



Moderating Effect of Corporate Governance and Ownership Structure on Relationship between Cash Holdings and Firm Performance

Sriphatsorn Sotthiphankun*

Chaiwuth Tangsomchai**

Received: April 1, 2024, Revised: August 5, 2024, Accepted: September 4, 2024

Abstract

This study investigates the moderating effect of corporate governance and ownership structure on the relationship between cash holdings and firm performance. The factors of the study include corporate governance, state ownership, family ownership, ownership concentration, competitive conditions, and economic conditions, by considering a sample of publicly listed companies on The Stock Exchange of Thailand from 2011 to 2020. The dataset used in this study comprises 4,611 observations from 483 firms, which were examined through fixed-effect panel regression analysis. The results of this study show that the factors of economic conditions and family ownership do not significantly moderate the relationship of cash holdings and firm performance, which differs from the hypothesis. Meanwhile, the factors of corporate governance and ownership concentration exhibit a negative moderating effect on this relationship. Furthermore, the factors of state ownership and competitive conditions positively moderate the relationship of cash holdings and firm performance.

Keywords: Moderating effect; Corporate governance; State ownership; Family ownership; Ownership concentration; Competitive conditions; Economic conditions

* Department of Finance, Chiang Mai University Business School, E-mail: Sriphatsorn.s@gmail.com

** Assistant Professor, Ph.D., Department of Finance, Chiang Mai University Business School



อิทธิพลเชิงตัวแปรกำกับของบรรษัทภิบาลและ โครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสด และผลการดำเนินงานของกิจการ

ศรัภัสสร โสติพันธุ์กุล*

ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย**

รับบทความ: 1 เมษายน 2567, แก้ไขบทความ: 5 สิงหาคม 2567, ตอรับบทความ: 4 กันยายน 2567

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาอิทธิพลเชิงตัวแปรกำกับของบรรษัทภิบาลและโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยปัจจัยที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ บรรษัทภิบาล ความเป็นเจ้าของโดยรัฐ ความเป็นเจ้าของโดยครอบครัว การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น สถานะการแข่งขัน และภาวะเศรษฐกิจ มีกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2554 ถึง พ.ศ. 2563 จำนวนทั้งสิ้น 4,611 ชุดข้อมูลจาก 483 บริษัท โดยใช้วิธีการถดถอยเชิงพหุแบบ Fixed Effect สำหรับการวิเคราะห์ โดยผลการวิจัยพบว่าปัจจัยที่ไม่มีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการ ได้แก่ ปัจจัยด้านภาวะเศรษฐกิจและปัจจัยด้านความเป็นเจ้าของโดยครอบครัว ซึ่งแตกต่างจากสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ ในขณะที่ปัจจัยที่มีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการในเชิงลบ ได้แก่ ปัจจัยด้านบรรษัทภิบาล และปัจจัยด้านการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ การวิจัยยังพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการในเชิงบวก ได้แก่ ปัจจัยด้านความเป็นเจ้าของโดยรัฐ และปัจจัยด้านสถานะการแข่งขัน

คำสำคัญ: อิทธิพลเชิงตัวแปรกำกับ; บรรษัทภิบาล; ความเป็นเจ้าของโดยรัฐ; ความเป็นเจ้าของโดยครอบครัว; การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น; สถานะการแข่งขัน; ภาวะเศรษฐกิจ

* ภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, E-mail: Sriphatsorn.s@gmail.com

** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่



บทนำ (Introduction)

“Revenue is vanity, Profit is sanity, But cash is king” เป็นคำกล่าวสำคัญทางการเงินที่ถูกพูดถึงมาตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน และเป็นที่มาของการให้ความสำคัญของเงินสดที่เปรียบเสมือนหัวใจสำคัญของการทำธุรกิจ โดยเฉพาะในช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจหรือในช่วงเศรษฐกิจถดถอย บริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงินมักเกิดขึ้นจากการขาดแคลนสภาพคล่อง (Business Today, 2020) โดยหากบริษัทมีการกู้เงินและต้องชำระเงินและดอกเบี้ย แต่ต้องเผชิญกับสถานการณ์ “เงินสดขาดมือ” ก็อาจทำให้บริษัทนั้นประสบปัญหาในระยะยาวได้ (Monchai, 2021) ดังนั้นการสำรองเงินสดไว้ในมือเป็นเรื่องที่ผู้บริหารต้องคำนึงถึง แต่ในขณะเดียวกันผู้บริหารก็ต้องคำนึงถึงต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) หากถือเงินสดสูงเกินไป เนื่องจากเงินสดมีประสิทธิภาพในการสร้างผลตอบแทนต่ำ และยังเป็นข้อควรระวังเรื่องปัญหาตัวแทน (Agency Problem) เพราะเป็นการง่ายที่ผู้บริหารอาจนำเงินไปใช้อย่างไม่เหมาะสม (Jisaba, 2020) โดยสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงและต้นทุนที่ต่ำอย่างเงินสดจะถูกนำไปใช้เพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวได้ง่ายกว่าสินทรัพย์ประเภทอื่น ๆ (Myers and Rajan, 1998)

ดังนั้นจึงเป็นหัวข้อสำหรับนักวิจัยที่ต้องการหาข้อสรุปของความสัมพันธ์ของการถือเงินสดของบริษัทกับผลการประกอบกิจการว่าจะเป็นอย่างใด ซึ่งมีการศึกษามากมายที่พบความสัมพันธ์ไปในทิศทางที่เหมือนและแตกต่างกันไปตามแต่ละบริบทที่ทำการศึกษา ไม่ว่าจะเป็นงานวิจัยของ Wang (2002) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบของการถือเงินสดกับผลการประกอบกิจการของบริษัทในประเทศญี่ปุ่นและไต้หวันในปี ค.ศ. 1985 ถึง ค.ศ. 1996 ในขณะที่ผลการศึกษาของ Mikkelsen and Partch (2003) และ Ashhari and Faizal (2018) พบความสัมพันธ์เชิงบวกของการถือเงินสดกับผลการประกอบกิจการขององค์กรในสหรัฐอเมริกาและบริษัท SMEs ในประเทศมาเลเซีย ด้วยเหตุนี้ทำให้ Yun et al. (2020) ทำการศึกษาต่อยอดถึงปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจส่งผลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือเงินสดกับผลการประกอบกิจการในประเทศจีน ประกอบไปด้วยปัจจัยเฉพาะของบริษัท (Firm-Specific Factors) หลายประการ โดยได้พบหลักฐานที่ชัดเจนว่าความสัมพันธ์ของการถือเงินสดกับผลการประกอบกิจการได้รับอิทธิพลมาจากปัจจัยเฉพาะของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ จึงเป็นประเด็นศึกษาที่ผู้วิจัยสนใจนำมาศึกษาต่อยอดในบริบทของประเทศไทยในครั้งนี้ โดยมีการเลือกใช้ตัวแปรกำกับทั้งสิ้น 6 ตัวแปร ประกอบไปด้วย บรรษัทภิบาล ความเป็นเจ้าของโดยรัฐ ความเป็นเจ้าของโดยครอบครัว การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น สภาพการแข่งขัน และภาวะเศรษฐกิจ

วัตถุประสงค์ของการวิจัย (Research Objective)

เพื่อศึกษาอิทธิพลเชิงตัวแปรกำกับของบรรษัทภิบาลและโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการ

ขอบเขตของการวิจัย (Scope of the Research)

ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระยะเวลา 10 ปี ในช่วงปี พ.ศ. 2554 ถึง พ.ศ. 2563 จำนวน 483 บริษัท โดยไม่นับรวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financial) เนื่องจากบริษัทในอุตสาหกรรมนี้มีการดำเนินธุรกิจลักษณะและขนาดของสินทรัพย์และหนี้สิน รวมไปถึงนโยบายการถือครองเงินสด

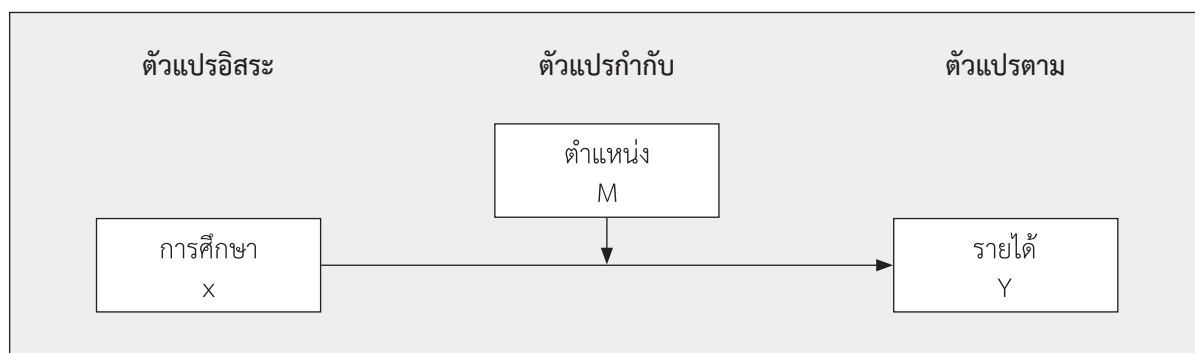


แตกต่างจากบริษัทในอุตสาหกรรมอื่น ซึ่งอาจส่งผลให้ผลการศึกษาเกิดความคลาดเคลื่อน และไม่นับรวมบริษัทจดทะเบียนที่เผยแพร่ทางการเงินออกสู่สาธารณะน้อยกว่า 2 ปี รวมกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 4,611 ชุดข้อมูล และใช้ Panel Data Analysis ในการวิเคราะห์

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง (Literature Review)

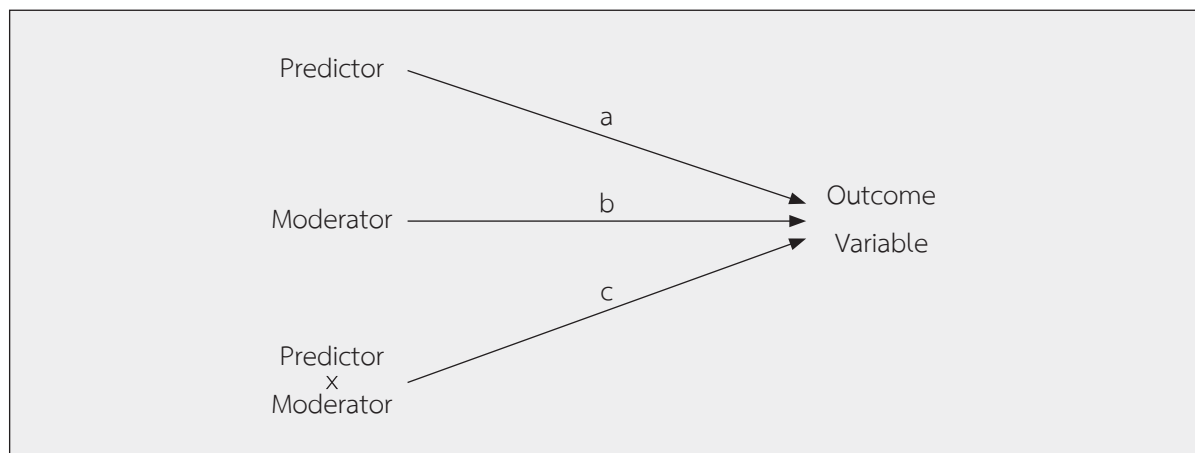
แนวคิดตัวแปรกำกับ (Moderator Variable)

Baron and Kenny (1986) ได้ให้ความหมายของตัวแปรกำกับ (Moderator Variable) ว่า เป็นตัวแปรเชิงคุณภาพ หรือตัวแปรเชิงปริมาณที่ส่งผลต่อทิศทาง (Direction) หรือความแข็งแกร่ง (Strength) ของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Independent Variable) และตัวแปรตาม (Dependent Variable)



ภาพที่ 1 ความสัมพันธ์ตัวแบบตัวแปรกำกับ

โดยผลกระทบที่เกิดขึ้นอันเนื่องมาจากตัวแปรกำกับเรียกว่า อิทธิพลเชิงกำกับ (Moderating Effect) ซึ่งแสดงเป็นแบบจำลองการกำกับ (Moderator Model) ได้ดังนี้



ภาพที่ 2 แบบจำลองการกำกับ (Moderator Model)



แผนภาพแบบจำลองในภาพที่ 2 แสดงให้เห็นเส้นทาง 3 เส้นทางที่มีความสัมพันธ์ต่อตัวแปรตาม (Outcome Variable) โดยที่

เส้นทาง A คือ เส้นทางที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Predictor Variable) และตัวแปรตาม (Outcome Variable)

เส้นทาง B คือ เส้นทางที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรกำกับ (Moderator Variable) และตัวแปรตาม (Outcome Variable)

เส้นทาง C แสดงให้เห็นถึงปฏิกริยาระหว่างตัวแปรอิสระ (Predictor Variable) และตัวแปรกำกับ (Moderator Variable) ที่มีต่อตัวแปรตาม (Outcome Variable) ซึ่งถูกเรียกว่า อิทธิพลเชิงกำกับ (Moderating Effect) โดยหากพบว่า เส้นทาง C เกิดนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่ามีอิทธิพลเชิงกำกับเกิดขึ้น

Yun et al. (2020) ศึกษาความสัมพันธ์ของการถือเงินสดกับผลการประกอบกิจการภายใต้ปัจจัยเฉพาะของบริษัทในประเทศจีน ในช่วงปี ค.ศ. 2003 ถึง ค.ศ. 2016 พบว่าความสัมพันธ์นี้ได้รับอิทธิพลจากปัจจัยเฉพาะของบริษัทประกอบไปด้วย ความเป็นเจ้าของโดยรัฐ (State-Ownership) การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ความเป็นเจ้าของครอบครัว (Family Ownership) และการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (Ownership Concentration) โดยปัจจัยที่มีอิทธิพลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ของการถือเงินสดกับผลการประกอบกิจการ ได้แก่ ความเป็นเจ้าของโดยครอบครัว และการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น เพราะส่งผลให้เกิดปัญหาเกี่ยวกับหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับพฤติกรรมการยึดครองของผู้ที่มีอำนาจควบคุม และสามารถใช้เพื่อประโยชน์ส่วนตัวหรือเพื่อเวนคืนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย เช่น การควบรวมกิจการ ในขณะเดียวกัน ปัจจัยด้านความเป็นเจ้าของโดยรัฐ ตลอดจนการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัท มีอิทธิพลเชิงบวกกับความสัมพันธ์ของการถือเงินสดกับผลการประกอบกิจการ เพราะบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีปัญหากับตัวแทนน้อยกว่าและการกักตุนเงินสดน้อยลง พร้อมทั้งมีการใช้ทรัพยากรเงินสดส่วนเกินอย่างมีประสิทธิภาพโดยการลงทุนในโครงการที่ทำกำไร

Martínez-Sola et al. (2013) ศึกษาผลกระทบของการถือเงินสดต่อมูลค่าบริษัทของอุตสาหกรรมในสเปน ในช่วงปี ค.ศ. 2001 ถึง ค.ศ. 2007 พบว่าระดับเงินสดที่เหมาะสมมีอยู่จริงจากการถ่วงน้ำหนักระหว่างการเพิ่มขึ้นของต้นทุนและผลประโยชน์ที่สูงขึ้น โดยระดับเงินสดที่เหมาะสมจะแตกต่างกันไปขึ้นอยู่กับลักษณะเฉพาะของบริษัท เช่น ขนาดของบริษัท ศักยภาพในการเติบโต และการเข้าถึงตลาดทุน เป็นต้น นอกจากนี้ ยังพบว่าการถือครองเงินสดในระดับที่เหมาะสมช่วยเพิ่มมูลค่าสูงสุดให้กับบริษัท หากคลาดเคลื่อนไปจากระดับที่เหมาะสมจะส่งผลให้มูลค่าของบริษัทต่ำลง ดังนั้นการบริหารสภาพคล่องจึงเป็นองค์ประกอบที่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการได้

Rumpaporn (2016) ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการในไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2554 ถึง พ.ศ. 2558 พบว่าการเพิ่มการถือเงินสดจะเพิ่มมูลค่าของบริษัทจนถึงจุด Breakpoint และหลังจากนั้นระดับการถือเงินสดก็จะเปลี่ยนไป โดยหากมีการเปลี่ยนแปลงไปจากจุดที่เหมาะสมก็จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงไปของมูลค่ากิจการ สรุปได้ว่ามีระดับการถือครองเงินสดที่จะเพิ่มมูลค่าของกิจการให้สูงสุด และความสัมพันธ์ของการถือเงินสดกับมูลค่าธุรกิจไม่เป็นเชิงเส้นตรง (Nonlinear Relationship) โดยระดับเงินสดที่เหมาะสมของบริษัทขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการ เช่น ขนาดของกิจการ ความผันผวนของกระแสเงินสด อัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และการถือครองสินทรัพย์สภาพคล่อง

Jisaba (2020) ศึกษาผลกระทบของบริษัทเทียบเคียงในอุตสาหกรรมเดียวกันต่อการถือครองเงินสดของบริษัทในไทย ในปี พ.ศ. 2538 ถึง พ.ศ. 2561 พบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อระดับเงินสดของบริษัทนอกจากลักษณะเฉพาะของตัวบริษัทเองนั้น ยังประกอบไปด้วยปัจจัยอื่น ๆ เช่น ปัจจัยด้านการแข่งขันในกลุ่มอุตสาหกรรม และปัจจัยด้านสภาวะเศรษฐกิจ



โดยพบว่าการถือครองเงินสดของบริษัทกับการถือครองเงินสดโดยเฉลี่ยของบริษัทเทียบเคียงในอุตสาหกรรมเดียวกันจะมีความสัมพันธ์เชิงบวก ซึ่งจะเกิดขึ้นกับกลุ่มอุตสาหกรรมที่แข่งขันกันอย่างรุนแรง รวมถึงในช่วงที่สถานะเศรษฐกิจถดถอยตามแนวคิด Competitive Rivalry-Based Theory และ Information-Based Theory

Twongtip (2021) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของกิจการ ระดับหนี้สิน และคุณภาพกำไร กับผลกระทบเชิงกำกับของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2556 ถึง พ.ศ. 2562 พบว่าการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับหนี้สินกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในเชิงลบ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการเป็นการควบคุมการทำงานของผู้บริหารโดยคำนึงถึงผู้ถือหุ้นเป็นหลัก และเน้นย้ำถึงความสำคัญของความโปร่งใส ซึ่งจะช่วยลดช่องว่างและโอกาสของผู้บริหารในการจัดการผลกำไร ดังนั้นแม้ว่าธุรกิจที่มีหนี้สินในระดับสูงจะมีแนวโน้มที่จะส่งผลให้คุณภาพกำไรต่ำ แต่หากธุรกิจมีการกำกับดูแลกิจการในระดับสูงก็จะสามารถช่วยรักษาคุณภาพผลกำไรได้

ระเบียบวิธีวิจัย (Research Methods)

แหล่งข้อมูลและวิธีการจัดเก็บ

1. ข้อมูลงบการเงินและตัวเลขทางบัญชีต่าง ๆ จาก S&P Capital IQ
2. ข้อมูลของผู้ถือหุ้น จากรายงานประจำปีของบริษัท
3. คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ใช้ข้อมูล Corporate Governance Report จากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. ข้อมูลภาวะเศรษฐกิจ ใช้ข้อมูล GDP และ GDP Growth จากสำนักงานสภาพัฒนาการและสังคมแห่งชาติ

ตัวแปรกำกับ (Moderator Variable) และสมมติฐาน (Hypothesis)

บรรษัทภิบาล (Corporate Governance)

บรรษัทภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการ คือระบบในการบริหารจัดการที่ช่วยให้บริษัทเสริมสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ธุรกิจและสังคมอย่างยั่งยืน โดยมีหลัก 5 ประการ ประกอบด้วย ความซื่อสัตย์ หรือ Integrity ความยุติธรรม หรือ Fairness ความโปร่งใส หรือ Transparency ความรับผิดชอบ หรือ Responsibility และภาระรับผิดชอบ หรือ Accountability โดยการศึกษาของ Lee and Lee (2009) พบว่าบริษัทที่จะมีปัญหาด้านตัวแทน (Agency Problem) น้อย มีการสะสมเงินสดน้อยกว่า คือบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี นอกจากนี้ บริษัทที่มีการกำกับดูแลภายในที่แข็งแกร่งจะใช้ทรัพยากรเงินสดส่วนเกินอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นโดยการลงทุนไปกับโครงการที่ทำกำไร ดังนั้นเราจึงตั้งสมมติฐานว่า

H1: การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการในเชิงบวก

ความเป็นเจ้าของโดยรัฐ (State-Ownership)

Boardman and Vining (1989) ได้ศึกษาพบว่าบริษัทที่ถือหุ้นใหญ่โดยรัฐบาลประสพกับประสิทธิภาพและประสิทธิผลที่ต่ำกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทเอกชน ในขณะที่ Heracleous (2008) และ Ang and Ding (2006) ได้รายงานผลลัพธ์ในเชิงบวกโดยบริษัทที่รัฐบาลเป็นเจ้าของดำเนินการได้ดีกว่าบริษัทเอกชนในแง่ของ ROA และ ROE รวมถึง



การกำกับดูแล โดยในกรณีของรัฐวิสาหกิจในประเทศไทยที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อการค้าหากำไรนั้น ประเทศไทยเป็นเพียงแค่หนึ่งประเทศในเอเชียที่มีกฎหมายการแข่งขันทางการค้ายกเว้นรัฐวิสาหกิจ รวมทั้งมีวิธีการปฏิบัติและหลักเกณฑ์ที่ทำให้รัฐวิสาหกิจได้ประโยชน์เหนือคู่แข่งของเอกชน และยังมีรัฐวิสาหกิจหลายแห่งที่ได้รับอนุญาตให้กำกับดูแลคู่แข่งที่เป็นผู้ประกอบการเอกชน ซึ่งส่งผลต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้นเราจึงตั้งสมมติฐานว่า

H2: ความเป็นเจ้าของโดยรัฐมีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการในเชิงบวก

ความเป็นเจ้าของโดยครอบครัว (Family Ownership)

Ferreira and Matos (2008) กล่าวว่าความเป็นเจ้าของครอบครัวมีบทบาทที่มีอิทธิพลระหว่างการถือเงินสดกับผลการประกอบกิจการ ในขณะที่ Ozkan and Ozkan (2004) พบว่าบริษัทที่มีความเป็นเจ้าของครอบครัวแบบกระจุกตัวต่ำมีแนวโน้มที่จะสะสมเงินสดน้อยลง ในขณะที่เดียวกันบริษัทที่ควบคุมโดยครอบครัวหรือบริษัทที่มีระดับความเป็นเจ้าของครอบครัวสูงจะสะสมเงินสดจำนวนมาก นอกจากนี้ Gedajlovic et al. (2012) ยังศึกษาพบว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมในบริษัทครอบครัวมีความเป็นไปได้สูงที่จะสะสมเงินสด เพื่อผลประโยชน์ส่วนตนมากขึ้น ดังนั้นเราจึงตั้งสมมติฐานว่า

H3: ความเป็นเจ้าของโดยครอบครัวมีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการในเชิงลบ

การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (Ownership Concentration)

หมายถึงการที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีจำนวนเพียงน้อยรายและอยู่ในลักษณะกระจุกตัว โดย Ozkan and Ozkan (2004) ศึกษาพบว่า การกระจุกตัวของกลุ่มผู้ถือหุ้นช่วยให้ผู้จัดการควบคุมทรัพยากรและได้รับอำนาจในการหลีกเลี่ยงกลไกการตรวจสอบภายนอก ในขณะที่ Hu et al. (2009) ระบุว่า การกระจุกตัวของกลุ่มผู้ถือหุ้นส่งผลต่อผลการประกอบกิจการ เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่ได้สิทธิในการควบคุมจะขัดขวางการเลือกกรรมการและผู้บริหาร ดังนั้นเราจึงตั้งสมมติฐานว่า

H4: การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการในเชิงลบ

สภาวะการแข่งขัน (Competitive Conditions)

จาก Competitive Rivalry-Based Theory การแข่งขันในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้นมักเกิดความเสี่ยงในด้านการแข่งขัน ซึ่งมักจะเกิดขึ้นกับกลุ่มอุตสาหกรรมที่แข่งขันกันอย่างรุนแรง เนื่องจากหากต้องการสร้างความแตกต่างให้เหนือคู่แข่งแล้วจะเพิ่มค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้น ยากต่อการดำเนินการ เกิดความเสี่ยงว่าจะสามารถเอาชนะคู่แข่งได้หรือไม่ ซึ่งก่อให้เกิดความผันผวนต่อกระแสเงินสดและกำไรของธุรกิจ ซึ่งบริษัทจะต้องทำการสำรองเงินสดไว้เพื่อสร้างความได้เปรียบ ทั้งด้านวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์ หรือเพื่อใช้ในการลงทุนในโครงการใหม่ ๆ เพื่อสร้างผลกำไร หากบริษัทสำรองเงินสดต่ำกว่าคู่แข่งอาจส่งผลให้เสียโอกาสในการแข่งขันได้ ดังนั้นเราจึงตั้งสมมติฐานว่า

H5: การแข่งขันในกลุ่มอุตสาหกรรมที่เข้มข้นมีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการในเชิงบวก



ภาวะเศรษฐกิจ (Economic Conditions)

จากทฤษฎีวัฏจักรเศรษฐกิจเกี่ยวกับการหมุนเวียนของภาวะเศรษฐกิจในระยะต่าง ๆ ที่มีการเคลื่อนไหวขึ้นลงสลับไปมา โดยในแต่ละช่วงจะมีเหตุการณ์ที่ต่างกันไปตามสถานการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งมีอิทธิพลต่อระดับและการกำหนดนโยบายการเงินสดของกิจการแตกต่างกัน เช่น ในช่วงที่มีความผันผวน หรือความไม่แน่นอนสูง อย่างในช่วงภาวะเศรษฐกิจถดถอย หรือในช่วงวิกฤตการเงิน เช่น งานวิจัยของ Song and Lee (2012) ศึกษาพบว่าหลังจากวิกฤตการเงินในเอเชีย บริษัทต้องเผชิญหน้ากับความผันผวนและความไม่แน่นอนที่สูงขึ้น มีผลทำให้บริษัทส่วนใหญ่ในเอเชียมีเงินสดสำรองไว้เพิ่มขึ้น ดังนั้นเราจึงตั้งสมมติฐานว่า

H6: ภาวะเศรษฐกิจถดถอยมีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการในเชิงบวก

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) และตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

การศึกษานี้ประกอบด้วยตัวแปรตาม ได้แก่ Return on Assets (ROA) Return on Equity (ROE) และ Tobin's Q ซึ่งมาจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องในการวัดความสัมพันธ์ของเงินสดกับผลการประกอบกิจการ โดย ROA จากงานศึกษาของ Alnori (2020) และ Yun et al. (2020) ROE จากงานศึกษาของ Alnori (2020) และ Nisanart (2017) และ Tobin's Q จากงานศึกษาของ Martínez-Sola et al. (2013) และ Rumpaporn (2016)

ส่วนตัวแปรอิสระ ได้แก่ การถือครองเงินสด (Cash Holdings) โดยจากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่าการวัดค่าการถือครองเงินสดในหลายแนวคิด ซึ่งในที่นี้ผู้วิจัยเลือกอ้างอิงตามงานวิจัยในอดีตจาก Journal of Finance ของ Almeida et al. (2004) และ Bates et al. (2009) ซึ่งใช้สัดส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (Cash-to-Total-Assets Ratio) ในการวัดค่าการถือครองเงินสด โดยสัดส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวมเป็นหนึ่งในตัวชี้วัดที่งานวิจัยมากมายเลือกใช้ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ เช่น Rumpaporn (2016) Martínez-Sola et al. (2013) และ Yun et al. (2020) เป็นต้น ซึ่งวัดโดยใช้อัตราส่วนเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวม

ตัวแปรควบคุม (Control Variable)

การศึกษานี้ควบคุมปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงาน ซึ่งส่วนใหญ่มักพบความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการประกอบกิจการในงานวิจัยก่อนหน้านี้ ประกอบไปด้วย

ขนาดของบริษัท (Size) เป็นปัจจัยสำคัญในการดำเนินงาน (Paniagua et al., 2018) โดยการศึกษาส่วนใหญ่รายงานความสัมพันธ์เชิงบวกของขนาดและผลการประกอบกิจการ เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่จะมีความหลากหลายสามารถใช้เทคโนโลยีที่เป็นนวัตกรรมได้ดีขึ้น

ภาระหนี้สินของบริษัท (Leverage) การวิจัยในตลาดที่พัฒนาแล้วส่วนใหญ่พบความสัมพันธ์เชิงบวกของภาระหนี้สินและผลการประกอบกิจการ (Margaritis and Psillaki, 2010) ในทางกลับกันการศึกษาในตลาดกำลังพัฒนาพบความสัมพันธ์เชิงลบของภาระหนี้สินและผลการประกอบกิจการ เนื่องจากประโยชน์ทางภาษีที่มาจากดอกเบี้ยเงินกู้อาจได้เปรียบน้อยกว่าต้นทุนความเสี่ยงทางการเงิน (Le and Phan, 2017)

โอกาสในการเติบโตของบริษัท (Growth) การวิจัยก่อนหน้านี้ส่วนใหญ่รายงานว่า การเติบโตนั้นเชื่อมโยงในเชิงบวกกับผลการประกอบกิจการ เนื่องจากบริษัทที่อัตราการเติบโตที่คาดหวังสูงจะสร้างรายได้จากโอกาสในการลงทุนในอนาคตมากขึ้น (Le and Phan, 2017)



การลงทุนในสินทรัพย์มีตัวตน (Tangibility) ความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนในสินทรัพย์มีตัวตนและผลการประกอบกิจการขึ้นอยู่กับว่าบริษัทใช้สินทรัพย์มีประสิทธิภาพเพียงใด หากบริษัทมีประสิทธิภาพในการจัดการสินทรัพย์จะส่งผลให้เกิดความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างการลงทุนในสินทรัพย์มีตัวตนและผลการประกอบกิจการ (Hasan et al., 2018)

แบบจำลองสมการถดถอย (Panel Data Regression)

$$\begin{aligned} \text{FIRM PERFORMANCE}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{CASH}_{it} + \beta_2 \text{SOE}_{it} + \beta_3 \text{CGR}_{it} + \beta_4 \text{FAMILY}_{it} \\ & + \beta_5 \text{OWNCON}_{it} + \beta_6 \text{COMCON}_{it} + \beta_7 \text{ECOCON}_{it} + \beta_8 \text{CASH}_{it} \times \text{SOE}_{it} \\ & + \beta_9 \text{CASH}_{it} \times \text{CGR}_{it} + \beta_{10} \text{CASH}_{it} \times \text{FAMILY}_{it} \\ & + \beta_{11} \text{CASH}_{it} \times \text{OWNCON}_{it} + \beta_{12} \text{CASH}_{it} \times \text{COMCON}_{it} \\ & + \beta_{13} \text{CASH}_{it} \times \text{ECOCON}_{it} + \beta_{14} \text{SIZE}_{it} + \beta_{15} \text{LEV}_{it} + \beta_{16} \text{GROWTH}_{it} \\ & + \beta_{17} \text{TANG}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

ตารางที่ 1 การวัดค่าและตัวแปร

ชื่อ	ประเภท	การวัดค่า	อ้างอิง
ROA	ตัวแปรตาม	อัตราส่วน กำไรสุทธิ ต่อสินทรัพย์รวม	Alnori (2020) Yun et al. (2020)
ROE	ตัวแปรตาม	อัตราส่วน กำไรสุทธิ ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	Alnori (2020) Nisanart (2017)
Tobin's Q	ตัวแปรตาม	ผลรวมของมูลค่าตามราคาตลาด กับมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินรวม ต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม	Martínez-Sola et al. (2013) Rumpaporn (2016)
Cash	ตัวแปรอิสระ	อัตราส่วนเงินสด และรายการเทียบเท่าเงินสด ต่อสินทรัพย์รวม	Almeida et al. (2004) Bates et al. (2009)
SOE	ตัวแปรกำกับ	ความเป็นเจ้าของโดยรัฐ วัดค่าโดยแทนด้วย 1 หากกระทรวงการคลังมีทุนรวมเกินร้อยละ 50 และแทนด้วย 0 ในกรณีอื่น	พระราชบัญญัติ วิธีการงบประมาณ พ.ศ. 2561
CGR	ตัวแปรกำกับ	คะแนนการกำกับดูแลกิจการ วัดค่าโดยแทนด้วย 1 หากถูกจัดอันดับอยู่ในอันดับของ Corporate Governance Report (CGR) และแทนด้วย 0 ในกรณีอื่น	Phattrapong (2017) Lamida (2020)



ตารางที่ 1 การวัดค่าและตัวแปร (ต่อ)

ชื่อ	ประเภท	การวัดค่า	อ้างอิง
FAMILY	ตัวแปรกำกับ	ความเป็นเจ้าของโดยครอบครัว วัดค่าโดยแทนด้วย 1 หากเป็นธุรกิจที่ถือหุ้นอย่างน้อยร้อยละ 15 โดยสมาชิกในครอบครัว 2 คน หรือมากกว่านั้น และแทนด้วย 0 ในกรณีอื่น	Poza (2010) Sirirath (2014)
OWNCON	ตัวแปรกำกับ	การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น ร้อยละของจำนวนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก	Warissara and Yordying (2019)
ComCon	ตัวแปรกำกับ	สภาวะการแข่งขัน วัดค่าโดยแทนด้วย 1 หากบริษัทนั้นอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่แข่งขันรุนแรง (อยู่ในกลุ่มที่ค่า HHI ไม่เกิน 0.2) และแทนด้วย 0 ในกรณีอื่น	Jisaba (2020)
EcoCon	ตัวแปรกำกับ	ภาวะเศรษฐกิจ วัดค่าโดยแทนด้วย 1 หากเป็นปีที่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย คือปีที่มี GDP Growth ติดลบติดต่อกันอย่างน้อย 2 ไตรมาส และแทนด้วย 0 ในกรณีอื่น	Jisaba (2020)
LEV	ตัวแปรควบคุม	อัตราส่วนหนี้สินรวม ต่อสินทรัพย์รวม	Margaritis and Psillaki (2010) Le and Phan (2017)
SIZE	ตัวแปรควบคุม	ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม	Paniagua et al. (2018)
GROWTH	ตัวแปรควบคุม	อัตราร้อยละการเปลี่ยนแปลงของยอดขายต่อปี	Le and Phan (2017)
TANG	ตัวแปรควบคุม	อัตราส่วนที่ดิน อาคาร อุปกรณ์สุทธิ ต่อสินทรัพย์รวม	Hasan et al. (2018)

ผลการศึกษา (Results)

การวิเคราะห์เชิงพรรณนา

เป็นการแสดงข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรแต่ละตัว ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) โดยเป็นการแสดงถึงลักษณะของข้อมูลในภาพกว้าง รวมไปถึงลักษณะการกระจายตัวของข้อมูล ซึ่งสามารถจำแนกข้อมูลดังต่อไปนี้ 1) ตัวแปรอิสระ (Cash) 2) ตัวแปรตาม (ROA, ROE, Tobin's Q) 3) ตัวแปรกำกับ (CGR, SOE, FAMILY, OWNCON, ComCon, EcoCon) และ 4) ตัวแปรควบคุม (SIZE, LEV, GROWTH, TANG)



ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนา

Variable	Mean	SD	P25	Median	P75
ROA	0.0369	0.0582	0.0070	0.0330	0.0643
ROE	0.0797	0.2710	0.0188	0.0900	0.1680
Tobin's Q	1.6439	1.5889	0.9186	1.2034	1.8282
Cash	0.0757	0.0857	0.0209	0.0489	0.0981
CGR	0.6446	0.4787	0.0000	1.0000	1.0000
SOE	0.0085	0.0916	0.0000	0.0000	0.0000
FAMILY	0.6156	0.4865	0.0000	1.0000	1.0000
OWNCON	0.6252	0.1698	0.5086	0.6396	0.7482
ComCon	0.2772	0.4477	0.0000	0.0000	1.0000
EcoCon	0.6016	0.4896	0.0000	1.0000	1.0000
SIZE	22.4400	1.5320	21.3190	22.2310	23.3550
LEV	0.4377	0.2194	0.2613	0.4407	0.6040
GROWTH	0.0918	0.6277	-0.0770	0.0350	0.1517
TANG	0.7070	0.4991	0.3294	0.6619	0.9955

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation Analysis)

ผลการวิเคราะห์จากตาราง 3 แสดงให้เห็นถึงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ซึ่งเป็นการบ่งบอกความสัมพันธ์ของตัวแปร โดยพบว่าแม้จะมีตัวแปรหลายคู่ที่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่พบว่ามีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรคู่ใดที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงเส้นตรงในระดับสูง (มากกว่า 0.7 หรือน้อยกว่า -0.7) นอกจากนี้ ยังสามารถพิจารณาได้จากค่า VIF คือค่าที่ใช้วัดระดับความสัมพันธ์ของตัวแปร พบว่าค่า VIF ของตัวแปรทุกตัวมีค่าน้อยกว่า 5 แสดงถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรที่อยู่ในระดับปกติ ทำให้สามารถสรุปได้ว่าไม่มีปัญหา Multicollinearity



ตารางที่ 3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

	ROA	ROE	Tobin's Q	Cash	SOE	CGR	FAMILY	OWNCON	ComCon	EcoCon	LEV	SIZE	GROWTH	TANG	VIF
ROA	1														1.7804
ROE	0.6078***	1													1.6207
Tobin's Q	0.3124***	0.1533***	1												1.1433
Cash	0.1514***	0.0771***	0.1394***	1											1.1391
SOE	-0.0138	-0.0284*	0.0093	-0.0051	1										1.0810
CGR	0.0497***	0.0556***	-0.0018	0.0036	0.0686***	1									1.1392
FAMILY	0.1001***	0.0334**	-0.0131	-0.0675***	-0.1169***	-0.0075	1								1.0840
OWNCON	0.1217***	0.0643***	0.0978***	0.0496***	0.0775***	-0.0278*	0.0364**	1							1.0671
ComCon	0.0405***	0.0087	0.0898***	0.0668***	0.0698	-0.0382***	0.0102	-0.0017	1						1.0447
EcoCon	-0.0443***	-0.0551***	-0.0841***	0.0037	-0.0022*	0.1490***	0.0108	0.0163	0.0120	1					1.0360
LEV	-0.1279***	-0.1246***	-0.0501***	-0.2821***	0.0266***	-0.0175	0.0533***	-0.0786***	-0.1134***	0.0037	1				1.2779
SIZE	-0.0003	0.0505***	-0.0093	-0.1243***	0.2077***	0.2813***	-0.1623***	-0.0090	-0.1358***	0.0402***	0.3349***	1			1.3955
GROWTH	0.0693***	0.0599***	0.0253*	-0.0045	-0.0156	-0.0646***	0.0021	-0.0284*	-0.0110	-0.0243*	0.0453***	0.0157	1		1.0242
TANG	-0.0169	-0.0513***	0.0320**	-0.0705***	-0.0681***	-0.0474***	-0.0553***	0.1728***	0.0488***	0.0195	-0.0821***	-0.1291***	-0.1017***	1	1.0920

***, ** และ * แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, 0.05 และ 0.1 ตามลำดับ



การวิเคราะห์ Panel Data Analysis

การวิเคราะห์ความเหมาะสมของการประมาณค่าสัมประสิทธิ์โดยวิธี Hausman Test เนื่องจากการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel Data ด้วยวิธี OLS จะไม่มีการควบคุมปัจจัยภายนอกหรือภาวะความต่าง (Heterogeneity) ของแต่ละบริษัท ในขณะที่ Fixed Effect Model จะมีการควบคุมปัจจัยภายนอกสมการการถดถอย ตัวแปรภายนอกไม่ผันแปรตามเวลา และมีสัมพันธกับตัวแปรอิสระ ส่วน Random Effect Model จะมีการควบคุมปัจจัยภายนอกสมการการถดถอย ตัวแปรภายนอกจะไม่สัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ

การทดสอบการเลือกใช้รูปแบบการวิเคราะห์ระหว่าง Fixed Effects Model หรือ Random Effects Model สามารถทำได้โดยใช้วิธีการทดสอบ Hausman โดยมีสมมติฐานว่า Random Effects Model เหมาะสมกว่า Fixed Effects Model หากค่า P-value น้อยกว่า 0.05 จะปฏิเสธสมมติฐานหลักและจะการใช้การประมาณค่าด้วยแบบ Fixed Effects Model ที่มีความเหมาะสมในการวิเคราะห์ข้อมูลมากกว่าแทน ซึ่งผลการทดสอบสามารถอธิบายได้ดังตารางที่ 4 ดังนี้

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์ความเหมาะสมของการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วย โดยวิธี Hausman Test

Test Cross-Section Random Effect			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-Section Random (ROA)	120.81	5	0.0000
Cross-Section Random (ROE)	54.01	5	0.0000
Cross-Section Random (Tobin's Q)	38.40	5	0.0000

ผลการทดสอบ Hausman Test

จากตารางที่ 4 พบว่าทุกตัวแปรปฏิเสธสมมติฐานหลัก ดังนั้นการใช้วิธี Fixed Effects Model จึงเป็นวิธีที่เหมาะสมมากกว่า Random Effect Model

สรุปผลการวิเคราะห์โดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)

สมมติฐานที่ 1 การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการในเชิงบวก

โดยจากตารางที่ 5 พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGR) มีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสด (Cash) และผลการดำเนินงานของกิจการ (ROA) ในเชิงลบ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0412 กล่าวคือหากบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีการถือครองเงินสดสูงจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานลดลง ดังนั้นจึงไม่สามารถยอมรับสมมติฐานที่ตั้งไว้

สมมติฐานที่ 2 ความเป็นเจ้าของโดยรัฐมีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการในเชิงบวก

โดยจากตารางที่ 5 พบว่าความเป็นเจ้าของโดยรัฐ (SOE) มีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสด (Cash) และผลการดำเนินงานของกิจการ (ROA) ในเชิงบวก โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.7825 กล่าวคือหาก



บริษัทที่มีความเป็นเจ้าของโดยรัฐมีการถือครองเงินสดสูงจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้น ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยจากวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง Boardman and Vining (1989) ได้ศึกษาพบว่าบริษัทที่ถือหุ้นใหญ่โดยรัฐบาลประสพกับประสิทธิภาพและประสิทธิผลที่ต่ำกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทเอกชน ในขณะที่ Heracleous (2008) และ Ang and Ding (2006) ได้รายงานผลลัพธ์ในเชิงบวกโดยบริษัทที่รัฐบาลเป็นเจ้าของดำเนินการได้ดีกว่าบริษัทเอกชนในแง่ของ ROA และ ROE รวมถึงการกำกับดูแล โดยในกรณีของธุรกิจวิสาหกิจในประเทศไทยที่เป็นเพียงแค่ 1 ประเทศในเอเชียที่มีกฎหมายการแข่งขันทางการค้ายกเว้นรัฐวิสาหกิจ รวมทั้งมีวิธีการปฏิบัติและหลักเกณฑ์ในการจัดซื้อจัดหาที่ทำให้รัฐวิสาหกิจได้ประโยชน์เหนือคู่แข่งของเอกชน และยังมีรัฐวิสาหกิจหลายแห่งที่ได้รับอนุญาตให้กำกับดูแลคู่แข่งที่เป็นผู้ประกอบการเอกชน ซึ่งส่งผลต่อประสิทธิภาพการดำเนินงาน

ตารางที่ 5 การวิเคราะห์โดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)

Variable	(1) ROA FE	(2) ROA FE	(3) ROA FE	(4) ROA FE	(5) ROA FE	(6) ROA FE	(7) ROA FE
Cash	0.0360*** (0.0008)	0.0361*** (0.0008)	0.0428*** (0.0000)	0.0337*** (0.0019)	0.0295*** (0.0067)	0.0335*** (0.0019)	0.0348*** (0.0015)
CGR		-0.0034 (0.1163)					
Cash*CGR		-0.0412*** (0.0025)					
SOE			0.0386 (0.3957)				
Cash*SOE			0.7825*** (0.0002)				
FAMILY				0.0009 (0.8136)			
Cash* FAMILY				0.0224 (0.1324)			
OWNCON					-0.0109 (0.2629)		
Cash*OWNCON					0.0615*** (0.0001)		



ตารางที่ 5 การวิเคราะห์โดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) (ต่อ)

Variable	(1) ROA FE	(2) ROA FE	(3) ROA FE	(4) ROA FE	(5) ROA FE	(6) ROA FE	(7) ROA FE
ComCon						0.0029 (0.3383)	
Cash*ComCon						0.0512*** (0.0029)	
EcoCon							-0.0003 (0.8028)
Cash*EcoCon							-0.0066 (0.5817)
TANG	-0.0130*** (0.0001)	-0.0127*** (0.0002)	-0.0125*** (0.0002)	-0.0131*** (0.0001)	-0.0130*** (0.0001)	-0.0130*** (0.0001)	-0.0141*** (-3.96)
LEV	-0.0317*** (0.0000)	-0.0314*** (0.0000)	-0.0359*** (0.0000)	-0.0317*** (0.0000)	-0.0315*** (0.0000)	-0.0318*** (0.0000)	-0.0315*** (0.0000)
GROWTH	0.0090*** (0.0000)	0.0090*** (0.0000)	0.0090*** (0.0000)	0.0089*** (0.0000)	0.0090*** (0.0000)	0.0089*** (0.0000)	0.0090*** (0.0000)
SIZE	-0.0121*** (0.0000)	-0.0122*** (0.0000)	-0.0111*** (0.0000)	-0.0120*** (0.0000)	-0.0118*** (0.0000)	-0.0119*** (0.0000)	-0.0121*** (0.0000)
R-squared	0.0554	0.0585	0.0603	0.0558	0.0588	0.0574	0.0554
Observation	4,611	4,610	4,610	4,609	4,610	4,610	4,610

***, ** และ * แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, 0.05 และ 0.1 ตามลำดับ, () แสดงค่า P-value

สมมติฐานที่ 3 ความเป็นเจ้าของโดยครอบครัวมีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการในเชิงลบ

โดยจากตารางที่ 5 พบว่าความเป็นเจ้าของโดยครอบครัว (FAMILY) ไม่มีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสด (Cash) และผลการดำเนินงานของกิจการ (ROA) กล่าวคือการที่บริษัทที่มีความเป็นเจ้าของโดยครอบครัวมีการถือครองเงินสดสูงไม่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้นจึงไม่สามารถยอมรับสมมติฐานที่ตั้งไว้



สมมติฐานที่ 4 การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการในเชิงลบ

โดยจากตารางที่ 5 พบว่าการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (OWNCON) มีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสด (Cash) และผลการดำเนินงานของกิจการ (ROA) ในเชิงบวก โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0615 กล่าวคือหากบริษัทที่มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีการถือครองเงินสดสูงจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้น ซึ่งจะแตกต่างจากสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่เมื่อเป็นการใช้ Tobin's Q จะพบว่าหากบริษัทที่มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีการถือครองเงินสดสูงจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานลดลงตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ดังที่จะได้กล่าวถึงต่อไป

สมมติฐานที่ 5 การแข่งขันในกลุ่มอุตสาหกรรมที่เข้มข้นมีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการในเชิงบวก

โดยจากตารางที่ 5 พบว่าการแข่งขันในกลุ่มอุตสาหกรรมที่เข้มข้น (ComCon) มีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสด (Cash) และผลการดำเนินงานของกิจการ (ROA) ในเชิงบวก โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0512 กล่าวคือหากบริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการแข่งขันที่เข้มข้นมีการถือครองเงินสดสูงจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้น ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้ จาก Competitive Rivalry-Based Theory การแข่งขันในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้นมักก่อให้เกิดความเสี่ยง ซึ่งมักจะเกิดขึ้นกับกลุ่มอุตสาหกรรมที่แข่งขันกันอย่างรุนแรง เนื่องจากหากต้องการสร้างความแตกต่างให้เหนือคู่แข่งแล้ว จะเกิดค่าใช้จ่าย มีความยากในการดำเนินการ และก่อให้เกิดความเสี่ยงว่าจะสามารถเอาชนะคู่แข่งได้หรือไม่ ซึ่งก่อให้เกิดความผันผวนต่อกระแสเงินสดและกำไรของธุรกิจ ซึ่งบริษัทจะต้องทำการสำรองเงินสดไว้เพื่อความได้เปรียบในการแข่งขัน ไม่ว่าจะเป็นเพื่อการพัฒนาผลิตภัณฑ์หรือเพื่อลงทุนในโครงการใหม่ ๆ เพื่อสร้างผลกำไร หากบริษัทสำรองเงินสดไม่เพียงพอหรือต่ำกว่าคู่แข่ง อาจส่งผลให้เสียโอกาสในการแข่งขันได้

สมมติฐานที่ 6 ภาวะเศรษฐกิจถดถอยมีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการในเชิงบวก

โดยจากตารางที่ 5 พบว่าภาวะเศรษฐกิจถดถอย (EcoCon) ไม่มีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสด (Cash) และผลการดำเนินงานของกิจการ (ROA) กล่าวคือกรณีที่บริษัทมีการถือครองเงินสดสูงในช่วงภาวะเศรษฐกิจถดถอยไม่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้นจึงไม่สามารถยอมรับสมมติฐานที่ตั้งไว้

สรุปผลการวิเคราะห์โดยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ Tobin's Q

จากตารางที่ 6 พบผลลัพธ์ตรงกับสมมติฐานเพิ่มเติม ได้แก่ การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (OWNCON) มีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสด (Cash) และผลการดำเนินงานของกิจการ (Tobin's Q) ในเชิงลบ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.5736 กล่าวคือหากบริษัทที่มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีการถือครองเงินสดสูงจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานลดลง ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยจากวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง Ozkan and Ozkan (2004) ศึกษาพบว่าการกระจุกตัวของกลุ่มผู้ถือหุ้นช่วยให้ผู้จัดการควบคุมทรัพยากรและได้รับอำนาจในการหลบเลี่ยงกลไกการตรวจสอบภายนอก ในขณะที่ Hu et al. (2009) ระบุว่า การกระจุกตัวของกลุ่มผู้ถือหุ้นส่งผลลบต่อผลการประกอบกิจการเนื่องจากผู้ถือหุ้นที่ได้สิทธิควบคุมจะขัดขวางการเลือกกรรมการและผู้บริหาร



ตารางที่ 6 การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ Tobin's Q

Variable	(1) ROE FE	(2) ROE FE	(3) ROE FE	(4) ROE FE	(5) ROE FE	(6) ROE FE	(7) ROE FE	(8) Tobin's Q FE	(9) Tobin's Q FE	(10) Tobin's Q FE	(11) Tobin's Q FE	(12) Tobin's Q FE	(13) Tobin's Q FE	(14) Tobin's Q FE
Cash	0.0753 0.2163	0.0765 0.2089 -0.0220*	0.1020* 0.0992	0.0621 0.3129	0.0670 0.2774	0.0846 0.1664	0.0762 0.2200	0.9792*** 0.0000	0.9800*** 0.0000 0.1543	0.9846*** 0.0000	1.0164*** 0.0000	1.0417*** 0.0000	1.0145*** 0.0000	
CGR		-0.0220*							0.0000					
Cash*CGR		-0.1532** 0.0476							-0.1674 0.4878					
SOE			0.4823* 0.0614							-0.4412 0.5835				
Cash*SOE			1.0383 0.3872							7.9565** 0.0338				
FAMILY				-0.0300 0.1743							-0.0674 0.3274			
Cash* FAMILY				0.1264 0.1341							-0.3933 0.1352			
OWNCON					-0.0011 0.9832							-0.1049 0.5428		
Cash*OWNCON					0.0776 0.3948							-0.5736** 0.0639		
ComCon						0.0355** 0.0426							0.2128*** 0.0000	
Cash*ComCon						-0.1382 0.1566							-0.3530 0.2458	
EcoCon							-0.0092 0.2909							0.0788 0.0037
Cash*EcoCon							-0.0037 0.9563							-0.2701 0.2015
TANG	-0.0863*** 0.0000	-0.0854*** 0.0000	-0.0840*** 0.0000	-0.0872*** 0.0000	-0.0864*** 0.0000	-0.0861*** 0.0000	-0.0865*** 0.0000	-0.3045*** 0.0000	-0.3022*** 0.0000	-0.3132*** 0.0000	-0.3039*** 0.0000	-0.3020*** 0.0000	-0.3037*** 0.0000	-0.3067*** 0.0000
LEV	-0.2835*** 0.0000	-0.2832*** 0.0000	-0.3050*** 0.0000	-0.2853*** 0.0000	-0.2836*** 0.0000	-0.2842*** 0.0000	-0.2840*** 0.0000	-0.3970*** 0.0000	-0.3948*** 0.0000	-0.3173** 0.0011	-0.3992*** 0.0000	-0.3958*** 0.0000	-0.4038*** 0.0000	-0.4038*** 0.0000
GROWTH	0.0327*** 0.0000	0.0327*** 0.0000	0.0327*** 0.0000	0.0325*** 0.0000	0.0327*** 0.0000	0.0329*** 0.0000	0.0330*** 0.0000	0.0380*** 0.0000	0.0378** 0.0000	0.0385** 0.0000	0.0391** 0.0000	0.0379** 0.0000	0.0381** 0.0000	0.0410** 0.0000
SIZE	-0.0302*** 0.0001	-0.0303*** 0.0001	-0.0247*** 0.0024	-0.0296*** 0.0001	-0.0297*** 0.0001	-0.0303*** 0.0001	-0.0304*** 0.0001	-0.2204*** 0.0000	-0.2207*** 0.0000	-0.2490*** 0.0000	-0.2226*** 0.0000	-0.2240*** 0.0000	-0.2192*** 0.0000	-0.2248*** 0.0000
R-squared	0.0414 4610	0.0427 4609	0.0446 4609	0.0421 4608	0.0415 4609	0.0424 4609	0.0418 4609	0.0427 4611	0.0437 4610	0.0470 4610	0.0437 4609	0.0438 4610	0.0464 4610	0.0478 4610

***, ** และ * แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, 0.05 และ 0.1 ตามลำดับ, () แสดงค่า P-value



การอภิปรายและสรุปผล (Conclusion and Discussion)

งานวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาอิทธิพลเชิงตัวแปรกำกับของบรรษัทภิบาลและโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อความสัมพันธ์ของการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการ เพื่อเป็นการขยายผลการศึกษาเพิ่มเติมว่ายังมีปัจจัยอื่นใดที่สามารถส่งผลหรือมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์นี้หรือไม่ ซึ่งปัจจัยที่นำมาศึกษาอิทธิพลเชิงตัวแปรกำกับนั้นเป็นการทบทวนวรรณกรรมจากงานวิจัยของ Yun et al. (2020) และ Jisaba (2020) โดยผลการศึกษาจากงานวิจัยนี้พบว่าปัจจัยด้านความเป็นเจ้าของโดยครอบครัวและภาวะเศรษฐกิจถดถอยนั้นไม่มีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการ ในขณะที่ปัจจัยด้านการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นและการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการในเชิงลบ โดยในส่วนของปัจจัยด้านการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นอาจมีสาเหตุมาจากการเกิดปัญหาตัวแทนในการบริหารจัดการและลดประสิทธิภาพในการดำเนินงานบริษัท ในขณะที่ปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีอาจมีสาเหตุมาจากการสร้างความโปร่งใสและความสมดุลระหว่างผลประโยชน์ส่วนเพิ่มกับต้นทุนส่วนเพิ่มของการถือเงินสด ทำให้เกิดค่าเสียโอกาสที่สูงขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่าปัจจัยด้านความเป็นเจ้าของโดยรัฐและการแข่งขันในกลุ่มอุตสาหกรรมที่เข้มข้นมีอิทธิพลเชิงกำกับต่อความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการในเชิงบวก โดยในส่วนของปัจจัยด้านความเป็นเจ้าของโดยรัฐอาจมีสาเหตุมาจากการที่รัฐวิสาหกิจในประเทศไทยมีข้อได้เปรียบในการแข่งขันและการกำกับดูแลที่ส่งเสริมประสิทธิภาพ รวมไปถึงการที่รัฐอาจมีนโยบายที่มุ่งเน้นผลประโยชน์ระยะยาวที่ส่งผลต่อความมั่นคงของบริษัท และในส่วนของปัจจัยการแข่งขันในกลุ่มอุตสาหกรรมที่เข้มข้นนั้นอาจมีสาเหตุมาจากความเสี่ยงด้านการแข่งขันที่สูง ทำให้บริษัทต้องสำรองเงินสดเพื่อเพิ่มความสามารถในการแข่งขันและตอบสนองต่อการพัฒนาผลิตภัณฑ์ หรือการลงทุนใหม่ ๆ เพื่อสร้างผลกำไร

ทั้งนี้ ผู้ที่สนใจหัวข้อนี้สามารถต่อยอดศึกษาเพิ่มเติมโดยพิจารณาถึงปัจจัยอื่น ๆ ในการนำมาใช้เป็นตัวแปรกำกับ เช่น CSR หรือ Political Issues รวมถึงยังสามารถพิจารณาการวัดค่าของแต่ละตัวแปรด้วยวิธีอื่น ๆ เพิ่มเติมเพื่อขยายผลการศึกษาต่อไป รวมถึงนักลงทุนสามารถพิจารณาปัจจัยเหล่านี้เพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน โดยการพิจารณาและศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัท เพื่อให้สามารถเข้าใจถึงการควบคุมและการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น หากบริษัทมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือกลุ่มผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพล อาจส่งผลต่อการตัดสินใจในการบริหารและส่งผลต่อแนวทางการใช้เงินสดของบริษัท รวมไปถึงการพิจารณาถึงโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่อาจมีความเป็นเจ้าของโดยรัฐหรือความเป็นเจ้าของโดยครอบครัว เนื่องจากความเป็นเจ้าของโดยรัฐอาจมีนโยบายที่มุ่งเน้นผลประโยชน์ระยะยาวและมีความมั่นคง ในขณะที่ความเป็นเจ้าของโดยครอบครัวอาจเน้นผลประโยชน์ในระยะสั้นและการคงอยู่ของธุรกิจครอบครัว ซึ่งการพิจารณาว่าใครเป็นผู้ถือหุ้นหลักและมีอำนาจในการตัดสินใจมีความสำคัญต่อการประเมินความเสี่ยงและโอกาสของการลงทุนในบริษัทนั้น ๆ



References

- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804. <https://doi.org/10.2139/ssrn.345840>
- Alnori, F. (2020). Cash holdings: Do they boost or hurt firms' performance? Evidence from listed non-financial firms in Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 13(5), 919-934. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-08-2019-0338>
- Ang, J. S., & Ding, D. K. (2006). Government ownership and the performance of government-linked companies: The case of Singapore. *Journal of Multinational Financial Management*, 16(1), 64-88.
- Ashhari, Z. M., & Faizal, D. R. (2018). Determinants and performance of cash holding: Evidence from small businesses in Malaysia. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 26(2), 457-473.
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173-1182.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021. <https://doi.org/10.2139/ssrn.927962>
- Boardman, A. E., & Vining, A. R. (1989). Ownership and performance in competitive environments: A comparison of the performance of private, mixed, and state-owned enterprises. *The Journal of Law and Economics*, 32(1), 1-33.
- Business Today. (2020). Enhancing cash management efficiency in the COVID-19 crisis era. Retrieved August 19, 2023, from <https://www.businesstoday.co/opinions/26/08/2020/48439/>
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499-533. <https://doi.org/10.2139/ssrn.885777>
- Gedajlovic, M., Carney, M., Chrisman, J. J., & Kellermanns, F. W. (2012). The adolescence of family firm research: Taking stock and planning for the future. *Journal of Management*, 38(4), 1010-1037.
- Hasan, I., Kobeissi, N., Liu, L., & Wang, H. (2018). Corporate social responsibility and firm financial performance: The mediating role of productivity. *Journal of Business Ethics*, 149(3), 671-688.
- Heracleous, L. (2008). What is the impact of corporate governance on organizational performance? *Corporate Governance: An International Review*, 9(3), 165-173.
- Hu, H. W., Tam, O. K., & Tan, M. G. (2009). Internal governance mechanisms and firm performance in China. *Asia Pacific Journal of Management*, 27, 727-749.
- Jisaba, J. (2020). Industry peer effects on cash holding of listed companies in The Stock Exchange of Thailand. *An Independent Study, Chiang Mai University*.



- Lamida, K. (2020). Assessment of good corporate governance and firm value of the listed companies on The Stock Exchange of Thailand. *Journal of Buddhist Anthropology*, 5(9), 425-441.
- Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in International Business and Finance*, 42(1), 710-726.
- Lee, K. W., & Lee, C. F. (2009). Cash holdings, corporate governance structure and firm valuation. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 12(3), 475-508. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1536481>
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking and Finance*, 34(3), 621-632. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.023>
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170.
- Mikkelson, W. H., & Partch, M. M. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), 275-294. <https://doi.org/10.2307/4126751>
- Monchai, M. (2021). The cash flow cycle: The heart of business survival. Retrieved August 19, 2023, from <https://www.setinvestnow.com/th/knowledge/article/281-cash-cycle-for-business-liquidity>
- Myers, S. C., & Rajan, R. G. (1998). The paradox of liquidity. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 733-771. <https://doi.org/10.1162/003355398555739>
- Nisanart, K. (2017). Relationship between board characteristics and performance of listed firms in Market for Alternative Investment. *An Independent Study, Chiang Mai University*. <https://doi.org/10.2991/iceemr-17.2017.77>
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103-2134. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2003.08.003>
- Paniagua, J., Rivelles, R., & Sapena, J. (2018). Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure. *Journal of Business Research*, 89(1), 229-234.
- Phattrapong, C. (2017). Corporate governance scores and roles of determinants in firm values of the companies listed in Thailand. *MUT Journal of Business Administration*, 14(1), 1-24.
- Poza, E. J. (2010). *Family business* (3rd ed.). Mason, OH: Thomson South-Western.
- Rumpaporn, U. (2016). Relationship between cash holdings and firm value: Evidence from the Stock Exchange of Thailand. *An Independent Study, Thammasat University*.
- Sirirath, B. (2014). A causal model for financial performance of family business after transgeneration in Thailand. *Dissertation, Sripatum University*.
- Song, K., & Lee, Y. (2012). Long-term effects of a financial crisis: Evidence from cash holdings of East Asian firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(3), 617-641. <https://doi.org/10.1017/S0022109012000142>



- Twongtip, S. (2021). Relationship between firm characteristics, debt levels and earnings quality, and the moderating effect of corporate governance of listed companies in The Stock Exchange of Thailand. *An Independent Study, Chiang Mai University*.
- Wang, Y. J. (2002). Liquidity management, operating performance, and corporate value: Evidence from Japan and Taiwan. *Journal of Multinational Financial Management*, 12(2), 159-169. [https://doi.org/10.1016/S1042-444X\(01\)00047-0](https://doi.org/10.1016/S1042-444X(01)00047-0)
- Warissara, R., & Yordying, T. (2019). Relationship between ownership concentration and dispersion and stock liquidity of the listed companies in The Stock Exchange of Thailand. *Journal of Administration and Management*, 9(1), 137-152.
- Yun, J., Ahmad, H., Jebran, K., & Muhammad, S. (2020). Cash holdings and firm performance relationship: Do firm-specific factors matter? *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 34(1), 1283-1305.