงมูลค่าของเงินสดกับโอกาสในการลงทุนของกิจการ (Pinkowitz and Williamson, 2007) หรือมูลค่าของเงินสดกับนโยบายการเงินของกิจการ (Faulkender and Wang, 2006) Drobetz et al. (2010) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าส่วนเพิ่มของเงินสดกับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) Tong (2011) ศึกษาถึงผลกระทบของการกระจายธุรกิจ (Firm Diversification) ต่อมูลค่าของเงินสดที่กิจการถือครอง Martinez-Sola et al. (2013) เห็นว่าแม้จะมีงานวิจัยเกี่ยวกับการถือครองเงินสดของกิจการออกมาหลากหลาย แต่ยังไม่มียานวิจัยที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์โดยตรง

ระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งการที่กิจการถือครองเงินสดนั้นจะเป็นการแลกได้แลกเสีย (Trade-off) ระหว่างต้นทุนที่เสียไปกับประโยชน์ที่ได้รับ จึงน่าจะมีระดับการถือครองเงินสดที่เหมาะสมที่ทำให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุด

สำหรับในส่วนของประเทศไทย ผู้วิจัยเห็นว่ายังไม่มียงานวิจัยที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างเงินสดที่กิจการถือครองและมูลค่าของกิจการเช่นเดียวกับในต่างประเทศ ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะต่อยอดโดยศึกษาจากงานวิจัยของ Martínez-Sola et al. (2013) ซึ่งจะทำการศึกษาโดยใช้กลุ่มตัวอย่างคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET : The Stock Exchange of Thailand) เนื่องจากในประเทศไทยมีตลาดหลักทรัพย์ 2 แห่ง คือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai : Market for Alternative Investment) ซึ่งนักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 2 แห่งนี้ได้ โดยส่วนใหญ่บริษัทที่จดทะเบียนใน SET จะเป็นบริษัทขนาดใหญ่ มีความมั่นคง ส่วนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ mai จะมีลักษณะเป็นธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม ซึ่งมีศักยภาพในการเติบโตสูง แต่จากการศึกษาพบว่าจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด SET มีจำนวนสูงกว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด mai และนักลงทุนส่วนใหญ่มักจะลงทุนในบริษัทที่จดทะเบียนใน SET เห็นได้จากปริมาณและมูลค่าการซื้อขายซึ่งมีมูลค่าสูงกว่าตลาด mai มาก ดังนั้นการศึกษาข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด SET จะสามารถให้ผลลัพธ์ที่น่าเชื่อถือกว่าและสามารถประยุกต์ใช้ได้ในวงกว้าง

## 1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดของกิจการ (Corporate Cash Holdings) และมูลค่าของกิจการ (Firm Value) เพื่อหาว่ามีจุดที่ระดับการถือครองเงินสดของกิจการเหมาะสม ซึ่งจะทำให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุดอยู่จริงหรือไม่ และหากระดับการถือครองเงินสดเปลี่ยนแปลงไปจะทำให้มูลค่าของกิจการเปลี่ยนไปอย่างไร ทั้งนี้จะทำการศึกษาโดยใช้กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยระยะเวลาที่ใช้ศึกษาย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 ถึง พ.ศ. 2558

### 1.3 คำถามงานวิจัย

ระดับการถือครองเงินสดของกิจการที่เหมาะสมที่ทำให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุดมีอยู่จริงหรือไม่ และหากระดับการถือครองเงินสดของกิจการเปลี่ยนแปลงไปจากจุดที่เหมาะสม จะทำให้มูลค่าของกิจการเปลี่ยนไปอย่างไร

### 1.4 ประโยชน์ของงานวิจัย

งานวิจัยนี้จะเป็นประโยชน์โดยตรงต่อบริษัท เพื่อให้บริษัทเห็นถึงความสำคัญของการบริหารจัดการระดับเงินสดที่กิจการถือครอง โดยควรจะคำนึงถึงปัจจัยที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ความจำเป็นของการถือเงินสด ประโยชน์ที่ได้รับและต้นทุนที่เสียไปกับการถือครองเงินสด รวมถึงปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจากการถือเงินสด เพื่อให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุด

นอกจากนี้งานวิจัยนี้ยังจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน เพื่อให้นักลงทุนเข้าใจถึงความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ และให้ความสำคัญในการพิจารณาเงินสดเป็นส่วนหนึ่งในการตัดสินใจเลือกบริษัทที่จะลงทุน เพราะเงินสดเป็นสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของกิจการและการลงทุนในธุรกิจ เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อตัวนักลงทุนเอง



## บทที่ 2

### วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ในปัจจุบันมีงานวิจัยที่ให้ความสำคัญกับเรื่องการถือครองเงินสดของกิจการเพิ่มมากขึ้น ทั้งนี้มีหลายทฤษฎีที่ถูกนำมาใช้เป็นกรอบแนวคิดสำหรับงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการถือครองเงินสด โดยในการพิจารณาถึงระดับการถือครองเงินสดที่เหมาะสมของกิจการควรที่จะศึกษาและคำนึงถึงทฤษฎีต่างๆ ดังนี้

##### 2.1.1 ทฤษฎีความพอใจในสภาพคล่อง (Liquidity Preference Theory)

ทฤษฎีความพอใจในสภาพคล่อง เป็นทฤษฎีที่ถูกริเริ่มโดย Keynes (1936) กล่าวถึงแรงจูงใจในการถือเงินสด 3 ประการ นั่นคือ

1. การถือเงินสดไว้เพื่อใช้ในการดำเนินธุรกิจประจำวัน (Transaction Motive) เพื่อช่วยป้องกันปัญหาการขาดสภาพคล่อง เนื่องจากกระแสเงินสดเข้าและกระแสเงินสดออกของกิจการนั้นไม่ได้เกิดขึ้นพร้อมกัน ดังนั้นกิจการจึงจำเป็นต้องมีการสำรองเงินสดไว้จำนวนหนึ่งสำหรับค่าใช้จ่ายต่างๆ

2. การถือเงินสดไว้เพื่อใช้ในกรณีฉุกเฉิน (Precautionary Motive) ซึ่งอาจเป็นเหตุการณ์ที่ไม่ได้คาดคิด เช่น อุบัติเหตุ ภัยธรรมชาติ ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ หรือเครื่องจักรชำรุด ทำให้ไม่สามารถผลิตสินค้าหรือดำเนินธุรกิจได้

3. การถือเงินสดไว้เพื่อรอจังหวะการลงทุนในอนาคต (Speculative Motive) เมื่อมีโอกาสเข้ามา เช่น การขยายธุรกิจ หรือการลงทุนในธุรกิจใหม่ ซึ่งเป็นการตัดสินใจที่ต้องใช้เงินทุนในการดำเนินการ หากกิจการได้มีการสำรองเงินทุนเอาไว้ กิจการก็ไม่จำเป็นต้องพึ่งแหล่งเงินทุนจากภายนอก ซึ่งมีต้นทุนที่สูงกว่า

##### 2.1.2 ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น กล่าวถึงแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมที่กิจการควรจะไปใช้ในการลงทุนตามลำดับก่อน-หลัง เนื่องจากเงินทุนจากแต่ละแหล่งล้วนมีต้นทุนที่ต่างกัน โดยต้นทุนของแหล่งเงินทุนจากน้อยไปมาก ได้แก่

1. แหล่งเงินทุนภายใน (Internal Fund) ได้แก่ กำไรสะสม และเงินสดที่กิจการถือครอง

2. แหล่งเงินทุนภายนอก (External Fund) เช่น การกู้ยืมเงินจากธนาคาร หรือสถาบันการเงิน

3. การออกหุ้นสามัญเพิ่ม (Common Stock Issuance)

### 2.1.3 ทฤษฎีการแลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-off Theory)

เริ่มแรกนั้นถูกเสนอโดย Modigliani and Miller (1958) กล่าวว่าไม่ว่ากิจการจะมีโครงสร้างเงินทุนรูปแบบใด ล้วนไม่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ แต่มูลค่าของกิจการจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยง และการตัดสินใจลงทุนของกิจการ ภายใต้เงื่อนไขที่ว่าตลาดสมบูรณ์และมีประสิทธิภาพ แต่ในความเป็นจริงตลาดไม่สมบูรณ์ ทั้งยังมีเรื่องของภาษี ความล้มเหลวทางการเงิน และปัญหาตัวแทน ซึ่งทำให้การตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ ทฤษฎีแลกเปลี่ยนชดเชยจึงกล่าวถึงระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของกิจการ ซึ่งควรจะมีทั้งหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น โดยจะมีระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่ทำให้กิจการได้รับประโยชน์ทางภาษีสูงสุดจากการกู้ยืมเพื่อมาใช้เป็นเงินทุนในการดำเนินกิจการ

ทั้งนี้ Opler et al. (1999) ได้นำทฤษฎีการแลกเปลี่ยนชดเชยนี้มาใช้ศึกษาในเรื่องระดับการถือครองเงินสดของกิจการ โดยเน้นไปที่การแลกเปลี่ยนชดเชยระหว่างต้นทุนที่เสียไปกับประโยชน์ที่จะได้รับจากการถือครองเงินสด ซึ่งน่าจะนำไปสู่ระดับของเงินสดที่เหมาะสมที่กิจการควรจะมีถือครอง เนื่องจากเงินสดถือเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง ดังนั้นต้นทุนของการถือครองเงินสด ได้แก่ ต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) จากการถือสินทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์ เนื่องจากเงินสดเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนในสินทรัพย์อื่นที่มีความเสี่ยงใกล้เคียงกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากกิจการต้องตัดสินใจที่จะไม่ลงทุนในสินทรัพย์อื่นเพื่อที่จะรักษาระดับเงินสดเอาไว้ นอกจากนี้ยังมีปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ซึ่งเกิดจากการที่กิจการถือเงินสดเอาไว้มากเกินไป โดยอาจจะส่งผลต่อการตัดสินใจของผู้บริหารที่อาจขัดแย้งกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

### 2.1.4 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทนเป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างเจ้าของกับตัวแทน โดยในที่นี้เจ้าของคือผู้ถือหุ้น ซึ่งจะให้ความสำคัญกับการเพิ่มขึ้นของมูลค่าของกิจการ ส่วนตัวแทนคือผู้บริหาร ที่มักจะได้รับค่าตอบแทนเป็นเงินเดือนและไม่มีส่วนได้เสียกับกิจการ และทฤษฎีนี้มองว่าทุกคนในองค์กรย่อมทำเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว จึงทำให้เกิดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ขึ้น เนื่องจากผู้บริหารตัดสินใจโดยไม่คำนึงว่าจะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้เป็นเจ้าของหรือไม่ นอกจากนี้ยังมีปัญหาความอสมมาตรในการเข้าถึงข้อมูลระหว่างเจ้าของและตัวแทนด้วย โดย Jensen and Meckling (1976) กล่าวว่า ประโยชน์ของการถือครองเงินสดไว้สำรองสำหรับ

การตัดสินใจลงทุนในโครงการต่างๆ โดยไม่ต้องหวังพึ่งการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกนั้น หากขาดการบริหารจัดการและดูแลอย่างดี ประโยชน์ที่จะได้รับอาจกลายเป็นต้นทุนที่เพิ่มมากขึ้น เนื่องจากการสำรองเงินสดไว้เป็นจำนวนมากจะเป็นการเพิ่มปัญหาตัวแทน กล่าวคือมีโอกาสที่จะเกิดความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นมากขึ้น เพราะผู้บริหารมีเงินทุนจำนวนมากอยู่ภายใต้การบริหารจัดการ อาจเป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารใช้จ่ายเงินอย่างสุรุ่ยสุร่ายโดยขาดการพิจารณาอย่างรอบคอบ นอกจากนี้ผู้บริหารยังสามารถตัดสินใจใช้เงินจำนวนนี้ไปกับการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพที่ให้ผลประโยชน์ในรูปแบบที่ไม่ใช่ตัวเงิน และยังเป็นการทำลายมูลค่าของผู้ถือหุ้นอีกด้วย

## 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการค้นคว้างานวิจัยในต่างประเทศที่ผ่านมาพบว่า ประเด็นของงานศึกษาในช่วงแรกจะมุ่งเน้นเกี่ยวกับเรื่องการถือครองเงินสดของกิจการ (Corporate Cash Holdings) โดยงานวิจัยเหล่านี้จะสมมติให้ระดับเงินสดที่เหมาะสมมีอยู่จริง และทำการพิสูจน์ว่าการตัดสินใจที่เกี่ยวข้องกับเงินสดเป็นไปตาม Partial Adjustment Model แม้ว่าจะยังไม่มีหลักฐานเชิงประจักษ์ที่มายืนยันว่าทำไมกิจการจึงเลือกที่จะปฏิบัติตาม Partial Adjustment Model (Kim et al., 1998 และ Opler et al., 1999) สำหรับงานวิจัยในช่วงต่อมาได้หันมาศึกษาเกี่ยวกับมูลค่าส่วนเพิ่ม (Marginal Value) ของเงินสดในหลายมุมมอง มีการศึกษาถึงคุณค่าและความจำเป็นของเงินสด โดยวิเคราะห์การเพิ่มขึ้นของมูลค่าของผู้ถือหุ้น ต่อการที่กิจการถือเงินสดเพิ่มขึ้นทุก 1 ดอลลาร์ โดยแยกกลุ่มตัวอย่างออกเป็นกลุ่มย่อยเพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะของกิจการในแต่ละประเภท Pinkowitz et al. (2006) ได้ประมาณการมูลค่าส่วนเพิ่มของเงินสด และพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดและมูลค่าของกิจการในประเทศที่ขาดการคุ้มครองนักลงทุนจะต่ำกว่าในประเทศอื่นๆ นอกจากนี้ Dittmar and Marth-Smith (2007) ยังได้ทำการศึกษาว่าการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ส่งผลกระทบอย่างไรต่อมูลค่าของกิจการ โดยทำการเปรียบเทียบมูลค่าและการใช้เงินสดที่ถือครองระหว่างกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการดีและกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการไม่ดี นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยอื่นของ Pinkowitz and Williamson (2007) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าเงินสดของกิจการกับโอกาสในการลงทุนของกิจการ หรืองานวิจัยที่ศึกษาถึงมูลค่าของเงินสดกับนโยบายการเงินของกิจการ ของ Faulkender and Wang (2006) ต่อมา Drobetz et al. (2010) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าส่วนเพิ่มของเงินสดกับความอสมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) พบว่าการได้รับข้อมูลข่าวสารไม่เท่าเทียมกันส่งผลให้มูลค่าส่วนเพิ่มของเงินสดลดลง และ Tong (2011) ได้ศึกษาถึงผลกระทบของการกระจาย

ธุรกิจ (Firm Diversification) ต่อมูลค่าของเงินสดที่กิจการถือครอง โดยใช้ระเบียบวิธีวิจัยของ Faulkender and Wang (2006) ในการศึกษาเพื่อวัดมูลค่าส่วนเพิ่มของเงินสดที่กิจการถือครอง

Martínez-Sola et al. (2013) พบว่าแม้จะมีงานวิจัยเกี่ยวกับการถือครองเงินสดของกิจการออกมาหลากหลาย แต่ยังไม่มียงานวิจัยที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์โดยตรงระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งการที่กิจการถือครองเงินสดเอาไว้จะก่อให้เกิดทั้งประโยชน์และต้นทุนต่อกิจการ ดังนั้นจึงควรมีระดับเงินสดที่เหมาะสมซึ่งจะทำให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุด อย่างไรก็ตาม Jensen (1986) พบว่าการที่กิจการถือสินทรัพย์สภาพคล่องเอาไว้มากสามารถทำให้เกิดปัญหาตัวแทนระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นได้ ดังนั้นระดับการถือครองเงินสดที่เหมาะสมของกิจการจึงเป็นผลลัพธ์ของการ Trade-off ระหว่างต้นทุนและประโยชน์ที่ได้รับจากการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง ตามการศึกษาของ Kim et al. (1998) ที่กล่าวว่า กิจการจะต้องบริหารสมดุลระหว่างประโยชน์ของการถือครองเงินสดกับต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการสำรองเงินสด ซึ่งระดับการถือเงินสดที่เหมาะสมควรจะเป็นจุดที่ต้นทุนส่วนเพิ่มของเงินสดหักลบกับประโยชน์ส่วนเพิ่มได้อย่างพอดี (Offset)

โดย Martínez-Sola et al. (2013) ได้ทำการศึกษาเพื่อทดสอบว่า มีจุดที่ระดับเงินสดเหมาะสมที่ส่งผลให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุด โดยการศึกษาเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นเชิงเส้นตรง (Nonlinear Relationship หรือ Concave) ระหว่างการถือครองเงินสดและมูลค่าของกิจการ โดยมีสมมติฐานว่าหากมีความสัมพันธ์แบบ Concave แสดงว่าการที่ระดับเงินสดเปลี่ยนแปลงไปจากจุดที่เหมาะสมจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง ซึ่งทำให้เกิดคำถามต่อมาว่า หากระดับเงินสดเปลี่ยนแปลงไปจากจุดที่เหมาะสมจะทำให้มูลค่าของกิจการลดลงหรือไม่ ซึ่งคำถามของงานวิจัยนี้ได้มาจากงานวิจัยของ Tong (2008) ซึ่งใช้ตัวแทนในการวัดมูลค่าของกิจการที่แตกต่างกัน 3 ตัว เพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือของผลลัพธ์

ในส่วนของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานั้น Kim et al. (1998) ใช้ข้อมูล Panel Data ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมในประเทศสหรัฐอเมริกา เพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสด ส่วนในงานวิจัยของ Martínez-Sola et al. (2013) นั้นได้ทำการศึกษาโดยใช้กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทที่มีรายชื่อในกลุ่มอุตสาหกรรมในประเทศสหรัฐอเมริกา (US Industrial Companies) จำนวน 472 บริษัท ทำการศึกษาในช่วงปี ค.ศ. 2001 ถึง ค.ศ. 2007 จำนวน 3,055 กลุ่มตัวอย่าง

ซึ่งตัวแปรที่ Martínez-Sola et al. (2013) ใช้ในการศึกษานั้น ได้แก่ ตัวแปรตามคือมูลค่าของกิจการ วัดด้วย Tobin's Q ซึ่ง Lewellen and Badrinath (1997) คำนวณจากอัตราส่วนของมูลค่าตลาดของกิจการต่อ Replacement Cost ของสินทรัพย์ และใช้ตัวแทน (Proxy) อื่นอีก 2 ตัวสำหรับการวัดมูลค่าของกิจการคือ Market-To-Book ratio 1 และ Market-To-Book ratio 2

ส่วนตัวแปรอิสระคือ CASH ซึ่งหาได้จากอัตราส่วนระหว่างเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวม นอกจากนี้ในงานวิจัยยังได้รวมตัวแปรควบคุมเข้าไปในแบบจำลอง ซึ่งเป็นตัวแปรที่ McConnell and Servaes (1990) เห็นว่าเป็นปัจจัยสำคัญที่จะส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ นั่นคือ การลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ขนาดของกิจการ และความสามารถในการชำระหนี้ (Leverage) โดยผลการศึกษาพบว่าระดับเงินสดที่เหมาะสมที่ทำให้มูลค่าของกิจการสูงสุดมีอยู่จริง และการเปลี่ยนแปลงระดับเงินสดทั้งการเพิ่มขึ้นและลดลงจากระดับที่เหมาะสม ส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง

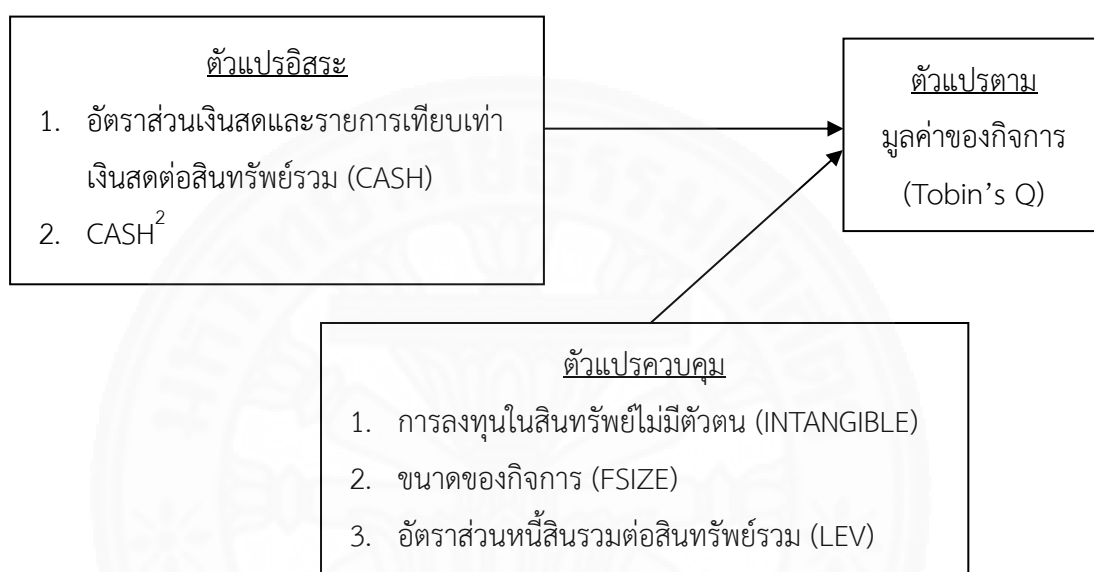
ในการที่จะประมาณค่าระดับเงินสดที่เหมาะสมสำหรับกิจการ (Optimum Cash Level) นั้น Shabbir, Hashmi and Chaudhary (2016) ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการถือครองเงินสดของกิจการ โดยใช้ข้อมูล Panel Data ของบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศปากีสถาน จำนวน 150 บริษัท ศึกษาในช่วงปี ค.ศ. 2004 ถึง ค.ศ. 2012 ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการ ขนาดของกิจการ กระแสเงินสด และความสามารถในการทำกำไร ส่งผลเชิงบวกต่อการถือครองเงินสดของกิจการ ในขณะที่อัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนของเงินทุนหมุนเวียนหักเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นต่อสินทรัพย์ ส่งผลเชิงลบต่อการถือครองเงินสดของกิจการ

สำหรับในส่วนงานวิจัยของประเทศไทยนั้น ไม่ได้เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการโดยตรง และส่วนใหญ่จะศึกษาโดยใช้กลุ่มตัวอย่างคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตัวอย่างงานวิจัยที่ผ่านมา เช่น ศุภกานต์ หวังวรวิชัย (2556) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างบริษัทกับการถือครองเงินสดของกิจการ โดยโครงสร้างบริษัทในที่นี้หมายถึงกิจการมีการกระจายธุรกิจ หรือเน้นธุรกิจเดียว ผลการศึกษาพบว่า กิจการที่มีการกระจายธุรกิจ มีระดับการถือครองเงินสดต่ำกว่ากิจการที่เน้นธุรกิจเดียวอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ ปาจริย์ สิมาพัฒน์พงศ์ (2556) ยังได้ทำการศึกษาว่าผลกระทบของมูลค่าเงินสดที่ถือต่อมูลค่ากิจการ ขึ้นอยู่กับการกำกับดูแลกิจการหรือไม่ โดยจำแนกกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีการกำกับดูแลกิจการดี และกลุ่มที่มีการกำกับดูแลกิจการน้อย โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงซ้อน และใช้ Tobin's Q เป็นตัวแปรวัดมูลค่ากิจการ ซึ่งผลการศึกษาพบว่า มูลค่าเงินสดของกิจการที่มีการกำกับดูแลดี ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ มากกว่ากิจการที่มีการกำกับดูแลน้อย

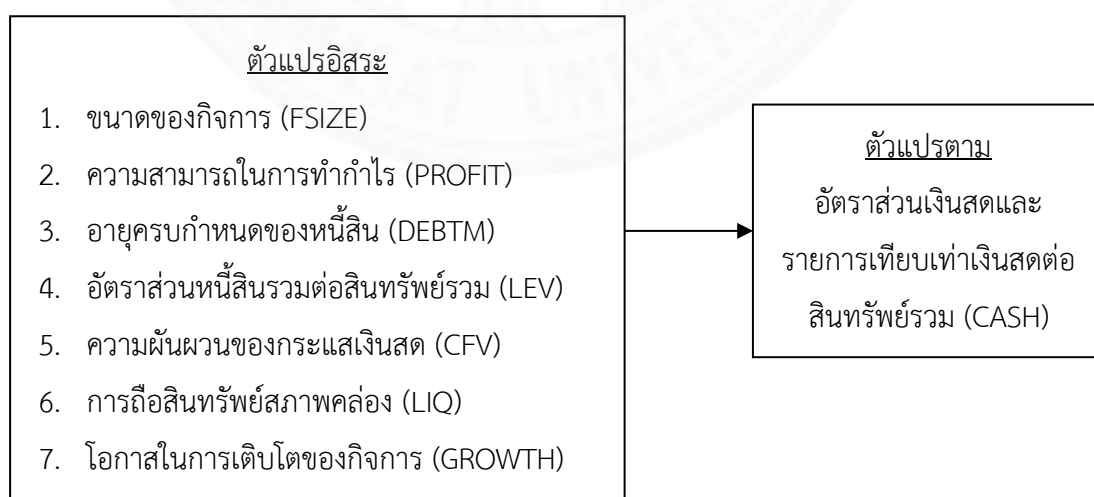
จากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่ายังไม่มียงานวิจัยในประเทศไทยที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์โดยตรงระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ งานวิจัยนี้จึงจะศึกษาต่อยอดจากงานวิจัยของ Martínez-Sola et al. (2013) และ Shabbir, Hashmi and Chaudhary

(2016) โดยจะใช้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา เพื่อให้ผลลัพธ์ที่ได้สอดคล้องกับลักษณะของบริษัทในประเทศไทย และสามารถนำผลลัพธ์มาประยุกต์ใช้ในประเทศไทยได้อย่างน่าเชื่อถือมากขึ้น

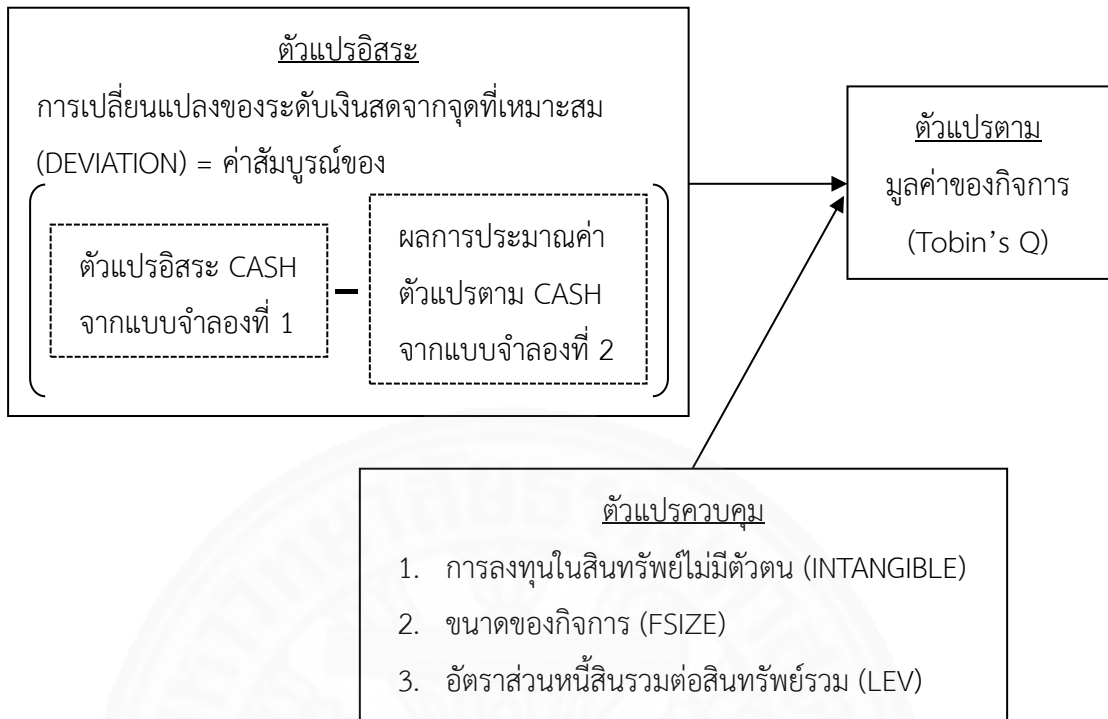
### 2.3 กรอบแนวคิดงานวิจัย



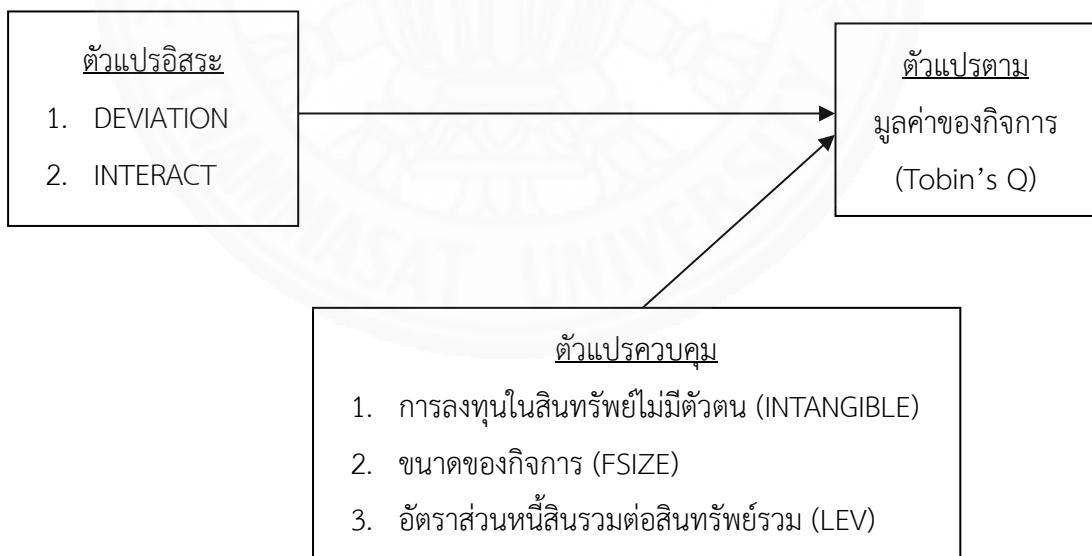
ภาพที่ 2.1 กรอบแนวคิดงานวิจัยของแบบจำลองที่ 1



ภาพที่ 2.2 กรอบแนวคิดงานวิจัยของแบบจำลองที่ 2



ภาพที่ 2.3 กรอบแนวคิดงานวิจัยของแบบจำลองที่ 3



ภาพที่ 2.4 กรอบแนวคิดงานวิจัยของแบบจำลองที่ 4

## บทที่ 3 วิธีการวิจัย

### 3.1 กลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยนี้จะทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET : The Stock Exchange of Thailand) โดยระยะเวลาที่ใช้ศึกษาย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 ถึง พ.ศ. 2558 ศึกษาข้อมูลรายปี โดยจะคัดเลือกเฉพาะบริษัทที่มีรายชื่อจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีการเผยแพร่งบการเงินออกสู่สาธารณะครบถ้วน ตลอดช่วงระยะเวลา 5 ปีที่ทำการศึกษา และจะทำการคัดบริษัทที่เข้าเกณฑ์ดังต่อไปนี้ ออก ได้แก่

- บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (FINCIAL) ซึ่งประกอบไปด้วย ธุรกิจธนาคาร ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ และธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากบริษัทในอุตสาหกรรมนี้ มีการดำเนินธุรกิจ ลักษณะและขนาดของสินทรัพย์และหนี้สิน แตกต่างจากบริษัทในอุตสาหกรรมอื่น จึงไม่ควรนำข้อมูลมารวมเป็นกลุ่มตัวอย่าง เนื่องจากอาจทำให้ผลการศึกษาเกิดความคลาดเคลื่อน

- บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน และบริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนรายชื่อ

- บริษัทที่เพิ่งเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยภายหลังปี พ.ศ. 2554 เนื่องจากมีข้อมูลที่ต้องใช้ในการคำนวณตัวแปรต่างๆ ไม่ครบถ้วน

หลังจากทำการคัดเลือกบริษัทกลุ่มตัวอย่างตามเกณฑ์ข้างต้นแล้ว ส่งผลให้เหลือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่นำมาใช้ในการศึกษา จำนวน 367 บริษัท โดยศึกษาเป็นระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 ถึง พ.ศ. 2558 คิดเป็นจำนวนรวม 1,835 กลุ่มตัวอย่าง

### 3.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและวิเคราะห์เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) และเป็นข้อมูลแบบ Panel Data โดยข้อมูลที่ใช้คือ ข้อมูลที่อยู่ในงบการเงินรายปีและเป็นงบการเงินรวมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามช่วงระยะเวลาที่จะศึกษา คือ ปี พ.ศ. 2554 ถึง พ.ศ. 2558 โดยใช้ทั้งตัวเลขจากงบแสดงฐานะการเงินและงบกำไรขาดทุน ทั้งนี้จะ



ทำการรวบรวมข้อมูลจาก 2 แหล่งข้อมูล ได้แก่ ระบบ SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ซึ่งเป็นระบบฐานข้อมูลออนไลน์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และระบบฐานข้อมูล Thompson Reuters Eikon (เดิมคือระบบ Datastream) ในส่วนของข้อมูลข่าวสารทั่วไปอื่นๆ จะค้นหาจากเว็บไซต์หลักของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th)

### 3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

#### 3.3.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

ตัวแปรตาม คือ มูลค่าของกิจการ (Firm Value) แทนด้วย  $V_{it}$  วัดมูลค่าโดยใช้ Tobin's Q ซึ่งจะคำนวณจาก อัตราส่วนของมูลค่าตลาดของกิจการ (Market Value of Firm) ต่อต้นทุนเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ของกิจการ (Replacement Cost of Assets) แต่เนื่องจากมีข้อจำกัดในการเก็บข้อมูลต้นทุนเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ จึงเปลี่ยนมาใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (Total Assets) แทน ส่วนมูลค่าตลาดของกิจการสามารถคำนวณได้จากผลรวมของ Market Capitalization กับมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวม (Total Debt) จะได้สูตรในการคำนวณดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Capitalization} + \text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

#### 3.3.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

สำหรับตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดต่อมูลค่าของกิจการ คือ CASH ซึ่งคำนวณได้จากอัตราส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด (Cash and Cash Equivalent) ต่อสินทรัพย์รวม (Total Assets) ดังนี้

$$\text{CASH} = \frac{\text{Cash and Cash Equivalent}}{\text{Total Assets}}$$

ซึ่งในที่นี้รายการเทียบเท่าเงินสด หมายถึง เงินลงทุนระยะสั้นที่มีสภาพคล่องสูง สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ง่าย รวมถึงมีความเสี่ยงที่จะขาดทุนต่ำมาก

และในที่นี้ได้เพิ่มตัวแปร  $\text{CASH}^2$  คือ ค่ากำลังสองของตัวแปร CASH เพื่อทดสอบความมีอยู่จริงของแบบจำลองที่ไม่เป็นเชิงเส้นตรง (Nonlinear Model)

#### 3.3.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

เนื่องจากสภาพแวดล้อมของแต่ละกิจการมีความแตกต่างกัน ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อผลการวิจัยได้ จึงต้องมีการควบคุมปัจจัยดังกล่าว โดยปัจจัยที่มีผลกระทบและตัวแปรควบคุมที่ใส่ในแบบจำลองมีดังนี้

1. INTANGIBLE คือ การลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ซึ่งคำนวณจาก อัตราส่วนของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (Intangible Assets) ต่อสินทรัพย์รวม (Total Assets) เพื่อบ่งบอกว่ากิจการได้มีการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตน และบอกถึงโอกาสในการเติบโตของกิจการ

2. FSIZE คือ ขนาดของกิจการ ซึ่งจะคำนวณจาก ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม หรือ LN(Total Assets) เนื่องจากปริมาณสินทรัพย์รวมของกิจการในแต่ละประเภทอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกัน จึงใส่ค่าลอการิทึมธรรมชาติ เพื่อให้สินทรัพย์รวมมีค่าใกล้เคียงกัน

3. LEV หรือ Leverage ซึ่งคำนวณจาก อัตราส่วนของหนี้สินรวม (Total Debt) ต่อสินทรัพย์รวม (Total Assets)

### 3.4 สมมติฐานของงานวิจัย

งานวิจัยนี้มีสมมติฐานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ โดยจะทำการทดสอบทั้งหมด 3 สมมติฐาน ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 : ระดับการถือครองเงินสดที่เหมาะสมที่ทำให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุดมีอยู่จริง

สมมติฐานที่ 2 : การเปลี่ยนแปลงของระดับการถือครองเงินสดจากจุดที่เหมาะสมจะทำให้มูลค่าของกิจการลดลง

สมมติฐานที่ 3 : ทั้งการเพิ่มขึ้นและการลดลงของเงินสดจากระดับที่เหมาะสมทำให้มูลค่าของกิจการลดลง

### 3.5 เครื่องมือที่ใช้ในงานวิจัย

งานวิจัยนี้ทำการจะทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ โดยใช้วิธีการวิเคราะห์แบบจำลองการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) และเนื่องจากลักษณะของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลแบบ Panel Data ดังนั้นจะต้องมีการทดสอบ Hausman Test เพื่อเปรียบเทียบตัวประมาณค่า Fixed Effects Model (ตัวแปรที่ไม่สามารถสังเกตได้มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอธิบาย) และ Random Effects Models (ตัวแปรที่ไม่สามารถสังเกตได้ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอธิบาย) โดยหากผลการทดสอบมีค่า p-value น้อยกว่า 0.05 จะเลือกใช้ผลการประมาณค่าจาก Fixed Effects Models

นอกจากนี้ จะทำการทดสอบนัยสำคัญโดยรวมของแบบจำลอง โดยใช้วิธี F-Test ซึ่งถ้าผลทดสอบมีค่า p-value น้อยกว่า 0.05 จะสรุปได้ว่ามีตัวแปรอธิบายอย่างน้อยหนึ่งตัว (หรือมากกว่า) ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ หรืออาจกล่าวได้ว่า ตัวแปรอธิบายที่ใส่ในแบบจำลองสามารถอธิบายตัวแปรตามได้อย่างน้อยหนึ่งตัวอย่างมีนัยสำคัญ

### 3.6 วิธีการศึกษา

ในการศึกษาเพื่อหาว่า ระดับการถือครองเงินสดที่เหมาะสม (Optimum Level of Cash Holding) ที่ทำให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุดมีอยู่จริงหรือไม่ จะใช้แบบจำลองที่ 1 เพื่อหาจุดเปลี่ยนแปลง (Breakpoint) ระหว่างมูลค่าของกิจการกับระดับเงินสด ดังนี้

แบบจำลองที่ 1 :

$$V_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{CASH}_{it}) + \beta_2(\text{CASH}_{it}^2) + \beta_3(\text{INTANGIBLE}_{it}) \\ + \beta_4(\text{FSIZE}_{it}) + \beta_5(\text{LEV}_{it}) + \varepsilon_{it}$$

โดยที่  $i$  คือบริษัท และ  $t$  คือเวลา

$\varepsilon_{it}$  คือ Error Term

จากนั้นจะทำการศึกษาต่อว่า หากระดับการถือครองเงินสดของกิจการเปลี่ยนแปลงไปจากจุดที่เหมาะสม จะทำให้มูลค่าของกิจการเปลี่ยนไปอย่างไร โดยมีสมมติฐานว่า มูลค่าของกิจการจะลดลงหากระดับเงินสดเปลี่ยนแปลงไปจากจุดที่เหมาะสม ซึ่งก่อนอื่นจะทำการหาระดับเงินสดที่เป็น Benchmark จากแบบจำลองที่ 2 ดังนี้

แบบจำลองที่ 2 :

$$\text{CASH}_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{FSIZE}_{it}) + \beta_2(\text{PROFIT}_{it}) + \beta_3(\text{DEBTM}_{it}) + \beta_4(\text{LEV}_{it}) \\ + \beta_5(\text{CFV}_{it}) + \beta_6(\text{LIQ}_{it}) + \beta_7(\text{GROWTH}_{it}) + \varepsilon_{it}$$

โดยที่  $\text{PROFIT}_{it}$  คือ ความสามารถในการทำกำไร วัดได้ด้วยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE)

$\text{DEBTM}_{it}$  คือ อายุครบกำหนดของหนี้สิน วัดโดย อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อหนี้สินรวม (Current Liabilities/Total Liabilities)

$\text{CFV}_{it}$  คือ ความผันผวนของกระแสเงินสด คำนวณได้จาก ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของเงินสดของกิจการ ต่อสินทรัพย์รวม ในช่วงระยะเวลาที่ศึกษา

$LIQ_{it}$  คือ อัตราส่วนของเงินทุนหมุนเวียนหักเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้น  
ต่อสินทรัพย์รวม

$GROWTH_{it}$  คือ โอกาสในการเติบโตของกิจการ วัดได้จาก Market-to-Book  
Ratio (Market Value of Equity/Book Value of Equity)

จากนั้นทำการประมาณค่า CASH จากแบบจำลองที่ 2 และนำมาหาผลต่างระหว่าง  
ตัวแปร CASH ที่เป็นข้อมูลจริง กับ CASH ที่ได้จากการประมาณค่าจากแบบจำลองที่ 2 ผลต่างที่ได้  
จะเรียกว่าค่า Residuals ส่วนตัวแปร DEVIATION คือ ค่าสัมบูรณ์ของค่า Residuals นำตัวแปร  
DEVIATION มาใส่ในแบบจำลองที่ 1 ที่ได้ทำการตัดตัวแปร CASH และ  $CASH^2$  ออกไปแล้ว จะได้  
แบบจำลองที่ 3 เพื่อหาว่าการที่ระดับเงินสดเปลี่ยนแปลงไปจากระดับที่เหมาะสม จะส่งผลอย่างไรต่อ  
มูลค่าของกิจการ ดังนี้

แบบจำลองที่ 3 :

$$V_{it} = \beta_0 + \beta_1(DEVIATION_{it}) + \beta_2(INTANGIBLE_{it}) + \beta_3(FSIZE_{it}) \\ + \beta_4(LEV_{it}) + \epsilon_{it}$$

และเพื่อทำการศึกษาถึงทิศทางของการเปลี่ยนแปลงว่า การเพิ่มขึ้นของเงินสด  
จากระดับที่เหมาะสม (Above Optimal Cash Level) และการลดลงของเงินสดจากระดับที่  
เหมาะสม (Below Optimal Cash Level) ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ จะทำการใส่  
ตัวแปร INTERACT เพิ่มเข้าไปในแบบจำลองที่ 3 โดยตัวแปร INTERACT สามารถคำนวณได้จาก  
above-optimal \* DEVIATION ซึ่งตัวแปร above-optimal นี้ คือตัวแปรหุ่น (Dummy Variable)  
ที่กำหนดค่าให้เท่ากับ 1 สำหรับตัวอย่างที่มีค่า Residuals เป็นบวก ส่วนอีกกลุ่มตัวอย่างที่มีค่า  
Residuals เป็นลบ จะให้มีค่าเท่ากับ 0 ดังนั้นจะได้แบบจำลองที่ 4 ดังนี้

แบบจำลองที่ 4 :

$$V_{it} = \beta_0 + \beta_1(DEVIATION_{it}) + \beta_2(INTERACT_{it}) + \beta_3(INTANGIBLE_{it}) \\ + \beta_4(FSIZE_{it}) + \beta_5(LEV_{it}) + \epsilon_{it}$$

## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

#### 4.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ข้อมูลในตารางที่ 4.1 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา นี้ ซึ่งเป็นข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยตัดข้อมูลของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (FINCIAL) บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน และบริษัทที่เพิ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ภายหลังปี พ.ศ. 2554 เหลือจำนวน 367 บริษัท ศึกษาเป็นระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 ถึง พ.ศ. 2558 คิดเป็นกลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,835 ตัวอย่าง ซึ่งข้อมูลมีลักษณะเป็น Panel Data โดยค่าสถิติเบื้องต้นที่แสดงในตาราง ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐานหรือค่ากลาง (Median) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) เปอร์เซ็นไทล์ที่ 10 (Percentile 10) และเปอร์เซ็นไทล์ที่ 90 (Percentile 90)

ตารางที่ 4.1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

Variable	Obs.	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max	Percentile 10	Percentile 90
Tobin's Q	1835	1.352	1.000	1.457	0.110	44.367	0.587	2.377
CASH	1835	0.073	0.046	0.079	0.000	0.688	0.009	0.174
INTANGIBLE	1835	0.018	0.002	0.059	-0.092	0.578	0.000	0.032
FSIZE	1835	22.388	22.146	1.532	18.113	28.408	20.642	24.498
LEV	1835	0.430	0.436	0.212	0.003	1.356	0.136	0.698

จากข้อมูลสถิติเบื้องต้นของตัวแปรตาม คือ มูลค่าของกิจการ (Firm Value) ซึ่งวัดมูลค่าโดยใช้ Tobin's Q พบว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.35 และมีค่ากลางอยู่ที่ 1.00 จะเห็นได้ว่าค่าเฉลี่ยมีค่าสูงกว่าค่ากลาง แสดงให้เห็นว่าข้อมูลมีการกระจายตัวแบบเบ้ขวา

สำหรับข้อมูลสถิติเบื้องต้นของตัวแปรอิสระ คือ CASH หรือ อัตราส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวม พบว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 7.28 และมีค่ากลางอยู่ที่ร้อยละ 4.59 ซึ่งสอดคล้องกับค่าสถิติของงานวิจัยต่างประเทศในอดีต นอกจากนี้ จะเห็นได้ว่าร้อยละ 10 ของกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่ถือครองเงินสดน้อยมาก โดยถือเงินสดน้อยกว่าร้อยละ 1 เมื่อคิดเป็นสัดส่วนเทียบกับสินทรัพย์รวม และร้อยละ 10 ของกลุ่มตัวอย่างมีการถือเงินสดมากกว่าร้อยละ 17 โดยกลุ่มตัวอย่างที่มีอัตราการถือครองเงินสดเมื่อเปรียบเทียบกับสินทรัพย์รวมต่ำสุดมีค่าอยู่ที่ร้อยละ 0.01 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 68.77

ในส่วน of ข้อมูลสถิติเบื้องต้นของตัวแปรควบคุม ได้แก่ INTANGIBLE (อัตราส่วนของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 1.83 ส่วน FSIZE (ขนาดของกิจการ ซึ่งคำนวณจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 22.39 และ LEV (อัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 42.99

#### 4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

ตารางที่ 4.2 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

	Tobin's Q	CASH	INTANGIBLE	FSIZE	LEV	VIF	Tolerance
Tobin's Q	1.0000						
CASH	0.1434	1.0000				1.11	0.8990
INTANGIBLE	0.1302	0.0698	1.0000			1.06	0.9399
FSIZE	-0.0222	-0.0837	0.2147	1.0000		1.20	0.8316
LEV	-0.0887	-0.2985	0.1273	0.3741	1.0000	1.28	0.7829

ข้อมูลในตารางที่ 4.2 แสดงค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในรูปแบบเมทริกซ์ (Correlation Matrix) โดยเป็นการวัดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ตัวแปร ซึ่งทำได้โดยการนำตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามาวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงถดถอย (Regression Analysis) ซึ่งพบว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) ประกอบด้วยอัตราส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (CASH) และการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตน

(INTANGIBLE) ส่วนขนาดของกิจการ (FSIZE) และอัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (LEV) เป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าของกิจการ

นอกจากนี้ ในการตรวจสอบปัญหา Multicollinearity ซึ่งเป็นปัญหาที่ตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษามีความสัมพันธ์กันสูง ซึ่งจะส่งผลให้ความน่าเชื่อถือของการประมาณค่าลดลง จะทำได้โดยการพิจารณาจากค่า Variance Inflation Factor (VIF) คือ ค่าที่ใช้วัดระดับความสัมพันธ์ระหว่างกันของตัวแปร ซึ่งจากข้อมูลในตารางที่ 4.2 พบว่าตัวแปรทุกตัวมีค่า VIF น้อยกว่า 10 และมีค่า Tolerance เข้าใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรทุกตัวมีความสัมพันธ์กันในระดับปกติ นั่นคือ ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวในแบบจำลองไม่มีปัญหา Multicollinearity

#### 4.3 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis)

ในการทดสอบสมมติฐานเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ จะใช้การวิเคราะห์แบบจำลองการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) และเนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลแบบ Panel Data ดังนั้นจะต้องมีการทดสอบ Hausman Test เพื่อเปรียบเทียบตัวประมาณค่า Fixed Effects Model และ Random Effects Models ซึ่งจากการทดสอบนี้ พบว่าในงานวิจัยนี้จะใช้การประมาณค่าด้วยวิธี Fixed Effects Models สำหรับทุกแบบจำลอง นอกจากนี้ในการทดสอบนัยสำคัญโดยรวมของแบบจำลองโดยใช้วิธี F-Test พบว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวในแบบจำลองที่สามารถอธิบายตัวแปรตามได้ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 สำหรับทั้ง 4 แบบจำลอง

##### 4.3.1 ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1

ในการทดสอบว่าระดับการถือครองเงินสดที่เหมาะสมที่ทำให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุดมีอยู่จริงหรือไม่ จะใช้แบบจำลองที่ 1 ซึ่งประกอบด้วย ตัวแปรตามคือ มูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) ตัวแปรอิสระคือ CASH (อัตราส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวม) และ  $CASH^2$  ซึ่งจะเป็นตัวแปรที่ใช้ทดสอบความมีอยู่จริงของแบบจำลองที่ไม่เป็นเชิงเส้นตรง (Nonlinear Model) และตัวแปรควบคุม ได้แก่ การลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ขนาดของกิจการ และอัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม

ตารางที่ 4.3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของแบบจำลองที่ 1

Variable	Coefficient	Std. Err.	t-statistic	p-value
CASH	4.1000***	1.2960	3.16	0.002
CASH <sup>2</sup>	-6.8952**	2.9440	-2.34	0.019
INTANGIBLE	1.3563	1.0127	1.34	0.181
FSIZE	0.0261	0.1025	0.25	0.799
LEV	-2.0779***	0.3328	-6.24	0.000
Constant	1.4157	2.2920	0.62	0.537
F(5, 1463)	12.33			

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01, 0.05, 0.1 ตามลำดับ

จากข้อมูลในตารางที่ 4.3 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของแบบจำลองที่ 1 พบว่า อัตราส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (CASH) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 4.1000 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และตัวแปร CASH<sup>2</sup> มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่าของกิจการ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -6.8952 ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ซึ่งตีความได้ว่า การถือครองเงินสดเพิ่มขึ้นจะเพิ่มมูลค่าของกิจการจนถึงจุดเปลี่ยนแปลง (Breakpoint) และหลังจากนั้นการเพิ่มขึ้นของเงินสดที่ถือครองจะทำให้มูลค่าของกิจการลดลง นอกจากนี้ยังแสดงให้เห็นว่าความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นเชิงเส้นตรงระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการมีอยู่จริง ซึ่งผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Martínez-Sola et al. (2013) เนื่องจากเงินสดเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง การถือครองเงินสดจึงมีต้นทุนค่าเสียโอกาสในการที่จะไม่ได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าจากการลงทุนในสินทรัพย์อื่น Opler et al. (1999) แต่อย่างไรก็ดี กิจการควรมีเงินสดสำรองไว้เพียงพอ เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดสภาพคล่อง เพื่อกรณีฉุกเฉิน หรือเพื่อโอกาสการลงทุนในอนาคต Keynes (1936) กิจการจึงควรให้ความสำคัญกับการบริหารจัดการเงินสดที่ถือครอง

ในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่า อัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่าของกิจการ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -2.0779 ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 เนื่องจากหากกิจการมีการพึ่งพิงแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยการกู้ยืมเงิน



ก่อนนี้สินเพิ่มขึ้น จะทำให้กิจการมีต้นทุนของเงินทุนเพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ ในขณะที่การลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตน และขนาดของกิจการ ไม่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

#### 4.3.2 ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2

สำหรับการทดสอบว่าหากระดับการถือครองเงินสดเปลี่ยนแปลงไปจากจุดที่เหมาะสม จะทำให้มูลค่าของกิจการลดลงหรือไม่ ก่อนอื่นจะต้องหาระดับเงินสดที่เหมาะสม โดยทำการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณจากแบบจำลองที่ 2 ซึ่งมีตัวแปรตามคือ อัตราส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (CASH) และตัวแปรอิสระ ได้แก่ ขนาดของกิจการ (FSIZE), ความสามารถในการทำกำไร (PROFIT), กำหนดอายุของหนี้สิน (DEBTM), อัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (LEV), ความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV), อัตราส่วนของเงินทุนหมุนเวียนหักเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นต่อสินทรัพย์ (LIQ) และ โอกาสในการเติบโตของกิจการ (GROWTH)

ตารางที่ 4.4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของแบบจำลองที่ 2

Variable	Coefficient	Std. Err.	t-statistic	p-value
FSIZE	-0.0328***	0.0065	-5.02	0.000
PROFIT	0.0044	0.0030	1.47	0.141
DEBTM	-0.0184	0.0119	-1.54	0.123
LEV	-0.1591***	0.0176	-9.04	0.000
CFV	-0.1581***	0.0484	-3.26	0.001
LIQ	-0.1100***	0.0168	-6.57	0.000
GROWTH	-6.34E-08	0.0000	0.00	0.998
Constant	0.9016***	0.1493	6.04	0.000
F(7, 1461)	19.60			

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01, 0.05, 0.1 ตามลำดับ

จากข้อมูลในตารางที่ 4.4 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของแบบจำลองที่ 2 พบว่า ขนาดของกิจการ (FSIZE), อัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (LEV), ความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV) และอัตราส่วนของเงินทุนหมุนเวียนหักเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นต่อสินทรัพย์ (LIQ) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อ อัตราส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่า

เงินสดต่อสินทรัพย์รวม (CASH) ด้วยระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0328, -0.1591, -0.1581 และ -0.1100 ตามลำดับ ส่วนความสามารถในการทำกำไร (PROFIT), อายุครบกำหนดของหนี้สิน (DEBTM) และโอกาสในการเติบโตของกิจการ (GROWTH) ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (CASH) อย่างมีนัยสำคัญ

หลังจากประมาณค่าระดับเงินสดที่เหมาะสมได้จากแบบจำลองที่ 2 นำมาหาผลต่างระหว่างข้อมูลจริงคือ อัตราส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (CASH) กับผลการประมาณค่าของ CASH จากแบบจำลองที่ 2 โดยค่าสัมบูรณ์ของผลต่าง (DEVIATION) จะถูกใช้เป็นตัวแปรอิสระในแบบจำลองที่ 3 ซึ่งมีตัวแปรตามคือ มูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) และตัวแปรควบคุมคือ INTANGIBLE, FSIZE และ LEV เช่นเดียวกับแบบจำลองที่ 1 โดยในแบบจำลองที่ 3 จะเป็นการทดสอบว่า การเปลี่ยนแปลงของระดับการถือครองเงินสดจากจุดที่เหมาะสม จะส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ

ตารางที่ 4.5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของแบบจำลองที่ 3

Variable	Coefficient	Std. Err.	t-statistic	p-value
DEVIATION	-1.3199*	0.7662	-1.72	0.085
INTANGIBLE	1.2203	1.0150	1.20	0.229
FSIZE	-0.0012	0.1025	-0.01	0.991
LEV	-2.3778***	0.3288	-7.23	0.000
Constant	2.4716	2.2847	1.08	0.280
F(4, 1464)	13.33			

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01, 0.05, 0.1 ตามลำดับ

โดยผลลัพธ์ที่คาดหวังสำหรับแบบจำลองที่ 3 คือ  $\beta_1 < 0$  ซึ่งจากข้อมูลในตารางที่ 4.5 ที่แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของแบบจำลองที่ 3 พบว่า มูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ การเปลี่ยนแปลงของระดับเงินสดจากจุดที่เหมาะสม (DEVIATION) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -1.3199 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.1 ซึ่งตีความได้ว่า ยิ่งระดับการถือครองเงินสดเปลี่ยนแปลงไปจากจุดที่เหมาะสมมากขึ้น จะส่งผลทำให้มูลค่าของกิจการลดลง ซึ่งผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Martínez-Sola et al. (2013) ส่วนของตัวแปรควบคุม

พบว่า มูลค่าของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -2.3778 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตน และขนาดของกิจการ ไม่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

ยิ่งไปกว่านั้น ผลการทดสอบจากแบบจำลองนี้ยังเป็นการยืนยันได้ว่า ระดับการถือครองเงินสดที่เหมาะสมที่จะทำให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุดมีอยู่จริง และหากกิจการถือครองเงินสดในระดับที่ห่างจากจุดที่เหมาะสมแล้ว จะทำให้มูลค่าของกิจการลดลง อย่างไรก็ตามผลลัพธ์จากแบบจำลองที่ 3 ยังไม่สามารถบอกทิศทางของการเปลี่ยนแปลงได้ จึงจะทำการศึกษาเพิ่มเติมในแบบจำลองที่ 4 ต่อไป

#### 4.3.3 ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3

ในการศึกษาทิศทางของการเปลี่ยนแปลงของระดับการถือครองเงินสด จากจุดที่เหมาะสม เพื่อทดสอบว่า ทั้งการเพิ่มขึ้น (Above Optimal Cash Level) และการลดลง (Below Optimal Cash Level) ของเงินสดจากระดับที่เหมาะสม ส่งผลกระทบอย่างไรต่อมูลค่าของกิจการ จะทำการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของแบบจำลองที่ 4 ซึ่งเป็นแบบจำลองที่ 3 ที่ได้มีการเพิ่มตัวแปร INTERACT ใส่เข้าไปเป็นตัวแปรอิสระอีกตัวแปรหนึ่ง โดยตัวแปร INTERACT คือ above-optimal \* DEVIATION ตามแนวคิดที่ได้อธิบายไปก่อนหน้านี้ในบทที่ 3

ตารางที่ 4.6 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของแบบจำลองที่ 4

Variable	Coefficient	Std. Err.	t-statistic	p-value
DEVIATION	-6.7560***	1.4890	-4.54	0.000
INTERACT	6.2789***	1.4778	4.25	0.000
INTANGIBLE	1.3109	1.0094	1.30	0.194
FSIZE	-0.0109	0.1019	-0.11	0.914
LEV	-2.5191***	0.3286	-7.67	0.000
Constant	2.9114	2.2739	1.28	0.201
F(5, 1463)	14.40			

\*\*\*, \*\*, \* หมายถึง ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01, 0.05, 0.1 ตามลำดับ

โดยผลลัพธ์ค่าสัมประสิทธิ์ที่คาดหวังสำหรับแบบจำลองที่ 4 คือ  $\beta_1 < 0$  และ  $\beta_1 + \beta_2 < 0$  ซึ่งจะแปลความหมายได้ว่า ทั้งการเพิ่มขึ้นและการลดลงของการเปลี่ยนแปลงจากระดับเงินสดที่เหมาะสม จะส่งผลเชิงลบต่อมูลค่าของกิจการ ซึ่งในกรณีที่ผลต่างที่คำนวณจากการประมาณค่าในแบบจำลองที่ 2 เป็นบวก หรือตัวแปร above-optimal มีค่าเท่ากับ 1 (มีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นจากระดับที่เหมาะสม) จะใช้ค่าสัมประสิทธิ์  $\beta_1 + \beta_2$  เพื่ออธิบายผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ ในขณะที่หากผลต่างเป็นลบ หรือตัวแปร above-optimal มีค่าเท่ากับ 0 (มีการเปลี่ยนแปลงลดลงจากระดับที่เหมาะสม) จะใช้ค่าสัมประสิทธิ์  $\beta_1$  เพื่ออธิบายผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ

ซึ่งจากข้อมูลในตารางที่ 4.6 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของแบบจำลองที่ 4 พบว่า มูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของระดับเงินสดจากจุดที่เหมาะสม (DEVIATION) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -6.7560 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ส่วนตัวแปร INTERACT มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 6.2789 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ซึ่งสามารถเป็นไปได้จากการหักลบกัน (Offset) ระหว่างผลต่างที่เป็นบวกและผลต่างที่เป็นลบ อย่างไรก็ตาม สิ่งที่จะให้ความสำคัญเป็นหลักคือ ผลรวมของค่าสัมประสิทธิ์  $\beta_1 + \beta_2$  ซึ่งยังคงออกมาเป็นลบ โดยสามารถตีความได้ว่า การเปลี่ยนแปลงของระดับการถือครองเงินสดจากจุดที่เหมาะสม ทั้งการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นและการเปลี่ยนแปลงลดลง ล้วนส่งผลทำให้มูลค่าของกิจการลดลง ซึ่งผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Martínez-Sola et al. (2013) ในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่า มูลค่าของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -2.5191 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตน และขนาดของกิจการ ไม่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

ผลจากงานศึกษานี้แสดงให้เห็นว่า บริษัทสามารถเพิ่มมูลค่าของกิจการได้ โดยการเพิ่มปริมาณเงินสดคงเหลือ ในกรณีที่บริษัทมีระดับการถือครองเงินสดต่ำกว่าจุดที่เหมาะสม (Below-optimal Cash Level) และบริษัทสามารถลดการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง (Liquid Assets) ในกรณีที่บริษัทมีระดับการถือครองเงินสดสูงกว่าจุดที่เหมาะสม (Above-optimal Cash Level)

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสด (Corporate Cash Holdings) กับมูลค่าของกิจการ (Firm Value) เพื่อทดสอบความมีอยู่จริงของระดับการถือครองเงินสดที่เหมาะสม ซึ่งจะทำให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุด และหากระดับการถือครองเงินสดเปลี่ยนแปลงไปจากจุดที่เหมาะสมจะส่งผลอย่างไรต่อมูลค่าของกิจการ โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 – 2558 ศึกษาเป็นรายปี รวมระยะเวลา 5 ปี จำนวน 1,835 ชุดข้อมูลในลักษณะ Panel Data

การทดสอบสมมติฐานจะใช้การวิเคราะห์แบบจำลองการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยใช้ผลการประมาณค่าแบบจำลองจากวิธี Fixed Effects Model ในการศึกษาครั้งนี้กำหนดให้ มูลค่ากิจการ คือตัวแปรตาม วัดมูลค่าด้วย Tobin's Q และมีตัวแปรอิสระคือ CASH ซึ่งคำนวณได้จาก อัตราส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ต่อสินทรัพย์รวม

ผลการศึกษาพบว่า ระดับการถือครองเงินสดที่จะทำให้มูลค่ากิจการสูงที่สุดมีอยู่จริง โดยการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้นจะเพิ่มมูลค่าของกิจการจนถึงจุด Breakpoint และหลังจากนั้น การเพิ่มขึ้นของเงินสดที่ถือครองจะทำให้มูลค่าของกิจการลดลง โดยระดับเงินสดที่เหมาะสมของกิจการนั้นขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย อาทิ ขนาดของกิจการ อัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ความผันผวนของกระแสเงินสด และการถือสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่อง นอกจากนี้ยิ่งระดับการถือครองเงินสดเปลี่ยนแปลงไปจากจุดที่เหมาะสมมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการเพิ่มขึ้นหรือลดลง ก็ยิ่งจะส่งผลทำให้มูลค่าของกิจการลดลง ซึ่งผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Martinez-Sola et al. (2013)

การถือครองเงินสดจะช่วยให้กิจการสามารถลดปัญหาความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดได้ และกิจการยังสามารถลงทุนในโครงการต่างๆ ผ่านการระดมเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน โดยไม่จำเป็นต้องกู้ยืมจากแหล่งเงินทุนภายนอกที่มีต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่า แต่อย่างไรก็ดี การถือเงินสดมากเกินไปจะมีต้นทุนค่าเสียโอกาสและอาจทำให้เกิดปัญหาตัวแทนได้ จะเห็นได้ว่าการถือครองเงินสดเป็นไปตามทฤษฎีการ Trade-off ระหว่างประโยชน์ที่ได้รับและต้นทุนส่วนเพิ่ม ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาที่พบความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นเชิงเส้นตรง (Nonlinear Relationship) ระหว่างการถือครองเงินสดและมูลค่าของกิจการ

## 5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งมีลักษณะธุรกิจที่แตกต่างออกไป และบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ภายหลังปีพ.ศ. 2554 ซึ่งส่งผลกระทบต่อการศึกษาเก็บรวบรวมข้อมูลในช่วงปีที่บริษัทยังไม่ได้เข้าจดทะเบียน

นอกจากนี้ช่วงเวลาที่ศึกษาคือระหว่างปีพ.ศ. 2554 - 2558 เป็นระยะเวลา 5 ปี ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่จำกัด หากศึกษาในช่วงระยะเวลาอื่นอาจทำให้ผลการวิจัยแตกต่างออกไป และเนื่องจากในช่วงที่ทำการศึกษา ข้อมูลของปีพ.ศ. 2559 ยังเผยแพร่ออกสู่สาธารณะไม่ครบถ้วน จึงไม่สามารถทำการศึกษาในช่วงเวลานี้ได้

## 5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย

ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต โดยอาจพิจารณาในประเด็นดังต่อไปนี้

- ขยายช่วงระยะเวลาที่ศึกษาให้กว้างขึ้น
- ศึกษากลุ่มตัวอย่างอื่น อาทิ ศึกษาบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์อื่น
- ศึกษาเพิ่มเติมถึงระดับเงินสดที่เหมาะสม โดยแยกศึกษาในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม
- ปรับเปลี่ยนตัวแปรบางตัวที่ใช้ในการศึกษา เพื่อให้แบบจำลองสามารถพยากรณ์ได้แม่นยำมากขึ้น

## รายการอ้างอิง

### วิทยานิพนธ์

- ปาจรีย์ สิมภาพฒนพงศ์. (2556). ผลกระทบของมูลค่าเงินสดที่ถือต่อมูลค่ากิจการขึ้นอยู่กับ การกำกับดูแลกิจการหรือไม่?. การค้นคว้าแบบอิสระปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, สาขาวิชาการบริหารการเงิน.
- ศุภกานต์ หวังรวาณิชย์. (2556). โครงสร้างบริษัทกับการถือครองเงินสดของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าแบบอิสระปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, สาขาวิชาการบริหารการเงิน.

### Book

- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*, McMillan, London.

### Articles

- Dittmar, A., and Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*, 83(3), 599-634.
- Drobtz, W., Grüninger, M. C., and Hirschvogel, S. (2010). Information asymmetry and the value of cash. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2168-2184.
- Faulkender, M., and Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- 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 economics*, 3(4), 305-360.

- Kim, C. S., Mauer, D. C. and Sherman, A. E. (1998). Antecedents of corporate liquidity: theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, 305–334.
- Lewellen, W. G., and Badrinath, S. G. (1997). On the measurement of Tobin's q. *Journal of financial economics*, 44(1), 77-122.
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., and Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170.
- McConnell, J. J., and Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial economics*, 27(2), 595-612.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R. (1999). Antecedents and implications of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3–46.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.
- Pinkowitz, L., and Williamson, R. (2007). What is the market value of a dollar of corporate Cash?. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(3), 74-81.
- Shabbir, M., Hashmi, S. H., and Chaudhary, G. M. (2016). Determinants of corporate cash holdings in Pakistan. *International Journal of Organizational Leadership*, 5(1), 50-62.
- Tong, Z. (2008). Deviations from optimal CEO ownership and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2462-2470.
- Tong, Z. (2011). Firm diversification and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 741-758.



ภาคผนวก



## ภาคผนวก ก

## ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาและการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ของแบบจำลองที่ 2

แบบจำลองที่ 2 เป็นแบบจำลองที่ถูกนำมาใช้เพื่อคำนวณหาระดับเงินสดที่เหมาะสมซึ่งจะเป็นค่า Benchmark ที่ถูกนำไปใช้ประมาณค่าต่อในแบบจำลองที่ 3 โดยในแบบจำลองที่ 2 มีตัวแปรตามคือ อัตราส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (CASH) และตัวแปรอิสระ ได้แก่ ขนาดของกิจการ (FSIZE), ความสามารถในการทำกำไร (PROFIT), อายุครบกำหนดของหนี้สิน (DEBTM), อัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (LEV), ความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV), อัตราส่วนของเงินทุนหมุนเวียนหักเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นต่อสินทรัพย์ (LIQ) และ โอกาสในการเติบโตของกิจการ (GROWTH)

ตารางที่ ก.1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรในแบบจำลองที่ 2

Variable	Obs.	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max	Percentile 10	Percentile 90
CASH	1835	0.073	0.046	0.079	0.000	0.688	0.009	0.174
FSIZE	1835	22.388	22.146	1.532	18.113	28.408	20.642	24.498
PROFIT	1835	0.075	0.097	0.478	-14.690	7.253	-0.069	0.260
DEBTM	1835	0.698	0.748	0.236	0.033	1.457	0.341	0.968
LEV	1835	0.430	0.436	0.212	0.003	1.356	0.136	0.698
CFV	1835	0.043	0.025	0.066	0.000	1.051	0.006	0.088
LIQ	1835	0.066	0.047	0.215	-1.053	0.851	-0.169	0.339
GROWTH	1835	3.356	1.460	48.786	-2.070	2087.464	0.625	4.151

ข้อมูลในตารางที่ ก.1 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาเบื้องต้นของตัวแปรในแบบจำลองที่ 2 ซึ่งเป็นข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 367 บริษัท ศึกษาเป็นระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 - 2558 คิดเป็นกลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,835 ตัวอย่าง ลักษณะข้อมูลเป็นแบบ Panel Data โดยค่าสถิติเบื้องต้นที่แสดงในตาราง ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐานหรือค่ากลาง (Median) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) เปอร์เซ็นไทล์ที่ 10 (Percentile 10) และเปอร์เซ็นไทล์ที่ 90 (Percentile 90)

ตารางที่ ก.2 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลองที่ 2

	CASH	FSIZE	PROFIT	DEBTM	LEV	CFV	LIQ	GROWTH	VIF	Tolerance
CASH	1.0000									
FSIZE	-0.0837	1.0000							1.45	0.6896
PROFIT	0.0546	0.0839	1.0000						1.05	0.9521
DEBTM	0.1228	-0.3787	-0.0200	1.0000					1.18	0.8444
LEV	-0.2985	0.3741	-0.1297	-0.0741	1.0000				1.36	0.7328
CFV	0.3900	-0.2511	-0.0586	0.1145	-0.1583	1.0000			1.10	0.9122
LIQ	-0.0025	-0.1907	0.0758	-0.0208	-0.3726	-0.0449	1.0000		1.19	0.8373
GROWTH	0.0115	-0.0223	-0.0976	0.0295	0.0718	0.0524	-0.0507	1.0000	1.02	0.9821

ข้อมูลในตารางที่ ก.2 แสดงค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในรูปแบบเมทริกซ์ โดยเป็นการวัดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ตัวแปร ซึ่งทำได้โดยการนำตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามาวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงถดถอย (Regression Analysis) ซึ่งพบว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (CASH) ประกอบด้วยความสามารถในการทำกำไร (PROFIT), กำหนดอายุของหนี้สิน (DEBTM), ความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV) และโอกาสในการเติบโตของกิจการ (GROWTH) ส่วนขนาดของกิจการ (FSIZE), อัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (LEV) และ อัตราส่วนของเงินทุนหมุนเวียนหักเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นต่อสินทรัพย์ (LIQ) เป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าของกิจการ

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าตัวแปรทุกตัวมีค่า VIF น้อยกว่า 10 และมีค่า Tolerance เข้าใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรทุกตัวมีความสัมพันธ์กันในระดับปกติ แสดงว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวในแบบจำลองไม่มีปัญหา Multicollinearity

## ภาคผนวก ข

### รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง

รายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ซึ่งถูกนำมาใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยนี้ จำนวน 367 บริษัท ยกเว้น

- บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (FINICIAL)
- บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน และบริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่าย

อาจถูกเพิกถอนรายชื่อ

- บริษัทที่เพิ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยภายหลังปี พ.ศ. 2554

ตารางที่ ข.1 รายชื่อบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง

A	ASIA	CCET	CRANE	EE	GLAND	IRC	LALIN
ABC	ASIAN	CCP	CSC	EGCO	GLOBAL	IRPC	LANNA
ACC	ASIMAR	CEN	CSL	EIC	GLOW	IT	LEE
ADVANC	BAFS	CENTEL	CSP	EMC	GOLD	ITD	LH
AFC	BANPU	CFRESH	CSR	EPCO	GRAMMY	IVL	LHK
AH	BAT-3K	CGD	CTW	ERW	GRAND	JAS	LOXLEY
AHC	BCH	CHOTI	CWT	ESSO	GREEN	JCT	LPN
AIT	BCP	CI	DCC	ESTAR	GSTEL	JMART	LRH
AJ	BDMS	CITY	DCON	EVER	GUNKUL	JTS	LST
AKR	BEC	CK	DELTA	F&D	GYT	JUTHA	LTX
ALUCON	BH	CM	DEMCO	FANCY	HANA	KAMART	MACO
AMARIN	BIGC	CMR	DRACO	FE	HFT	KBS	MAJOR
AMATA	BJC	CNT	DRT	FER	HMPRO	KCE	MAKRO
AMC	BLAND	COL	DSGT	FMT	HTC	KDH	MALEE
AOT	BROCK	CPALL	DTAC	FORTH	ICC	KKC	MANRIN
AP	BSBM	CPF	DTC	GC	IHL	KSL	MATCH
APCS	BTC	CPH	DTCI	GEL	ILINK	KWC	MATI
APURE	BTNC	CPI	EARTH	GENCO	INET	KWG	MAX
AQUA	BTS	CPL	EASON	GFPT	INOX	KYE	MBK
AS	BWG	CPN	EASTW	GJS	INTUCH	L&E	M-CHAI

ตารางที่ ข.1 รายชื่อบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง (ต่อ)

MCOT	PATO	RCL	SIAM	STPI	TICON	TTTM
MCS	PB	RML	SIM	SUC	TIPCO	TTW
MDX	PDI	ROBINS	SINGER	SUPER	TIW	TU
METCO	PERM	ROCK	SIRI	SUSCO	TKS	TVO
MFEC	PF	ROH	SIS	SVH	TKT	TWP
MIDA	PG	ROJNA	SITHAI	SVI	TLUXE	TWZ
MILL	PK	RPC	SKR	SVOA	TMD	TYCN
MINT	PLE	RS	SMIT	SYMC	TMT	U
MJD	PM	S	SMM	SYNEX	TNL	UMI
MK	POST	S & J	SMPC	SYNTEC	TNPC	UNIQ
MODERN	PR	SABINA	SMT	TASCO	TOG	UP
MPIC	PRAKIT	SAM	SNC	TBSP	TOP	UPF
MSC	PRANDA	SAMART	SNP	TC	TOPP	UPOIC
NC	PREB	SAMCO	SOLAR	TCB	TPA	UT
NCH	PRECHA	SAMTEL	SORKON	TCC	TPCORP	UTP
NEP	PRG	SAT	SPACK	TCCC	TPIPL	UV
NEW	PRIN	SAUCE	SPALI	TCJ	TPOLY	UVAN
NMG	PRINC	SAWANG	SPC	TCMC	TPP	VARO
NNCL	PSL	SC	SPCG	TCOAT	TR	VIBHA
NOBLE	PT	SCC	SPG	TEAM	TRC	VNG
NPP	PTL	SCCC	SPI	TF	TRITN	VNT
NTV	PTT	SCG	SPORT	TFD	TRU	WACOAL
NUSA	PTTEP	SCP	SPPT	TFI	TRUBB	WAVE
NWR	PTTGC	SEAFCO	SSC	TGCI	TRUE	WG
OCC	PYLON	SE-ED	SSF	TGPRO	TSC	WIIK
OGC	Q-CON	SENA	SSSC	TH	TSTE	WIN
OHTL	QH	SF	SST	THAI	TSTH	WORK
OISHI	RAM	SFP	STA	THCOM	TTA	
PAF	RATCH	SGP	STANLY	THE	TTCL	
PAP	RCI	SHANG	STEC	THIP	TTI	

## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นางสาวรัมภาภรณ์ อุทัยพัฒนะศักดิ์

วันเดือนปีเกิด

9 กุมภาพันธ์ 2537

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2558: บัณฑิต

(การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ)

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

