

ภาวะเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทย

นางสาวจุฑาภรณ์ นุหลันทฤกษ์

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์

คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2554

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทคัดย่อและแฟ้มข้อมูลฉบับเต็มของวิทยานิพนธ์ตั้งแต่ปีการศึกษา 2554 ที่ให้บริการในคลังปัญญาจุฬาฯ (CUIR)

เป็นแฟ้มข้อมูลของนิสิตเจ้าของวิทยานิพนธ์ที่ส่งผ่านทางบัณฑิตวิทยาลัย

The abstract and full text of theses from the academic year 2011 in Chulalongkorn University Intellectual Repository (CUIR)

are the thesis authors' files submitted through the Graduate School.

ECONOMIC CONDITIONS AND CORPORATE CASH HOLDING
IN THAILAND

Miss Jutaporn Bulunpluk

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Economics Program in Economics

Faculty of Economics

Chulalongkorn University

Academic Year 2011

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์

โดย

สาขาวิชา

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

ภาวะเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทย

นางสาวจุฑาภรณ์ บุหลันพฤษย์

เศรษฐศาสตร์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ธวัชชัย จิตรภักษ์นันท์

คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้หัวข้อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วน
หนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

..... คณบดีคณะเศรษฐศาสตร์
(รองศาสตราจารย์ ดร.ชโยดม สรรพศรี)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ
(ดร.พิรุวรรณ ปรมาพจน์)

..... อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ธวัชชัย จิตรภักษ์นันท์)

..... กรรมการภายนอกมหาวิทยาลัย
(รองศาสตราจารย์ ดร.ไพโรจน์ วงศ์วิภาณนท์)

จุฬารัตน์ บุษพันธุ์ : ภาวะเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทย.
(ECONOMIC CONDITIONS AND CORPORATE CASH HOLDING IN
THAILAND) อ. ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก: ผศ.ดร. ธวัชชัย จิตรภักษ์นันท์ 60 หน้า.

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาถึงผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจซึ่งประกอบด้วย การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ต้นทุนค่าเสียโอกาส ทิศทางของเศรษฐกิจในอนาคตและสภาพคล่องของตลาดการเงินว่ามีผลต่อการถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทยอย่างไร โดยการศึกษาได้ใช้ข้อมูลทศนิยมรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 369 บริษัท ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 2544 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี 2552 วิธีที่ใช้ในการประมาณค่า คือ วิธี Panel Least Square แบบ Fixed Effect Model

ผลการศึกษาพบว่า เมื่อเศรษฐกิจมีการขยายตัวเพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้บริษัทถือสัดส่วนเงินสดเพิ่มขึ้นแต่บริษัทจะถือสัดส่วนเงินสดลดลงเมื่อมีต้นทุนค่าเสียโอกาสเพิ่มขึ้นและสภาพคล่องของตลาดการเงินอยู่ในภาวะตึงตัว นอกจากนี้ในช่วงที่นักลงทุนคาดการณ์ว่าในอนาคตเศรษฐกิจจะขยายตัวบริษัทจะทำการถือสัดส่วนเงินสดลดลง ทั้งนี้ในการทดสอบสามารถสรุปได้ว่า บริษัทไม่ได้ถือเงินสดเพิ่มมากขึ้นเมื่อเศรษฐกิจตกต่ำเพื่อป้องกันความเสี่ยงแต่บริษัทจะถือเงินสดเพื่อการดำเนินธุรกิจปกติมากกว่า ส่วนการทดสอบถึงภาวะเศรษฐกิจต่อปรับระดับการถือเงินสดของบริษัท พบว่าในช่วงที่เศรษฐกิจหดตัว ต้นทุนค่าเสียโอกาสสูง และเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวนั้นจะส่งผลให้บริษัทปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับที่เหมาะสมได้เร็วกว่าช่วงที่เศรษฐกิจมีการขยายตัวและมีต้นทุนค่าเสียโอกาสต่ำ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าช่วงเศรษฐกิจชะลอตัว บริษัทเริ่มกลัวความเสี่ยงและจะพยายามรักษาระดับการถือเงินสดให้เหมาะสมมากกว่าช่วงเศรษฐกิจขยายตัว

สาขาวิชา.....เศรษฐศาสตร์..... ลายมือชื่อนิสิต.....
ปีการศึกษา.....2554..... ลายมือชื่อ อ.ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก.....

5285160329 : MAJOR ECONOMICS

KEYWORDS : CORPORATE CASH HOLDING / ECONOMIC CONDITION / SPEED OF ADJUSTMENT

JUTAPORN BULUNPLUK: ECONOMIC CONDITIONS AND CORPORATE CASH HOLDING IN THAILAND. THESIS ADVISOR: ASST.PROF. THAWATCHAI JITTRAPANAN, Ph.D., 60 pp.

This study investigated the impacts o economics conditions that are economic growth,. Opportunity Cost, Prediction of Future Economic and Liquidity of Financial markets on corporate cash holding of listed company. We use the secondary data of 369 listed companies from 1st quarter in 2001 to 4th quarter in 2009 and employ Panel Least Square Regressions with Fixed Effect Model

The study finds that corporate will increase cash holding when economic expansion but decrease cash holding when high opportunity cost, economics trend to recession and tight financial market. This result can be concluded that The corporate cash holding did not hold cash for precaution motive but for the transaction cost motive. Moreover we find the speed of adjustment is faster when economic slowdown, high opportunity cost and low term spread. That implies that the recession the company will maintain the level of a reasonable cash offer on the expansion

Field of Study : Economics Student's Signature

Academic Year : 2011 Advisor's Signature

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความรู้ที่ได้รับการประสิทธิ์ประสาทจากคณาจารย์ คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และความกรุณาจาก ผศ.ดร.ชวิษชัย จิตรภักษ์นันท์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่สละเวลาอันมีค่าในการชี้แนะแนวทางและให้คำปรึกษาที่เป็นประโยชน์มาโดยตลอด ขอขอบพระคุณ อ.ดร.พิฑูวรรณ ปรมาพจน์ ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์และ ร.ศ. ดร.ไพโรจน์ วงศ์วิภาณนท์ กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ให้คำแนะนำอันเป็นประโยชน์อย่างยิ่งในการศึกษาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ รวมถึงขอขอบคุณ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีที่เอื้อเพื่อข้อมูลซึ่งเป็นประโยชน์อย่างยิ่งในการทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น คุณสรลพัชร คล่องดี คุณปารมิตา อุทาสินและคุณสมชาย แซ่อือ สำหรับคำแนะนำที่เป็นประโยชน์ในการศึกษาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ขอขอบพระคุณบิดา มารดา และครอบครัวของข้าพเจ้าที่เป็นกำลังใจและเป็นแรงบันดาลใจ ให้ข้าพเจ้ามีความอดุสาหะอดทนและให้การสนับสนุนข้าพเจ้ามาโดยตลอดจนวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ สำเร็จได้ด้วยดี รวมถึงเพื่อน ๆ ทุกคนที่คอยช่วยเหลือให้คำแนะนำและเป็นกำลังใจให้กันเสมอมา คุณประโยชน์อันเกิดจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ข้าพเจ้าขอมอบให้แค่บิดา มารดา อาจารย์และผู้มีพระคุณทุกท่าน หากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ข้าพเจ้าขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญภาพ.....	ฌ
สารบัญภาพ.....	ฎ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา.....	3
1.3 ขอบเขตของการศึกษา.....	3
1.4 แหล่งที่มาของข้อมูล.....	3
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	3
1.6 โครงสร้างวิทยานิพนธ์.....	4
1.7 นิยามศัพท์.....	4
บทที่ 2 กรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	5
2.1 กรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี (Theoretical Framework).....	5
2.1.1 ทฤษฎีความต้องการถือเงินของเคนส์.....	5
2.1.2 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน.....	6
- Pecking Order Theory.....	6
- Free cash flow Theory.....	8
- Trade off Theory.....	10
2.1.3 ทฤษฎีปริมาณเงิน.....	12
2.2 วรรณกรรมปริทัศน์.....	17
บทที่ 3 วิธีการศึกษา.....	22
3.1 ทดสอบภาวะเศรษฐกิจต่อระดับการถือเงินสด.....	21
3.1.1 แบบจำลอง.....	21
3.1.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา.....	22

3.1.3 สมมติฐานของตัวแปร.....	25
3.2 ทดสอบภาวะเศรษฐกิจต่อการปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมาย.....	29
บทที่ 4 ผลการศึกษา.....	32
4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา.....	32
4.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆ.....	37
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ.....	48
5.1 สรุปผลการศึกษา.....	48
5.2 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย.....	50
5.3 ข้อจำกัดในการศึกษา และข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาเพิ่มเติมต่อไป.....	50
รายการอ้างอิง.....	51
ภาคผนวก.....	55
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	60

สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 4.1 แสดงผลทางสถิติของข้อมูลต่างๆ.....	33
ตารางที่ 4.2 ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สมการผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจต่อการ ถือเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย.....	40
ตารางที่ 4.3 ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สมการผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจต่อการ ปรับระดับการถือเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย.....	45

สารบัญภาพ

	หน้า
ภาพที่ 2.1 แสดงลักษณะเส้นอัตราผลตอบแทนแบบปกติ (Normal Yield Curve).....	14
ภาพที่ 2.2 แสดงลักษณะเส้นอัตราผลตอบแทนแบบลาดชันมาก (Steep Yield Curve).....	15
ภาพที่ 2.3 แสดงเส้นอัตราผลตอบแทนแบบลาดลง (Invert Yield Curve).....	15
ภาพที่ 2.4 แสดงเส้นอัตราผลตอบแทนแบบคงที่ (Flat Yield Curve).....	16
ภาพที่ 4.1 แสดงการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจและการถือเงินสด.....	34
ภาพที่ 4.2 แสดงอัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลังอายุ 3 เดือนและการถือเงินสดของ บริษัทในประเทศไทย.....	34
ภาพที่ 4.3 แสดงความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลังอายุ 3 เดือนและ พันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีและการถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทย.....	35
ภาพที่ 4.4 แสดงส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ภาคเอกชนระดับความเชื่อมั่น AA และระดับความเชื่อมั่น BBB.....	36

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญ

“Corporate cash holding swell”¹ สื่อสหรัฐอเมริกาได้รายงานไว้ว่า ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจทางการเงิน (Financial Crisis) ปี 2007-2010 ที่ผ่านมามีบริษัทเอกชนในประเทศสหรัฐอเมริกา ได้ถือครองเงินสดไว้เป็นจำนวนมาก ซึ่งธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาก็ได้เผยข้อมูลว่า บริษัทเอกชนถือเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด เกือบ 2 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ หรือคิดเป็นประมาณร้อยละ 7 ของสินทรัพย์ทั้งหมด ซึ่งมีปริมาณสูงสุดในรอบ 50 ปีที่ผ่านมา จากผลของวิกฤติเศรษฐกิจที่กระทบต่อการดำเนินธุรกิจและการสำรองเงินสดของบริษัท ทำให้การศึกษาเกี่ยวกับการถือเงินสดของบริษัทกลับมาเป็นที่สนใจเพิ่มมากขึ้น

ทั้งนี้ในการบริหารเงินสดของบริษัทภายใต้ตลาดการเงินแบบสมบูรณ์หรือแบบในอุดมคติที่ไม่มีปัญหาด้านข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) ไม่มีต้นทุนธุรกรรม (Transaction Cost) และไม่มีระบบภาษี (Tax) ทำให้เมื่อบริษัทต้องการเงินทุนก็สามารถจัดหาเงินทุนได้อย่างทันทีและมีต้นทุนที่เท่าๆกัน ดังนั้นบริษัทไม่จำเป็นต้องคำนึงเลยว่าบริษัทต้องถือเงินสดไว้ทำไม แต่ภายใต้ความเป็นจริงที่ตลาดการเงินนั้นไม่สมบูรณ์ปัญหาดังกล่าว ส่งผลให้การจัดหาเงินทุนของบริษัทมีต้นทุนเพิ่มขึ้น ดังนั้นผู้บริหารทางการเงินจึงต้องตัดสินใจว่าบริษัทควรถือเงินสดไว้ทำไมให้เพียงพอต่อการดำเนินงานตามปกติ (The Transaction Cost Motive) สำรองไว้ใช้ในยามฉุกเฉิน (Precautionary Motive) เพื่อโอกาสในเก็งกำไร (Speculative Motive) แต่ทั้งนี้ต้องอยู่ภายใต้ผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น (Maximizes Shareholder Wealth)

แนวคิดในการบริหารเงินสดนั้นมีอยู่หลายแนวคิดบ้างก็ว่าความถือเงินสดในสัดส่วนที่มากเนื่องจากการจัดหาเงินทุนด้วยการกู้ยืมจากเจ้าหนี้หรือเพิ่มทุนจากผู้ถือหุ้นนั้นมีต้นทุนสูงกว่าการใช้เงินสดสำรองของบริษัท แต่ก็มีที่คัดค้านว่าการที่บริษัทถือเงินสดไว้มากเกินไปก็ไม่ดี เพราะบางครั้งผู้บริหารอาจนำเงินสดไปลงทุนหรือใช้จ่ายเพื่อผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าจะนำไปใช้เพื่อ

¹ The Wall Street Journal (ออนไลน์), 17 กันยายน 2554 ที่มา <http://online.wsj.com/article.html>

ผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ได้มีการนำหลักการวิเคราะห์หน่วยสุดท้าย (Marginal Analysis) มาใช้ในการบริหารเงินสด กล่าวคือ บริษัทควรมีระดับการถือเงินสดที่เหมาะสม ซึ่งคือระดับที่ผลประโยชน์หน่วยสุดท้าย (Marginal Benefit) ของการถือเงินสด เท่ากับต้นทุนหน่วยสุดท้าย (Marginal Cost) ของการถือเงินสด ซึ่งจากการศึกษาถึงการถือเงินสดของบริษัทก่อนหน้านี้ ก็พบว่าในระยะยาวบริษัทมีการถือเงินสดในระดับที่เหมาะสม (Optimal Cash Holding) นอกจากนี้ยังพบว่าการถือเงินสดในระดับที่เหมาะสมจะส่งผลให้บริษัทมีมูลค่าสูงสุด แต่หากบริษัทถือเงินสดมากเกินไปหรือน้อยเกินไป ก็จะทำให้มูลค่าของบริษัทลดลง (Marlinez-Sola, Garcia-teruel และ Marlinez-Solano, 2010) และภายใต้ตลาดการเงินที่ไม่สมบูรณ์ทำให้บริษัทไม่สามารถปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับที่เหมาะสมได้อย่างทันทีทันใด โดยในการศึกษาการปรับระดับการถือเงินสดในต่างประเทศพบว่าบริษัทจะสามารถปรับระดับการถือเงินสดได้ในร้อยละ 30 ของส่วนต่างระหว่างการถือเงินสดจริงกับระดับเงินสดเป้าหมาย แต่จากการศึกษาของ สุชาติ (2551) ซึ่งศึกษาถึงการถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทยกลับพบว่าพฤติกรรมการถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทยยิ่งออกห่างจากระดับการถือเงินสดที่เหมาะสม

การศึกษาถึงการถือเงินสดของบริษัทก่อนหน้านี้มักสนใจเฉพาะปัจจัยลักษณะเฉพาะของ บริษัท เช่น ขนาดบริษัท กระแสเงินสด โครงสร้างเงินทุน เป็นต้น โดยไม่ได้คำนึงถึงสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่อาจส่งผลต่อการถือเงินสดของบริษัท ยกเว้นในงาน Baum, Caglayan and Ozkan (2006) ได้ศึกษาถึงความผันผวนทางเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัท ซึ่งพบว่าความผันผวนทางเศรษฐกิจได้ส่งผลต่อความสามารถในการประมาณการใช้เงินสดของผู้บริหาร ทำให้ในช่วงเศรษฐกิจผันผวนปริมาณการถือเงินระหว่างบริษัทจะมีการกระจายตัวกันมากขึ้น และในงานศึกษาของ Alimov and Mikkelson (2010) ซึ่งได้ศึกษาถึงภาวะเศรษฐกิจต่อมูลค่าของเงินสดที่บริษัทถือไว้ โดยพบว่าในช่วงเศรษฐกิจถดถอย ตลาดการเงินมีสภาพคล่องต่ำ การถือเงินสดไว้มากจะส่งผลให้บริษัทมีมูลค่าสูงเฉพาะบริษัทที่มีข้อจำกัดทางการเงินเท่านั้น ประกอบกับการที่บริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาถือเงินสดมากขึ้นในช่วงเศรษฐกิจถดถอยดังที่กล่าวไว้ข้างต้น ทำให้เป็นที่สนใจว่าแท้จริงแล้วภาวะเศรษฐกิจ กล่าวคือ การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ย แนวโน้มทางเศรษฐกิจ และสภาพคล่องของตลาดการเงินส่งผลต่อการถือเงินสดอย่างไร

1.2 วัตถุประสงค์ในการศึกษา

เพื่อศึกษาถึงผลกระทบภาวะทางเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัท พร้อมทั้งศึกษาถึงพฤติกรรมการปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมายเมื่อภาวะทางเศรษฐกิจเปลี่ยนไป

1.3 ขอบเขตการศึกษา

การศึกษานี้ได้จากการรวบรวมข้อมูลโดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งไม่รวมกลุ่มธุรกิจทางการเงินเพราะ มีลักษณะการบริหารสินทรัพย์สภาพคล่องเฉพาะตัว ตั้งแต่ พ.ศ. 2544 ถึงปี พ.ศ. 2552 เนื่องจากปี พ.ศ. 2544 เป็นปีที่เริ่มการจัดเก็บข้อมูลอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้

1.4 แหล่งที่มาของข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) แบบอนุกรมเวลารายไตรมาส ณ สิ้นไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2544 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ.2552 จากงบดุล งบกำไรขาดทุน และหมายเหตุประกอบงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยไม่รวมบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน ซึ่งรวบรวมข้อมูลจาก Data Stream ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ส่วนอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ที่สะท้อนอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงรวบรวมจากสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ส่วนข้อมูลอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์รายไตรมาสรวบรวมจากสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ และสำนักงานสถิติแห่งชาติ

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. การศึกษานี้ทำให้ทราบข้อมูลสถานการณ์ปัจจุบันเกี่ยวกับการถือเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
2. ทำให้ทราบถึงผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัท และให้ทราบถึงแนวโน้มความต้องการเงินของภาคธุรกิจภาวะเศรษฐกิจต่าง ๆ เพื่อเป็นแนวทางในการบริหารเงินสดให้กับผู้บริหาร

3. ทำให้ทราบถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการเงินสดของบริษัท เพื่อเป็นแนวทางให้กับผู้บริหารทางการเงินและสถาบันทางการเงินหรือผู้ที่เกี่ยวข้อง

1.6 โครงสร้างวิทยานิพนธ์

วิทยานิพนธ์นี้ประกอบไปด้วยเนื้อหาทั้งสิ้น 6 บท ดังนี้

บทที่ 1 กล่าวถึง ที่มาและความสำคัญ วัตถุประสงค์ของการศึกษา ขอบเขตของการศึกษา แหล่งที่มาของข้อมูล ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ และโครงสร้างวิทยานิพนธ์

บทที่ 2 กล่าวถึง กรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

บทที่ 3 กล่าวถึง วิธีการศึกษา

บทที่ 4 กล่าวถึง ผลการศึกษา

บทที่ 5 กล่าวถึง การสรุปผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด (Cash and Cash Equivalents)

เงินสด หมายถึง

- 1) ธนบัตรและเหรียญกษาปณ์ที่บริษัทมี รวมทั้งเงินสดย่อย ธนาณัติ ตั๋วแลกเงิน ไปรษณีย์ เช็คที่ถึงกำหนดแต่ยังมีได้นำฝาก เช็คเดินทาง ดราฟต์ของธนาคาร
- 2) เงินฝากธนาคารกระแสรายวันและออมทรัพย์ และเงินฝากประจำและบัตรเงินฝากที่มีอายุคงเหลือไม่เกิน 3 เดือน ไม่รวมเงินฝากที่มีภาระผูกพัน

รายการเทียบเท่าเงินสด หมายถึง เงินลงทุนระยะสั้นที่มีสภาพคล่องสูง ซึ่งพร้อมจะเปลี่ยนเป็นเงินสดในจำนวนที่ทราบได้และมีความเสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงมูลค่าน้อย หรือไม่มีนัยสำคัญ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นตั๋วเงินหรือตั๋วสัญญาใช้เงินที่สถาบันการเงินเป็นผู้ออก รับรองหรืออาวัล โดยบริษัทมีวัตถุประสงค์ในการถือไว้เพื่อจ่ายชำระภาระผูกพันระยะสั้น มากกว่าเพื่อลงทุนหรือเพื่อวัตถุประสงค์อื่น เช่น ตั๋วเงินประเภทเพื่อเรียก ตั๋วเงินที่มีวันถึงกำหนดภายใน 3 เดือน หรือน้อยกว่า เป็นต้น

บทที่ 2

กรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในบทนี้กล่าวถึงกรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยส่วนแรกจะเป็นกรอบแนวคิดเชิงทฤษฎีและวรรณกรรมปริทัศน์ที่เกี่ยวข้องกับภาวะทางเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัท ส่วนที่สองจะเป็นกรอบแนวคิดเชิงทฤษฎีและวรรณกรรมปริทัศน์ที่เกี่ยวข้องกับภาวะทางเศรษฐกิจต่อพฤติกรรมการปรับเปลี่ยนระดับการถือเงินสดของบริษัท

2.1 กรอบแนวคิดเชิงทฤษฎี (Theoretical Framework)

ภายใต้ตลาดการเงินที่สมบูรณ์ (Perfect Financial Market) หรือตลาดทุนในอุดมคติ บริษัทอาจไม่จำเป็นต้องถือเงินสดสำรองไว้ เพราะเมื่อบริษัทต้องการเงินสดบริษัทก็สามารถจัดหาได้โดยไม่มีต้นทุนใด ๆ แต่ในโลกแห่งความเป็นจริง ตลาดการเงินที่ไม่สมบูรณ์ทำให้บริษัทต้องสำรองเงินสดไว้ในระดับที่เหมาะสมเพื่อสอดคล้องกับการใช้งานและต้นทุน ดังนั้นในส่วนนี้จึงกล่าวถึงทฤษฎีเกี่ยวกับระดับการถือเงินที่เหมาะสมและทฤษฎีเกี่ยวกับความจำเป็นในการถือเงินสด

2.1.1 ทฤษฎีความต้องการถือเงินของเคนส์

John Maynard Keynes นักเศรษฐศาสตร์ชาวอังกฤษกล่าวว่า เหตุผลที่บุคคลและกิจการต้องถือเงินสดนั้น ไว้ 3 ประการ มีดังนี้

1. เพื่อการใช้จ่ายในการดำเนินงานตามปกติ (Transactions Motive)

การถือเงินสดเพื่อการใช้จ่ายในการดำเนินงานตามปกติของบริษัทนั้น เป็นการถือเงินที่จะช่วยให้บริษัทมีความสามารถในการชำระค่าใช้จ่ายต่างๆ ที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานตามปกติของบริษัท เช่น ค่าจ้าง ค่าน้ำ ค่าไฟ ค่าวัสดุคิบ เป็นต้น ทั้งนี้จำนวนเงินสดที่บริษัทต้องการเพื่อให้เพียงพอต่อการใช้จ่ายของบริษัทขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการด้วยกัน เช่น ลักษณะอุตสาหกรรมที่บริษัทได้ดำเนินธุรกิจอยู่ อย่างธุรกิจประเภทบริโภคนจะเป็นธุรกิจที่สามารถพยากรณ์เกี่ยวกับเงินสดรับได้อย่างแม่นยำ เพราะความต้องการของผู้บริโภคค่อนข้างจะแน่นอนต่อการบริการของธุรกิจ

ประเภทนี้ แต่อย่างไรก็ตามบริษัทผู้ผลิตบางประเภทอาจพยากรณ์เงินสดรับได้อย่างค่อนข้างจะยากกว่า

2. เพื่อป้องกันเหตุฉุกเฉิน (Precautionary Motive)

การถือเงินสดเพื่อป้องกันเหตุฉุกเฉินเป็นการสำรองเงินสดหรือทรัพย์สินที่มีสภาพคล่องสูงเพื่อไว้ใช้จ่ายเมื่อมีเหตุจำเป็นหรือเหตุฉุกเฉินที่บริษัทไม่ได้คาดการณ์มาก่อน เช่น กระแสเงินสดไม่เป็นไปตามที่พยากรณ์ไว้ ไม่สามารถจัดเก็บเงินจากลูกหนี้ได้ ไม่สามารถจัดหาเงินทุนภายนอกได้ เป็นต้น ทั้งนี้ความสามารถในการจัดเก็บหนี้สินหรืออัตราหมุนเวียนของลูกหนี้จะยาวนานขึ้นเมื่ออยู่ภาวะเศรษฐกิจซบเซาดังนั้นในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำบริษัทจึงจำเป็นต้องถือเงินสดเพิ่มขึ้นเพิ่มสำรองไว้หากกระแสเงินสดไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้สูงขึ้น

3. เพื่อการเก็งกำไร (Speculative Motive)

การถือเงินสดเพื่อการเก็งกำไรเป็นลักษณะของการนำเงินสดส่วนเกินของบริษัทไปลงทุนหาผลประโยชน์ตอบแทน ตัวอย่างเช่น บริษัทรับเหมาก่อสร้างที่อยู่อาศัยจะมีการถือเงินสดไว้มากอาจนำเงินสดมาซื้อวัสดุก่อสร้างสำรองไว้หากคาดการณ์ว่าในอนาคตวัสดุก่อสร้างจะราคาสูงขึ้น ซึ่งการทำเช่นนี้ทำให้บริษัทสามารถลดต้นทุนการก่อสร้างของบริษัทได้และจะทำให้บริษัทสามารถทำกำไรได้มากขึ้น แต่อย่างไรก็ตามการถือเงินสดเพื่อการเก็งกำไรอาจเป็นมูลเหตุที่มีความสำคัญน้อยสุด

2.1.2 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน

- Pecking Order Theory

Myer and Majluf (1984) ได้เสนอ ทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้น โดยกล่าวว่าบริษัทไม่จำเป็นต้องมีสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุด เพราะจากปัญหาด้านทุนทางการเงินที่ไม่เท่ากัน ทำให้แหล่งเงินทุนภายนอกจะมีต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่าแหล่งเงินทุนภายใน ดังนั้นบริษัทควรจัดการเงินทุนตามลำดับขั้น โดยบริษัทควรเลือกใช้เงินทุนจากภายในบริษัทก่อน ซึ่งก็คือ เงินสด และ หลักทรัพย์ที่อยู่ในความต้องการของตลาด และถ้าเงินทุนที่อยู่ภายในกิจการไม่เพียงพอต่อการลงทุน บริษัทจะจัดหาเงินทุนจากภายนอกโดยเลือกหลักทรัพย์ที่มีความปลอดภัยมากที่สุดก่อน ซึ่งสามารถ

เรียงลำดับได้ดังนี้คือ ส่วนหนี้สิน หนี้คู่แข่งสภาพ และส่วนทุน ตามลำดับ ทั้งนี้เนื่องจากสาเหตุสำคัญ 2 ประการ

1. ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetries Information)

Myers and Majluf (1984) กล่าวถึงปัญหาข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันในตลาดระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน โดยผู้บริหารจะมีข้อมูลภายใน ทำให้ทราบถึงความเสี่ยงและมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก ดังนั้นเมื่อบริษัทมีการจัดหาเงินทุนจากภายนอก นักลงทุนภายนอกก็จะไม่ทราบถึงรายได้ ระดับความเสี่ยง ของบริษัทได้ดีเท่าผู้บริหาร จึงจะเรียกร้องอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นพร้อมทั้งจะประเมินราคาหลักทรัพย์ให้ต่ำกว่าความเป็นจริง (Underpricing Problem) เพื่อเป็นการลดความเสี่ยง และปัญหาการเลือกที่ตรงข้ามกับความเหมาะสม (Adverse Selection) ซึ่งหากบริษัทมีปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลสูง นักลงทุนภายนอกจะทราบข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทน้อยและไม่มั่นใจว่าบริษัทจะให้อัตราผลตอบแทนได้ตามที่ต้องการ นักลงทุนภายนอกก็จะลดมูลค่าหลักทรัพย์ให้มีมูลค่าต่ำลงและซื้อในราคาถูกเพื่อให้ได้ผลตอบแทนตามที่ต้องการ ทำให้ต้นทุนทางการเงินของบริษัทสูงขึ้น ซึ่งอาจสูงเกินกว่าผลตอบแทนที่จะได้รับจากการลงทุน ส่งผลให้บริษัทไม่สามารถแข่งขัน และลงทุนในโครงการสามารถให้ผลตอบแทนที่ดีได้ เพราะเมื่อมีต้นทุนทางการเงินที่สูงก็จะส่งผลให้มูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value) ของโครงการต่ำกว่าศูนย์ได้ ดังนั้นเพื่อลดต้นทุนทางการเงินและเพิ่มโอกาสการลงทุน การแข่งขันหรือลดปัญหาการลงทุนที่น้อยเกินไป (Underinvestment) ผู้บริหารควรสะสมเงินสดไว้เพื่อใช้เป็นแหล่งเงินทุนภายในก่อน หากไม่เพียงพอก็ให้จัดหาแหล่งเงินทุนภายนอก ซึ่งสอดคล้องกับ Huang and Zhang (2007) ศึกษาความโปร่งใสและการเปิดเผยข้อมูลต่อการถือเงินสดของบริษัทพบว่า บริษัทจะถือเงินสดลดลงเมื่อมีการเปิดเผยข้อมูลเพิ่มขึ้น และในการศึกษาของ Autore and Kovacs (2005) ทดสอบ Pecking Order Theory ในช่วงที่ 1990 พบว่ายิ่งบริษัทมีต้นทุนข้อมูลที่ไม่สมมาตรกันก่อนการตกลงสัญญา (Adverse Selection Cost) บริษัทก็จะจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายใน แล้วจึงใช้แหล่งเงินทุนภายนอกจากหนี้และเพิ่มทุนตามทฤษฎี Pecking Order Theory

2. ปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่ของบริษัท (Agency Cost Of Debt)

ปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหน้าที่ของบริษัท เป็นปัญหาความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ระหว่างเจ้าหน้าที่และผู้ถือหุ้นซึ่งมีผู้บริหารเป็นคนกลาง โดยมักเกิดขึ้นจากการที่ผู้บริหารก่อหนี้ที่มากเกินไป ทำให้บริษัทมีการจ่ายดอกเบี้ยสูง กำไรสุทธิลดลง ส่งผลต่อเงินปันผลและมูลค่าหุ้นของผู้ถือหุ้น ดังนั้นผู้ถือหุ้นของบริษัทจึงมักต้องการให้ผู้บริหารลงทุนใน

โครงการที่มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น โดยไม่คำนึงถึงว่าการลงทุนนั้น เป็นการลงทุนที่เหมาะสมหรือไม่ เนื่องจากการลงทุนในโครงการที่เหมาะสมนั้นอาจทำให้ ผลตอบแทนที่เพียงพอในการจ่ายชำระคืนเงินกู้ให้เจ้าหนี้ แต่อาจไม่มีผลตอบแทนส่วนที่เกินให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ แต่ถ้าบริษัทเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงก็มีโอกาสที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับผลตอบแทนจากส่วนเกินในการจ่ายชำระหนี้ และถ้าการลงทุนนั้นประสบความสำเร็จ ผู้ถือหุ้นของบริษัทจะไม่ได้ รับผลตอบแทนซึ่งมีค่าเท่ากับการลงทุนในโครงการที่เหมาะสมที่ผู้ถือหุ้นของบริษัทไม่ได้รับ ผลตอบแทนเช่นเดียวกัน การลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงเหล่านี้เสมือนเป็นการดึงความมั่งคั่ง มาจากเจ้าหนี้ เพราะเจ้าหนี้ต้องแบกรับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นทั้งที่ผลตอบแทนที่เจ้าหนี้จะได้รับนั้นมี มูลค่าเท่าเดิม ส่งผลให้เจ้าหนี้มักเรียกร้องอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงดังกล่าว ทำให้ ต้นทุนทางการเงินของบริษัทเพิ่มขึ้น ดังนั้นเพื่อลดต้นทุนทางการเงินและปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ ถือหุ้นและเจ้าหนี้ บริษัทจึงควรสำรองเงินสดไว้เพื่อใช้ลงทุนในโครงการที่เหมาะสม

นอกจากนี้ Myers และ Majluf ได้อ้างถึงการรับรู้ข้อมูลที่แตกต่างกันระหว่างนักลงทุนเก่า นักลงทุนใหม่และผู้บริหาร (Asymmetric Information) ในการอธิบายถึงทฤษฎีนี้ด้วยคือการ ตัดสินใจของผู้บริหารในการเลือกวิธีการระดมทุนจะเป็นสัญญาณ (Signal) ที่ผู้บริหารมองอนาคต ของบริษัทว่าดีหรือไม่ คือบริษัทที่มีอนาคตสดใสจะไม่เลือกระดมทุนโดยการ จำหน่ายหุ้นสามัญ ใหม่แต่จะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินแทนเพราะเมื่อบริษัทมีกำไรเพิ่มขึ้นจากโครงการที่ลงทุน ใหม่จะทำให้ราคาหุ้นสามัญสูงขึ้นอย่างรวดเร็วและนักลงทุนที่ซื้อหุ้นสามัญที่ออกใหม่ ก็จะได้รับ ผลประโยชน์ไปด้วยทำให้ ผลประโยชน์ที่ผู้บริหารควรจะได้ลดลง ในทางตรงกันข้ามผู้บริหารที่ เห็นแนวโน้มในอนาคตไม่สดใส ก็จะเลือกระดมทุนจากการจำหน่ายหุ้นสามัญใหม่แทน

- Free cash flow Theory

Jensen (1986) ได้เสนอว่าผู้บริหารควรจ่ายเงินสดส่วนเกิน (Free Cash Flow) คืนให้แก่ เจ้าของและเจ้าหนี้ของกิจการ หากบริษัทไม่สามารถหาโครงการลงทุนที่ให้มูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็น บวกได้ เพื่อป้องกันปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร(Agency Cost of Managerial Discretion) ซึ่งเกิดขึ้นเนื่องจากทฤษฎีตัวแทน มองว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานเพียงผู้ เดียวได้ จึงทำให้ต้องมีบุคคลที่เข้ามาช่วยในการบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ ทฤษฎีนี้อธิบาย ความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นตัวแทนว่าเกิดขึ้นระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย โดยฝ่ายที่มอบอำนาจคือ ตัวการ (Principle) ในขณะที่อีกฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงาน คือ ตัวแทน (Agent) ตราบใดที่ผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนตัดสินใจลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดจากเงินลงทุนในวิธีที่

สอดคล้องกับการสร้างผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นตัวการแล้ว ความสัมพันธ์ของการเป็นตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารยังคงมีประสิทธิผลที่ดี แต่ถ้าหากผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารไม่สอดคล้องกันจะทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ขึ้น ดังนั้นหากผู้บริหารที่มุ่งหาประโยชน์ส่วนตัว คิดว่ารายได้ของบริษัทไม่ได้ตกเป็นของผู้บริหารทั้งหมดเพราะผู้บริหารไม่ได้เป็นเจ้าของกิจการ 100% โดยรายได้ของกิจการจะต้องแบ่งสรรให้กับผู้ถือหุ้น และเจ้าหน้าที่ของกิจการด้วย ในขณะที่ต้นทุนความเสี่ยงที่เกิดจากการบริหารงานนั้นผู้บริหารจะต้องเป็นคนแบกรับทั้งหมด ก็อาจทำให้ผู้บริหารเก็บเงินสดไว้มากกว่าจะจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้นแม้บริษัทมีโอกาสในการลงทุนต่ำก็ตาม เพื่อลดความกังวลจากความเสี่ยงด้านสภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้ ซึ่งความเสี่ยงดังกล่าวผู้ถือหุ้นสามารถลดความเสี่ยงได้โดยการกระจายการลงทุนไปยังบริษัทอื่น หรือผู้บริหารที่มุ่งบริหารงานเพื่อสร้างอำนาจและประโยชน์ให้ตนเอง อาจจะนำเงินของบริษัทไปลงทุนในโครงการที่สร้างประโยชน์ให้แก่ผู้บริหารซึ่งนอกเหนือจากเงินเดือนที่ได้รับ เช่น นำเงินไปลงทุนในการสร้างสำนักงานที่ใหญ่โตและสะดวกสบาย หรือ ขยายขนาดธุรกิจที่ไม่จำเป็น (Overinvestment) และเพื่อความสะดวกในการใช้จ่ายของผู้บริหารโดยขาดการตรวจสอบจากตลาด

การศึกษาเกี่ยวกับปัญหาตัวแทนต่อการถือเงินและมูลค่าเงินได้รับความสนใจอย่างแพร่หลาย เช่น Opler et al. (1999) และ Harford (1999) ได้ศึกษาปัญหาตัวแทนและการถือเงินสดในประเทศสหรัฐอเมริกา แต่ไม่พบหลักฐานแน่ชัดว่าปัญหาตัวแทนมีผลกระทบต่อการใช้เงินสดของบริษัท แต่ Harford ชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่ถือเงินสดมากมักใช้จ่ายเพื่อการซื้อกิจการแต่กลับทำให้มูลค่าบริษัทหรือผลตอบแทนการถือหุ้นลดลง ส่วน Mikkelsen and Partch (2003) ไม่พบว่าการถือเงินสดส่วนเกินจะทำให้ผลประกอบการของบริษัทแยกลงตามทฤษฎีปัญหาตัวแทนหรือกระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow Theory) สำหรับการทดสอบระหว่างประเทศ Dittmar et al (2003) พบว่าประเทศที่มีการปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นต่ำ บริษัทจะถือเงินสดสูงขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่าปัจจัยอื่นๆ ที่กำหนดการถือเงินสดมีบทบาทลดลงในประเทศดังกล่าว Ammann et al.(2011) ใช้ข้อมูลแบบตัดขวาง 46 ประเทศของปี 2007 พบว่า บริษัทที่มีการธรรมาภิบาลดีจะถือเงินสดน้อยและเงินสดยังคงส่งต่อมูลค่าบริษัทมากกว่าบริษัทที่มีการธรรมาภิบาลไม่ดี ซึ่งแตกต่างกับ Harford et al. (2008) และ Ginglinger and Saddour (2007) ที่พบว่าบริษัทที่ธรรมาภิบาลไม่ดีจะถือเงินสดน้อยกว่า โดยพบว่า Harford et al. (2008) ให้เหตุผลว่า บริษัทดังกล่าวใช้เงินสดอย่างรวดเร็วมากกว่าที่จะเก็บสะสมเงินสดไว้ ส่วน Ginglinger and Saddour (2007) เสริมว่าปัญหาตัวแทนจะเป็นปัจจัยสำคัญเฉพาะบริษัทที่มีข้อจำกัดทางการเงิน

- Trade off Theory

การพิจารณาโครงสร้างเงินทุนหรือสภาพคล่องของบริษัทนั้น บริษัทต้องพิจารณาถึง ต้นทุน (Marginal Cost) และประโยชน์ที่ได้รับ (Marginal Benefit) เพื่อเกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น (Maximize Shareholder Wealth) ตามหลัก (Marginal Analysis) เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดด้วย ซึ่งในการจัดการเงินสดของบริษัทเพื่อการดำเนินงานตามปกติ (Transaction Motive) จะเกี่ยวข้องกับความเสี่ยงพอในการดำเนินงานและความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทให้ตรงตามกำหนด ซึ่งถ้าหากบริษัทมีเงินสดไม่เพียงพอต่อการชำระหนี้หรือไม่เพียงพอต่อการดำเนินงานก็จะทำให้บริษัทเกิดความเสียหายและประสบปัญหาการขาดสภาพคล่องได้ ดังนั้นการหลีกเลี่ยงปัญหาดังกล่าว บริษัทจึงควรที่ต้องมีเงินสดให้เพียงพอต่อการดำเนินงานและการชำระหนี้ให้ตรงตามกำหนดระยะเวลาด้วย ทั้งนี้การได้มาซึ่งเงินสดนอกจากกระแสเงินสดจากการดำเนินการแล้ว บริษัทสามารถจัดหาเงินสดจากการระดมทุน การแปลงสินทรัพย์เป็นเงินสด ลดการลงทุน ลงการจ่ายเงินปันผล เป็นต้น ซึ่งกิจกรรมดังกล่าวต่างก็มีต้นทุนในการจัดหาทั้งสิ้น ดังนั้นการถือเงินสดของบริษัทไว้มากเกินไปหรือน้อยเกินไปนั้นจะทำให้เกิดผลได้/ได้ผลเสียต่อบริษัทได้ กล่าวคือ การถือเงินสดไว้มาก ๆ จะทำให้บริษัทมีความสามารถในการชำระหนี้ได้เป็นอย่างดี แต่ก็จะทำให้บริษัทเสียโอกาสในการแสวงหากำไร มีต้นทุนสูง ทำให้ความสามารถในการกำไรของบริษัทลดลง และการที่บริษัทถือเงินสดไว้ในจำนวนที่น้อยลง ก็จะทำให้บริษัทประสบปัญหาการขาดสภาพคล่อง

ดังนั้นเพื่อให้ต้นทุนต่ำสุด Baumol (1952) ได้เสนอ แบบจำลองที่ทำให้ต้นทุนรวมในการถือเงินสดต่ำสุด โดยมีสมมติฐานว่าการใช้เงินสดของกิจการจะมีอัตราคงที่แน่นอน และให้เงินสดคงเหลือเป็นเสมือนสินค้าคงเหลือประเภทหนึ่ง และกำหนดให้

Y	คือ จำนวนเงินทั้งหมดที่บริษัทต้องใช้ตลอดช่วงระยะเวลา
M	คือ จำนวนเงินที่บริษัทต้องการถือ
C	คือ ต้นทุนคงที่ในการจัดหาเงิน
N	คือ จำนวนครั้งในการจัดหาเงิน
i	คือ อัตราดอกเบี้ยหรือค่าเสียโอกาส
TC	คือ ต้นทุนรวมในการถือเงินสด

เนื่องจากการถือเงินสดไว้ ทำให้บริษัทมีต้นทุนค่าเสียโอกาส (i) ดังนั้นเพื่อลดต้นทุนดังกล่าวบริษัทควรนำเงินสดส่วนหนึ่งไปลงทุนเพื่อได้รับอัตราผลตอบแทน ดังนั้นการถือเงินสดของบริษัทโดยเฉลี่ยเท่ากับ

$$M = \frac{Y}{2N}$$

ฉะนั้นต้นทุนทั้งหมดในการถือเงินสดคือต้นทุนในการจัดหาเงินสดรวมกับต้นทุนค่าเสียโอกาส

$$TC = NC + \frac{Yi}{2N}$$

จำนวนครั้งในการจัดหาเงินสดเพื่อให้ต้นทุนต่ำสุด

$$\frac{\partial TC}{\partial N} : C - \frac{Yi}{2N^2} = 0$$

$$N^* = \sqrt{\frac{Yi}{2C}}$$

ดังนั้นระดับการถือเงินที่เหมาะสมคือ

$$M^* = \sqrt{\frac{CY}{2i}}$$

จากแบบจำลองของ Baumol พบว่าการถือเงินสดขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ย โดยเมื่ออัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นบริษัทน่าจะถือเงินสดลดลง เพราะช่วงที่อัตราดอกเบี้ยสูงหากบริษัทถือเงินสดไว้มาก ก็จะมีต้นทุนค่าเสียโอกาสสูงด้วยเช่นกัน

การถือเงินสดสำรองเพื่อป้องกันเหตุฉุกเฉินและแก้งำไรในอนาคต (Precautionary Motive) นั้น บริษัทจำเป็นต้องมีเงินสดเพียงพอเพื่อสามารถลงทุนในโครงการต่างๆที่ดี และสร้างผลตอบแทนกับบริษัทได้ ทั้งนี้เนื่องจากบริษัทอาจไม่สามารถจัดหาเงินทุนภายนอกได้หรือต้นทุนทางการเงินสูงเกินไป โดยเฉพาะในช่วงที่ตลาดการเงินอยู่ในสภาวะขาดสภาพคล่อง เพราะหากบริษัทมีเงินสดสำรองไม่เพียงพอก็จะเสียโอกาสและอาจเกิดปัญหาการลงทุนน้อยเกินไป (Underinvestment)

การวิจัยก่อนหน้าส่วนใหญ่พบว่า บริษัทที่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน หรือมีความเสี่ยงในการล้มละลายจะถือเงินสดสำรองสูงขึ้น โดย Almeida et al.(2004), Denis and Sibilkov (2009) พบว่าบริษัทที่มีข้อจำกัดทางการเงินจะถือเงินสดไว้สูง ทำให้บริษัทมีการลงทุนสูงขึ้นและพบว่าการลงทุนของบริษัทที่มีข้อจำกัดทางการเงินสร้างมูลค่ากับบริษัทมากกว่าบริษัทที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน รวมทั้งการสำรองเงินสดช่วยลดปัญหาความยากลำบากทางการเงินหรือไม่สามารถชำระหนี้ได้ (Financial Distress) ซึ่ง Guney et al.(2006) ศึกษาการถือเงินสดในประเทศญี่ปุ่น ฝรั่งเศส เยอรมันและประเทศอังกฤษ พบว่าบริษัทที่เผชิญกับโอกาสการล้มละลายสูง บริษัทจะถือเงินสดไว้สูงเพื่อลดต้นทุนการล้มละลาย ส่วน Han and Qin (2007) ทดสอบถึงการถือเงินเพื่อสำรองเหตุฉุกเฉินในอนาคต โดยมีข้อสมมติฐานว่าบริษัทไม่สามารถกระจายความเสี่ยงจากกระแสเงินสดได้ พบว่าบริษัทที่มีข้อจำกัดทางการเงินเท่านั้นที่ถือเงินสดเพิ่มขึ้นเมื่อกระแสเงินมีความผันผวนเพิ่มขึ้นและ Baum (2007) ศึกษาความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจต่อการถือเงินสด พบว่า บริษัทจะถือเงินสดเพื่อขึ้นเมื่อบริษัทมีความเสี่ยงสูงขึ้นและระบบเศรษฐกิจมีความไม่แน่นอน ทั้งนี้ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากเศรษฐกิจที่ผันผวนทำให้ความสามารถในการประเมินความต้องการเงินสดของผู้บริหารต่ำลง นอกจากนี้ Chen et al.(2009) ได้พัฒนาทฤษฎีความต้องการเงินของบริษัท โดยนำความจริงที่ว่าความสามารถในการกู้ยืมเงินของบริษัทขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตเพิ่มในแบบจำลอง ซึ่งผลพบว่าการถือเงินสดของบริษัทจะมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคต ทั้งนี้แสดงให้เห็นว่าเมื่อบริษัทมีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการทำกำไรในอนาคต บริษัทจะถือเงินสดเพิ่มขึ้นเพื่อป้องกันเหตุฉุกเฉิน

2.1.3 ทฤษฎีปริมาณเงินของฟริดแมนส์

Milton Friedman ได้อธิบายถึงความต้องการถือเงินว่าขึ้นอยู่กับสาเหตุใหญ่ 3 ประการคือ

1. ความพอใจในการถือเงิน (Utility of Holding Money) การที่บุคคลหรือหน่วยธุรกิจต้องการถือเงินสดเอาไว้ในมือก็เพื่อความพอใจ (Utility) สำหรับประชาชนการถือเงินสดในมือก็จะรู้สึกอุ่นใจและสะดวกมากยิ่งขึ้น สำหรับธุรกิจการถือเงินสดนอกจากจะช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับธุรกิจและเพิ่มโอกาสในการแข่งขันแล้ว การดำรงเงินสดยังถือเป็นการรักษาความน่าเชื่อถือให้กับบริษัทด้วย หรือในกรณีที่ผู้บริหารเป็นคนไม่ชอบความเสี่ยงอาจถือเงินสดไว้มากเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นดังนั้นความพอใจในการถือเงินจึงเป็นปัจจัยที่กำหนดความต้องการถือเงิน โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน

ดังนั้นเมื่อเศรษฐกิจอยู่ในภาวะเสี่ยง มีแนวโน้มการขาดแคลนเงินสด ผู้บริหารอาจถือเงินสดเพิ่มขึ้นเพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้กับบริษัทและหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น ซึ่ง Alimov and Mikkelsen (2010) ได้ทดสอบถึงสภาพคล่องของตลาดการเงินต่อมูลค่าเงินสดของบริษัท ซึ่งในงานนี้ได้ใช้ความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ภาคเอกชนระดับความเชื่อมั่น AA และ BBB สะท้อนถึงสภาพคล่องของตลาดการเงิน โดยพบว่าช่วงที่อัตราผลตอบแทนแตกต่างกันมากซึ่งเป็นช่วงที่ตลาดการเงินมีสภาพคล่องต่ำ มูลค่าเงินสดของบริษัท โดยเฉพาะบริษัทที่มีข้อจำกัดทางการเงินจะมีมูลค่าเพิ่มขึ้น พร้อมทั้งบริษัทที่มีเงินสดมากจะมีผลประกอบการเพิ่มขึ้น เนื่องจากในช่วงที่ตลาดการเงินมีสภาพคล่องต่ำ การจัดหาเงินสดจากภายนอกจะมีต้นทุนเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้มูลค่าเงินสดของบริษัทเพิ่มขึ้น และทำให้บริษัทที่มีเงินสดมากมีโอกาสในการขยายการลงทุนได้มากกว่าคู่แข่ง

2. ข้อจำกัดของรายได้ (Income Constraint) เป็นปัจจัยที่กระทบต่อการถือเงิน โดยถ้ารายได้เพิ่มขึ้นจะทำให้ความต้องการถือเงินเพิ่มขึ้นด้วย แต่ถ้ารายได้ลดลงก็จะทำให้การถือเงินลดลง เนื่องจากรายได้ที่เป็นตัวเงินเท่ากับระดับราคาคูณด้วยรายได้ที่แท้จริง ($Y = P \times y$) ดังนั้นปัจจัยที่กำหนดความต้องการถือเงินจึงได้แก่ระดับราคา (Price level) และรายได้ที่แท้จริง (Real income) ซึ่งทั้งระดับราคา (P) และรายได้ที่แท้จริง (y) มีความสัมพันธ์กับความต้องการถือเงิน ในทิศทางเดียวกัน คือ ถ้าระดับราคาและรายได้ที่แท้จริงเพิ่มขึ้น ความต้องการถือเงินจะเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน

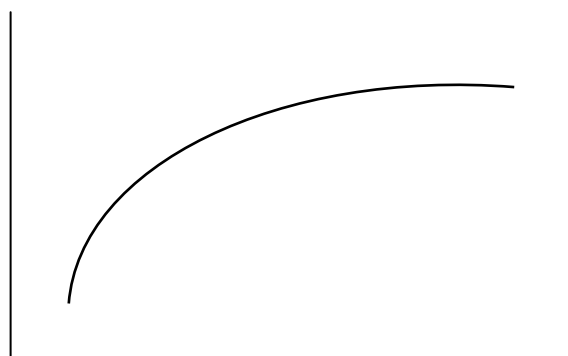
ดังนั้นในช่วงที่เศรษฐกิจมีอัตราการเจริญเติบโตสูง รายได้ของบริษัทก็จะมีแนวโน้มที่สูงขึ้นตามไปด้วยดังนั้นย่อมส่งผลให้บริษัทถือเงินสดเพิ่มขึ้น ทั้งนี้เนื่องจากการที่เศรษฐกิจมีการขยายตัว บริษัทก็มีแนวโน้มว่าธุรกิจจะขยายตัวตามไปด้วย ทำให้ยอดขายเพิ่มขึ้น ส่งให้บริษัทจำเป็นต้องใช้เงินสดเพื่อกระบวนการผลิต การจ้างงาน การตลาดเพิ่มขึ้นตามไป แต่ในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ ยอดขายและรายได้ของบริษัทก็จะลดลง ค่าใช้จ่ายด้านต่างๆ ก็จะลดลง ย่อมทำให้ความต้องการถือเงินสดของบริษัทลดลง

นอกจากผู้บริหารจะคำนึงถึงภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันเพื่อการบริหารเงินสดแล้ว ยังต้องพยากรณ์ภาวะเศรษฐกิจในอนาคต เพื่อสามารถบริหารเงินสดให้เพียงพอต่อการลงทุนหรือเหตุฉุกเฉินที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต ซึ่งในการศึกษาเกี่ยวกับความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวและพันธบัตรระยะสั้น Term Spread ซึ่งสามารถสังเกตลักษณะของ Term Spread ต่อการพยากรณ์ภาวะเศรษฐกิจได้ดังนี้

1. Yield Curve มีลักษณะปกติ (Normal Yield Curve) มีลักษณะเป็นเส้นลาดชันขึ้นจากซ้ายไปขวา คือ อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรที่มีอายุคงเหลือสั้นจะต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรที่มีอายุคงเหลือยาว แสดงให้เห็นว่า ผู้ลงทุนต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นเมื่อลงทุนในตราสารหนี้ที่มีอายุยาวขึ้น ซึ่งมีความเสี่ยงในการลงทุนมากกว่าการลงทุนระยะสั้น ทั้งความเสี่ยงด้านเงินเพื่อ อัตราดอกเบี้ย เป็นต้น ทั้งนี้เส้นของอัตราผลตอบแทนลักษณะนี้จะเกิดขึ้นในภาวะเศรษฐกิจปกติ

แผนภาพที่ 2.1 แสดงลักษณะเส้นอัตราผลตอบแทนแบบปกติ (Normal Yield Curve)

อัตราผลตอบแทน

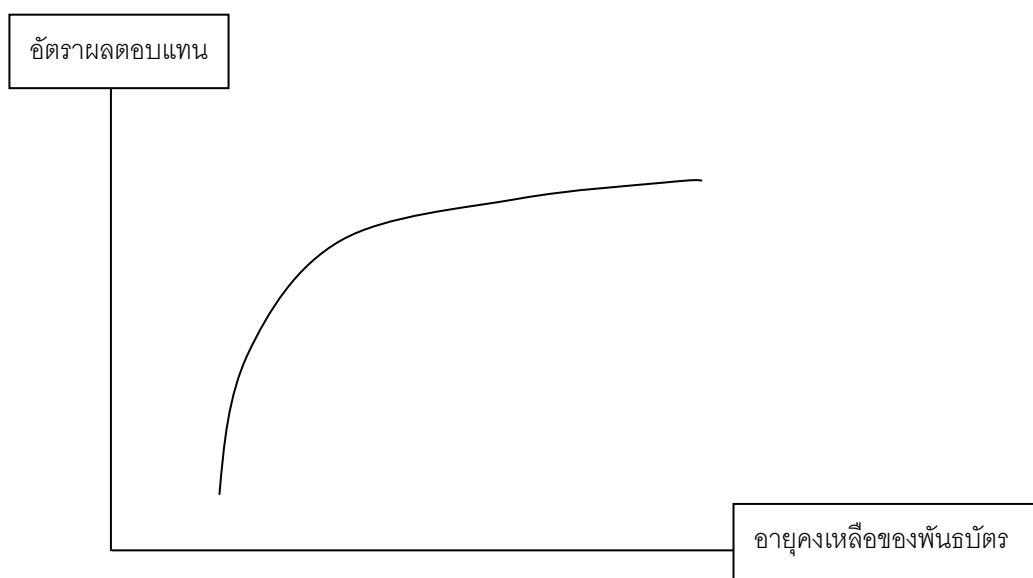


อายุคงเหลือของพันธบัตร

2. Yield Curve มีความลาดชันมาก (Steep Yield Curve) มีลักษณะเป็นเส้นลาดชันขึ้นมากจากซ้ายไปขวา คือ อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรที่มีอายุคงเหลือระยะยาวจะสูงต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรที่มีอายุคงเหลือระยะสั้นมาก แสดงให้เห็นว่าผู้ลงทุนต้องการผลตอบแทนที่สูงมากขึ้นเมื่อลงทุนในตราสารหนี้ที่มีอายุยาวขึ้น ทั้งนี้การที่อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรระยะยาวจะเพิ่มสูงขึ้นมากนั้นมักเกิดขึ้นเมื่อนักลงทุนคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจจะมีการปรับตัวและขยายขึ้นอย่างรวดเร็วในอนาคต และมักเกิดขึ้นต่อเนื่องจากการสิ้นสุดของภาวะเศรษฐกิจถดถอย ซึ่งเป็นเพราะเมื่อนักลงทุนคาดว่าได้สิ้นสุดภาวะของเศรษฐกิจถดถอยแล้ว ธุรกิจจะเริ่มขยายตัวและต้องการเงินทุนเพิ่มขึ้น ดังนั้นนักลงทุนจะเรียกร้องอัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว เพื่อชดเชยความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อที่จะเพิ่มขึ้น ดังนั้นในช่วงที่ Yield Curve มีความชันจึงเป็นช่วงที่คาดว่าเริ่มเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจขยายตัวสูง อัตราดอกเบี้ยระยะยาวจะเริ่มเพิ่มขึ้น จึงคาด

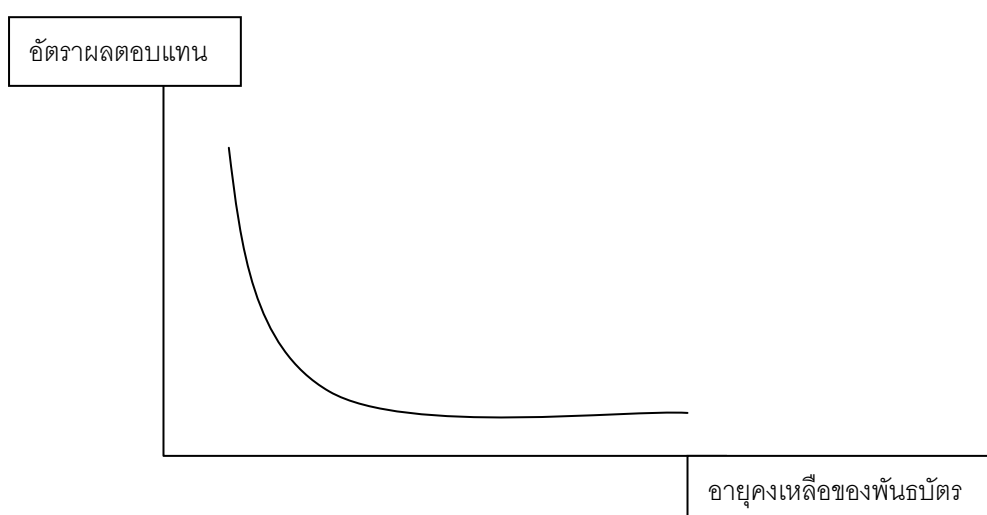
ว่าในช่วงเวลาดังกล่าวบริษัทน่าจะเริ่มถือเงินสดเพิ่มสูงขึ้นเพื่อจะสามารถขยายการลงทุนของบริษัท และลดต้นทุนทางการเงินเพราะหากจัดหาเงินทุนจากภายนอกก็จะมีอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น

แผนภาพที่ 2.2 แสดงลักษณะเส้นอัตราผลตอบแทนแบบลาดชันมาก (Steep Yield Curve)



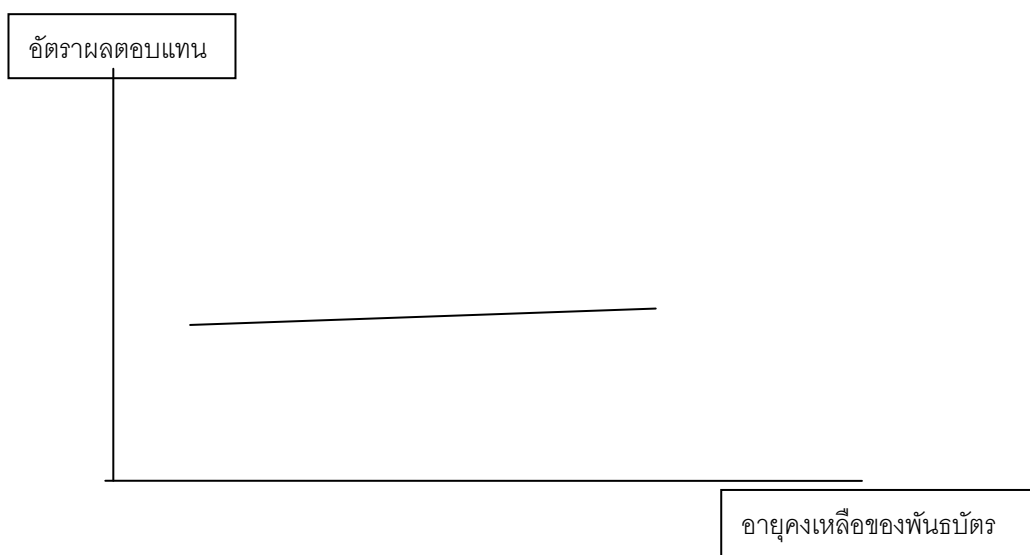
3. Yield Curve มีลักษณะลาดลง (Invert Yield Curve) การที่เส้นอัตราผลตอบแทน มีลักษณะลาดลง ถือเป็นเรื่องที่เกิดขึ้นได้ ทั้งนี้เพราะโดยทั่วไปแล้วการลงทุนระยะยาวมีความเสี่ยงมากกว่าการลงทุนในระยะสั้น ดังนั้นควรให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่า แต่ภาวะที่การลงทุนในระยะยาวมีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าการลงทุนในระยะสั้น เป็นผลมาจากการที่นักลงทุนเกิดความไม่มั่นใจเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยและภาวะเศรษฐกิจในอนาคต โดยคาดว่าอนาคตเศรษฐกิจจะเริ่มเข้าสู่ภาวะถดถอย จึงมีการลงทุนในระยะสั้นมากขึ้น และลดการลงทุนในระยะยาว ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนในระยะสั้นสูงขึ้น

แผนภาพที่ 2.3 แสดงเส้นอัตราผลตอบแทนแบบลาดลง Invert Yield Curve



4. Yield Curve แบบคงที่ (Flat Yield Curve) มีลักษณะที่คงที่กล่าวคือ อัตราผลตอบแทนระยะสั้นและอัตราผลตอบแทนในระยะยาวไม่ได้แตกต่างกันมากนัก ซึ่งมักจะเกิดในช่วงระหว่างที่อัตราผลตอบแทนระยะยาวมีแนวโน้มลดลงต่ำลง เข้าสู่เส้นอัตราผลตอบแทนแบบลาดลง (Invert Yield Curve) ซึ่งมักสะท้อนถึงการเริ่มไม่มั่นใจของนักลงทุนภายนอกต่อภาวะเศรษฐกิจที่คาดว่าเศรษฐกิจในอนาคตน่าจะมีสัญญาณไม่ดี

แผนภาพที่ 2.4 แสดงเส้นอัตราผลตอบแทนแบบคงที่ Flat Yield Curve



3. ต้นทุนของการถือเงิน (Cost of Holding Money) แบ่งออกเป็น 2 ประการ คือ

3.1 ต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) หมายถึงการสูญเสียผลประโยชน์เมื่อถือเงินไว้ในมือเฉยๆ แทนที่จะนำเงินนั้นไปลงทุนหรือแสวงหาผลตอบแทน ซึ่งโดยทั่วไปแล้ว ต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือเงินสดก็คืออัตราดอกเบี้ยนั่นเอง ดังนั้นเมื่อ อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น การถือเงินสดย่อมมีต้นทุนค่าเสียโอกาสเพิ่มขึ้น ความต้องการในการถือเงินก็จะลดลงเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม

3.2 การสูญเสียอำนาจซื้อ (Purchasing Power) ต้นทุนในการถือเงินอีกประการหนึ่งก็คือ อำนาจซื้อของเงินที่จะลดน้อยลงเนื่องจากระดับราคาเพิ่มสูงขึ้นหรือที่เรียกว่า เงินเฟ้อ ทั้งนี้ Friedman กล่าวว่า ในช่วงที่ระดับราคาเพิ่มขึ้นในอัตราที่รวดเร็ว (เงินเฟ้อสูง) ประชาชนจะ

พยายามลดเงินสดในมือ เพื่อสะสมสินทรัพย์แท้จริงแทน ดังนั้นเงินเพื่อหรือการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาส่งผลกระทบต่อความต้องการถือเงินในทิศทางตรงกันข้าม

ต้นทุนทางการเงินในการถือเงินสดของบริษัทมีทั้งต้นทุนในการจัดหาเงินและต้นทุนค่าเสียโอกาส ซึ่งอัตราดอกเบี้ยมีส่วนสำคัญในการกำหนดต้นทุนดังกล่าว ทั้งนี้เนื่องจากการถือเงินสดถือเป็นสินทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนต่ำสุด เมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงก็จะทำให้บริษัทมีต้นทุนค่าเสียโอกาสสูง เพราะแท้จริงแล้วบริษัทมีทางเลือกในการนำเงินสดไปลงทุนในโครงการต่างๆ ที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า หรือเลือกชำระหนี้สินเพื่อลดภาระผูกพันหรือดอกเบี้ยจ่าย ดังนั้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นบริษัทควรถือเงินสดลดลง ในการศึกษาของ Azar and Kagy (2011) ซึ่งพบว่า การเปลี่ยนแปลงของค่าเสียโอกาสของเงินสดเป็นสาเหตุสำคัญที่ส่งผลให้บริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาถือเงินสดเพิ่มขึ้น โดยในการศึกษาได้ศึกษาการถือเงินสดของบริษัทในช่วงปี 1951-2010 พบว่าการดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยต่ำส่งผลให้บริษัทถือเงินสดเพิ่มขึ้น

2.2 วรรณกรรมปริทรรศน์

2.2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับภาวะทางเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัท

ในส่วนนี้จะนำเสนองานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาภาวะทางเศรษฐกิจ (Economic Condition) ต่อการถือเงินสดของบริษัทที่มีใช้บริษัททางการเงิน จากการทบทวนงานวิจัยพบว่างานที่เกี่ยวข้องกับภาวะเศรษฐกิจต่อความต้องการเงิน (Demand For Money) ของบริษัท โดย Ryla and Thomas (1997) ศึกษาถึงความต้องการเงินของบริษัทในประเทศอังกฤษช่วงปี 1977 -1994 ภายใต้อผลกระทบการลงทุนของบริษัท ซึ่งการลงทุนของบริษัทจะขึ้นกับความเติบโตทางเศรษฐกิจและต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital) โดยในการศึกษาพบว่าในระยะยาว บริษัทมีความต้องการเงินในระดับคงที่ โดยความต้องการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับความเติบโตทางเศรษฐกิจ แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับต้นทุนเงินทุน

Choi and Kim (2001) ศึกษาถึงผลกระทบของนโยบายทางการเงินต่อความต้องการสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทในประเทศอเมริกา ช่วงปี 1975- 1997 ซึ่งการวิจัยดังกล่าวมีรากฐานจากการส่งผ่านของนโยบายทางการเงินต่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดและมีสมมติฐานว่าบริษัทถือเงินสดจากการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินและจากตราสารหนี้ในตลาดโดยกำไรของบริษัทจะปันผลให้กับนักลงทุนทั้งหมด ซึ่งผลการทดสอบพบว่า การถือเงินสดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราดอกเบี้ย กล่าวคือเมื่ออัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นบริษัทจะลดการถือเงินสดลง แต่เมื่อ

ศึกษาถึงขนาดบริษัทพบว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะเพิ่มการถือเงินสดอย่างรวดเร็วก่อนที่จะลดปริมาณเงินสดลง ทั้งนี้เป็นเพราะบริษัทขนาดใหญ่มีความสามารถในการกู้เงินได้ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก

Custodio et al (2005) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือเงินสดของบริษัทและเงื่อนไขทางธุรกิจในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยใช้อัตราผลตอบแทนจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนตัวเงินคลัง ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวและพันธบัตรระยะสั้น (Term Spread) และส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้เอกชนที่มีระดับความน่าเชื่อถือต่างกัน (Default spread) ในการวัดถึงเงื่อนไขทางธุรกิจหรือปัจจัยทางเศรษฐกิจ ซึ่ง Custodio et al. พบว่าบริษัทที่มีข้อจำกัดทางการเงินจะถือเงินสดเพิ่มขึ้นในช่วงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ ส่วนบริษัทที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงินจะไม่ค่อยปรับระดับการถือเงินสดตามภาวะเศรษฐกิจ แต่ทั้งนี้บริษัทได้ถือเงินสดเพิ่มขึ้นในช่วงที่ตลาดเงินมีสภาพคล่องต่ำ เป็นไปตามแรงจูงใจในการถือเงินสดเพื่อป้องกันเหตุฉุกเฉินและการถือเงินตามลำดับขั้น

Martinez-Carrascal and Landesberger (2010) ศึกษาถึงความต้องการเงิน² ของบริษัทในประเทศสมาชิกรัฐอียู ช่วงปี 1991 Q1 – 2007 Q4 โดยพิจารณาทั้งมุมมองด้านมหภาคและจุลภาค พบว่า Real gross added value ระดับราคาและอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระยะยาวของธนาคาร มีผลต่อความต้องการเงินด้วยเช่นกัน โดยพบว่าเมื่อระดับราคาและ Real gross added value เพิ่มขึ้น บริษัทจะถือเงินสดเพิ่มขึ้น แต่เมื่อระดับอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระยะยาวเพิ่มขึ้นบริษัทจะถือเงินสดลดลง

Chen and Mahajan (2010) ศึกษาถึงผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคต่อสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทใน 34 ประเทศระหว่างปี 1994- 2005 พบว่า อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP growth), ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยด้านสินเชื่อ (Credit Spread) และอัตราเงินเฟ้อส่งผลให้บริษัทที่มีสินทรัพย์สภาพคล่องเพิ่มขึ้น ส่วนอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและการใช้จ่ายของรัฐบาลส่งผลให้บริษัทถือเงินสดลดลง ทั้งนี้ได้อธิบายไว้ว่าการที่บริษัทถือเงินสดเพิ่มขึ้นเนื่องจากการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP growth) นั้นสอดคล้องการทฤษฎีปริมาณเงินหรือ Income Effect เมื่อบริษัทมีรายได้เพิ่มขึ้นย่อมถือเงินสดสูงขึ้นด้วย เมื่อตลาดมีสภาพคล่องต่ำ (Credit Spread เพิ่มขึ้น) บริษัท

² ความต้องการเงินในรูปแบบ M3 ซึ่งหมายถึง ปริมาณเงินตามความหมายที่กว้างที่สุด (Broad Money M3) คือปริมาณเงินที่หมุนเวียนในรูปแบบของเงินสด เงินฝากทุกประเภท และซึ่งรวมถึงเงินฝากในรูปแบบของตัวสัญญาใช้เงินของบริษัทเงิน

ข้อมถือเงินสดเพิ่มขึ้นเพราะบริษัทเข้าถึงแหล่งเงินทุนมากขึ้น และเพื่อสำรองเหตุฉุกเฉินที่อาจเกิดขึ้นได้ ด้านอัตราเงินเฟ้อผู้วิจัยกล่าวว่ากรณีที่เงินเฟ้อมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการถือเงินสด นั้นขัดแย้งกับทฤษฎีความต้องการถือเงิน แต่อาจเป็นไปได้ว่าบริษัทถือสินทรัพย์ในรูปแบบหลักทรัพย์เพื่อการลงทุนอื่นๆ ส่วนด้านการใช้จ่ายของรัฐบาล(งบประมาณ) ยิ่งมากขึ้นเท่าไร จะเป็นการส่งสัญญาณว่าเศรษฐกิจจะถดถอย ดังนั้นบริษัทจะถือเงินสดลดลงเพราะมีโอกาสดการลงทุนลดลง

นอกจากปัจจัยด้านภาวะทางเศรษฐกิจที่กล่าวมาข้างต้นแล้ว พบว่ามีตัวแปรด้านคุณลักษณะเฉพาะของบริษัทที่มีผลต่อการถือเงินสดด้วย ดังนี้

ขนาดบริษัท

การกำหนดระดับเงินสดที่เหมาะสมเพื่อให้มีต้นทุนต่ำสุดตาม Baumol (1952) และ Miller and Orr (1966) นั้นมีการประหยัดต่อขนาด ดังนั้นบริษัทขนาดใหญ่จึงถือเงินสดในสัดส่วนที่น้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก ซึ่งสอดคล้องกับผลวิจัยหลายงานๆ ที่ทดสอบถึงการประหยัดต่อขนาดกับความต้องการเงินของบริษัท เช่น Mulligan (1997), Bover and Watson (2005), Liu et al. (2008) เป็นต้น

นอกจากนี้ ยังมีเหตุผลอื่นๆ ที่สนับสนุนว่าบริษัทขนาดใหญ่ถือเงินในสัดส่วนที่ต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายกว่า และมีต้นทุนที่ต่ำ (Whited, 1992; Fazzari and Petersen, 1993) เพราะบริษัทขนาดใหญ่มีต้นทุนหรือความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำ มีปัญหาข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันน้อยกว่า มีความน่าเชื่อถือและการกระจายความเสี่ยงดีกว่า (Rajain and Zingales, 1995; Subramaniam et al., 2010) ทำให้ไม่จำเป็นต้องสำรองเงินสดไว้สูง ในขณะที่บริษัทขนาดเล็กถือได้ว่ามีข้อจำกัดทางการเงิน เข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ยาก และมีต้นทุนทางการเงินสูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ (Almeida et al., 2004 ; Whited and Wu, 2006 ; Acharya et al., 2007) จึงต้องถือเงินสดไว้ในสัดส่วนสูง ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ (Opler et al., 1998 ; Ozkan and Ozkan 2004)

แต่ขนาดบริษัทกลับถูกสันนิษฐานว่ามีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับปริมาณการถือเงินสดตาม Pecking Order Theory เพราะเมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่แสดงว่าที่ผ่านมามีบริษัทประสบความสำเร็จในการทำธุรกิจจึงมีเงินสดสะสมอยู่มาก (สุชาติ, 2551; Chen and Mahajan, 2010)

กระแสเงินสด

กระแสเงินสดถือว่าเป็นเงินสำรองของบริษัทเพื่อใช้ในการบริหารหรือชำระหนี้ ดังนั้นหากบริษัทมีกระแสเงินสดสูง บริษัทก็ไม่จำเป็นต้องถือเงินสดไว้มาก นอกจากนี้หากบริษัทมีกระแสเงินสดสูงและถือเงินสดสำรองไว้มาก ก็อาจกระทบต่อมูลค่าบริษัทจากปัญหาตัวแทน ดังนั้นภายใต้ Trade Off Theory เมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดมากก็จะถือเงินสดลดต่ำลง (Kim et al., 1998; Ozkan and Ozkan, 2002; Jiang and Lie, 2010) ส่วน Pecking Order Theory เสนอว่าเมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดสูงบริษัทก็ควรเก็บสำรองเงินสดไว้สูงด้วยเพื่อสะสมเป็นแหล่งเงินทุนภายใน โดย Almeida et al.(2004) พบว่าเมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดสูงก็จะถือเงินสดไว้สูงด้วยโดยเฉพาะบริษัทที่มีข้อจำกัดทางการเงิน ดังนั้น กระแสเงินสดจึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการถือเงินสด (Opler et al., 1999; Ferreira and Vilele, 2004; Couderc,2005; Chen and Mahajan, 2010)

โอกาสในการลงทุน

บริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนนอกจากจะต้องการเงินสำรองเงินสดเพื่อลงทุนในโครงการต่างๆในอนาคตและยังต้องการเงินไว้เพื่อเหตุฉุกเฉินที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนด้วย เพราะโอกาสในการลงทุนมักมาพร้อมกับความเสี่ยงและโอกาสในการล้มละลาย (Harris and Raviv, 1990) ซึ่งทั้งทฤษฎี Trade-off Theory และ Pecking Order Theory ต่างเห็นว่าเมื่อบริษัทมีโอกาสการลงทุนสูง บริษัทควรถือเงินสดสูงตามไปด้วย เพราะเมื่อบริษัทที่มีโอกาสการลงทุนสูง การขาดแคลนเงินสดหรือไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอก ทำให้บริษัทไม่สามารถลงทุนในโครงการที่ให้กำไรหรือแข่งขันกับคู่แข่งได้ (Underinvestment) ก็จะส่งผลให้บริษัทเสียผลประโยชน์ สร้างความเสียหายให้แก่ผู้ถือหุ้น ดังนั้นเพื่อลดความเสี่ยงในการขาดแคลนเงิน บริษัทจึงควรรักษาระดับเงินสดไว้สูงตามโอกาสการลงทุน (Kim et al., 1998; Opler et al., 1999; Ferreira and Vilela, 2004; and Ozkan and Ozkan, 2004)

สินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิ

สินทรัพย์หมุนเวียน เช่น ลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือ ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่สามารถเปลี่ยนแปลงเป็นเงินสดได้สะดวกและรวดเร็ว ซึ่งงาน Shleifer and Vishny (1993) กล่าวว่า การแปลงสภาพสินทรัพย์เป็นเงินสดเป็นการจัดหาเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำ นอกจากนี้หากสินทรัพย์มีลักษณะทั่วไปก็จะแปลงสภาพได้ง่ายขึ้น เช่น บัญชีลูกหนี้การค้า ที่สามารถ Securitization ได้ง่าย ดังนั้นสินทรัพย์เหล่านี้จึงเปรียบเสมือนเงินสด หรือใช้แทนเงินสดได้ เมื่อบริษัทขาดแคลนเงินสด

บริษัทก็สามารถแปลงสินทรัพย์เหล่านี้เพื่อเป็นการจัดหาเงินทุนได้ ดังนั้น เมื่อบริษัทมีสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิต่ำมาก ก็ไม่จำเป็นต้องถือเงินสดไว้มากนัก

ค่าใช้จ่ายในการลงทุน

ค่าใช้จ่ายในการลงทุน เช่น เครื่องจักร โรงงาน หรือแม้กระทั่งการลงทุนเพื่อการวิจัยและพัฒนาถือเป็นสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดปัญหาความไม่เท่าเทียมด้านข้อมูลข่าวสารระหว่างผู้บริหารเจ้าหน้าที่และนักลงทุน เนื่องจากสินทรัพย์เหล่านี้ เมื่อลงทุนไปแล้วนักลงทุนหรือเจ้าหน้าที่ไม่สามารถรู้ได้แน่ชัดว่าจะให้ผลตอบแทนต่อบริษัทเท่าไร มีความเสี่ยงสูงหรือไม่ ดังนั้นบริษัทควรถือเงินสดไว้สูงเพื่อชดเชยความเสี่ยงให้กับนักลงทุนทำให้ต้นทุนทางการเงินในการจัดหาแหล่งเงินทุนภายนอกซึ่งมีปัญหาค่าความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ต่ำลง แต่ตามทฤษฎี Pecking Order บริษัทที่มีค่าใช้จ่ายในการลงทุนสูงบริษัทน่าจะมีเงินสดต่ำ เพราะตามทฤษฎีแล้วบริษัทควรเลือกใช้เงินทุนภายในเพื่อการลงทุนดังกล่าวก่อน

โครงสร้างเงินทุน

โครงสร้างเงินทุนซึ่งแสดงถึงสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มักพบว่าเมื่อบริษัทมีสัดส่วนหนี้สินสูงก็เผชิญกับความเป็นไปได้ในการล้มละลายหรือมีปัญหาทางการเงิน ประกอบกับปัญหาข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่ากัน และปัญหาตัวแทนระหว่างเจ้าหน้าที่กับผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ทำให้เมื่อมีหนี้สินสูงบริษัทควรถือเงินสดไว้สูงเพิ่มขึ้นเพื่อรักษาความน่าเชื่อถือและลดความเป็นไปได้ของการล้มละลาย แต่ในอีกมุมมองหนึ่ง พบว่าการที่บริษัทมีสัดส่วนหนี้สินสูงแสดงว่าบริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่าย ดังนั้นบริษัทก็ไม่จำเป็นต้องถือเงินสดไว้มากก็ได้ นอกจากนี้ จาก Pecking Order Theory บริษัทมีสัดส่วนหนี้สินสูงแสดงว่าบริษัทมีการใช้จ่ายเกินกว่ากำไรสะสมและเงินสดที่มี ดังนั้นสัดส่วนหนี้สินจึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับเงินสด (Opler et al., 1999; Ferreira and Vilela, 2004; and Ozkan and Ozkan, 2004)

บทที่ 3

วิธีการศึกษา

ในบทนี้จะกล่าวถึงแบบจำลอง และวิธีการวิเคราะห์เชิงปริมาณในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองเพื่ออธิบายผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษาแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ส่วนแรกจะเป็นการศึกษาถึงภาวะทางเศรษฐกิจต่อระดับการถือเงินสด ส่วนที่สองเป็นการศึกษาถึงภาวะทางเศรษฐกิจต่อปริมาณเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมาย ทั้งนี้ในการทดสอบทั้งสองส่วนได้แบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็นบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ ด้วยวิธีการเรียงลำดับมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดทางบัญชีของบริษัทจากบริษัทที่มีมูลค่าสินทรัพย์น้อยสุดไปยังบริษัทที่มีมูลค่าสินทรัพย์มากที่สุดแล้วแบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็น 4 ส่วนเท่าๆกันตามหลักควอไทล์ โดยกำหนดให้บริษัทที่มีมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชีต่ำกว่าลำดับที่ร้อยละ 25 (ควอไทล์ที่ 1) เป็นบริษัทขนาดเล็ก ส่วนบริษัทที่มีมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชีสูงกว่าลำดับที่ร้อยละ 75 (ควอไทล์ที่ 3) เป็นบริษัทขนาดใหญ่

3.1 ทดสอบภาวะทางเศรษฐกิจต่อระดับการถือเงินสด

อัตราการถือเงินสดในระดับที่เหมาะสมของบริษัท (Optimal Cash Holding) ไม่สามารถสังเกตได้ง่าย แต่ขึ้นอยู่กับตัวแปรอื่นที่คาดว่าจะมีผล จึงประยุกต์ใช้ร่วมกับแบบจำลองตามแนวคิดของ Fonseca and Gonzalez (2010) และ Opler (1998) ที่ศึกษาปัจจัยที่กำหนดการถือเงินสดของบริษัท โดยกำหนดให้ระดับการถือเงินที่เหมาะสมมาจากการประมาณค่าด้วยตัวแปรผลกระทบของภาวะทางเศรษฐกิจและตัวแปรด้านคุณลักษณะเฉพาะของบริษัท ตามที่ได้มีการทบทวนงานวิจัยที่ผ่านมา

3.1.1 รูปแบบจำลอง

$$\begin{aligned} \text{CASH}_{it}^* = & \beta_0 + \beta_1 \text{GDP}_t + \beta_2 \text{TBILL}_t + \beta_3 \text{TERM}_t + \beta_4 \text{CREDIT}_t + \beta_5 \text{SIZE}_{it} \\ & + \beta_6 \text{LEV}_{it} + \beta_7 \text{CF}_{it} + \beta_8 \text{CAPE}_{it} + \beta_9 \text{LIQ}_{it} + \beta_{10} \text{TOBINQ}_{it} + \mu_t + \gamma_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

แต่จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าการถือเงินสดของบริษัทจะขึ้นอยู่กับการถือเงินสดในเวลาก่อนหน้าด้วยทั้งนี้ เนื่องจากบริษัทไม่สามารถปรับระดับการถือเงินสดได้ทันถ่วงที ดังนั้นแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาจึงเป็นแบบ Partial adjustment Model คือ

$$\text{CASH}_{it} - \text{CASH}_{it-1} = \alpha (\text{CASH}^*_{it} - \text{CASH}_{it-1}) + \varepsilon_{it} \dots (2)$$

แทนสมการ (1) ใน (2)

$$\begin{aligned} \text{CASH}^*_{it} = & \beta_0 + (1-\alpha) \text{CASH}_{it-1} + \beta_1 \text{GDP}_t + \beta_2 \text{TBILL}_t + \beta_3 \text{TERM}_t + \beta_4 \text{CREDIT}_t \\ & + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{LEV}_{it} + \beta_7 \text{CF}_{it} + \beta_8 \text{CAPE}_{it} + \beta_9 \text{LIQ}_{it} + \beta_{10} \text{TOBINQ}_{it} \\ & + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \dots (3) \end{aligned}$$

โดยที่ α	แทน ความเร็วในการปรับระดับเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมาย
CASH*	แทน สัดส่วนเงินสดเป้าหมายของบริษัท
CASH _{it}	แทน สัดส่วนเงินสดจริงของบริษัท
TBILL _t	แทน อัตราผลตอบแทนตัวเงินคลัง อายุ 3 เดือน
GDP _t	แทน การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ
TERM _t	แทน Term Spread สะท้อนการคาดการณ์ทางเศรษฐกิจ
CREDIT _{it}	แทน Credit Spread สะท้อนสภาพคล่องตลาดการเงิน
SIZE _{it}	แทน ขนาดที่แท้จริงของบริษัท
LEV _{it}	แทน โครงสร้างเงินทุนของบริษัท
CF _{it}	แทน กระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัท
CAPE _{it}	แทน ค่าใช้จ่ายเพื่อการลงทุนของบริษัท
LIQ _{it}	แทน สินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิของบริษัท
TOBINQ _i	แทน โอกาสในการลงทุนของบริษัท
μ_i	แทน fix-effect
γ_t	แทน time-effect

3.1.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรตาม

ปริมาณการถือเงินสดของบริษัท (CASH: Cash Holding) โดยคำนวณจากอัตราส่วนเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์สุทธิ (สินทรัพย์หักรายการเงินสด) โดยสินทรัพย์ที่ใช้คำนวณเป็นมูลค่าตามบัญชี

$$= \frac{\text{เงินสด+รายการเทียบเท่าเงินสด}}{\text{สินทรัพย์-(เงินสด+รายการเทียบเท่าเงินสด)}}$$

ตัวแปรอิสระ

1. GDP: ความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ซึ่งแสดงสภาพเศรษฐกิจที่จะกระทบต่อรายได้และการขยายตัวของบริษัท คำนวณจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้ประชาชาติต่อหัว ประชากร ณ เวลาปัจจุบันกับเวลาก่อนหน้า

$$= \frac{\text{GDP}_t - \text{GDP}_{t-1}}{\text{GDP}_{t-1}}$$

2. TBILL: อัตราผลตอบแทนของตั๋วเงินคลังอายุ 3 เดือน ซึ่งใช้แทนอัตราดอกเบี้ย ณ ช่วงเวลานั้น ๆ เพื่อสะท้อนถึงต้นทุนทางการเงินหรือค่าเสียโอกาสในการถือเงินสดของบริษัท

3. TERM: TERM Spread แสดงถึงแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจ ซึ่งคำนวณจากส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และตั๋วเงินคลังอายุ 3 เดือน

4. CREDIT: Credit Spread แสดงถึงสภาพคล่องของตลาดการเงิน ซึ่งคำนวณจากส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้เอกชนอายุ 3 ปี ที่มีระดับความน่าเชื่อถือ AA และ BBB

5. SIZE: ขนาดที่แท้จริงของบริษัท ซึ่งแสดงถึงขนาดสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทและข้อจำกัดทางการเงินของบริษัท โดยคำนวณจาก The Natural Logarithm ของสินทรัพย์ทั้งหมด

6. LEV: สัดส่วนหนี้สินของบริษัท (Leverage) แสดงถึงโครงสร้างเงินทุนและภาวะความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทซึ่งคำนวณจากสัดส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด

7. CF: กระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัท แสดงถึงความสามารถในการจัดหาเงินสดในแต่ละช่วงเวลาโดยคำนวณจากสัดส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์สุทธิ

8. CAPE: ค่าใช้จ่ายในการลงทุนของบริษัท (Capital Expenditure) ใช้แสดงถึงความจำเป็นในการใช้เงินสดเพื่อการลงทุนในสินทรัพย์คงที่ โดยคำนวณจากกระแสเงินสดจากการลงทุนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด

9. LIQ: สินทรัพย์สภาพคล่องอื่นๆ ของบริษัท (Net Working Capital) แสดงถึงสินทรัพย์ที่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้อย่างรวดเร็วเสมือนเป็นสินทรัพย์ที่ใช้ทดแทนเงินสดโดยคิดจากสัดส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิต่อสินทรัพย์สุทธิ

$$= \frac{(\text{สินทรัพย์หมุนเวียน} - \text{เงินสด}) - \text{หนี้สินหมุนเวียน}}{\text{สินทรัพย์สุทธิ}}$$

10. TOBINQ: โอกาสในการเติบโตของบริษัท เป็นอัตราส่วนที่สะท้อนถึงความเป็นไปได้ที่บริษัทจะมีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net present Value) ของผลตอบแทนโครงการมากกว่าศูนย์ ซึ่งสามารถวัดจากมูลค่าตลาดของบริษัท โดยคำนวณจาก อัตราส่วนมูลค่าตามราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ (Tobin's q)

$$= \frac{\text{มูลค่าหนี้สินตามบัญชี} + \text{มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด}}{\text{มูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดทางบัญชี}}$$

3.1.3 สมมติฐานการศึกษา

1. อัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลัง

การที่บริษัทถือเงินสดไว้จะมีต้นทุนทั้งต้นทุนในการจัดหาเงิน ต้นทุนค่าเสียโอกาสและความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อประกอบอยู่ด้วย ดังนั้นเมื่อบริษัทเล็งเห็นว่าต้นทุนดังกล่าวเพิ่มขึ้น บริษัทก็มีแนวโน้มที่จะถือเงินสดลดลงเพื่อนำเงินสดไปลงทุนในสินทรัพย์อื่นๆ เพื่อให้ได้ผลตอบแทนเพิ่มขึ้นและลดต้นทุนการเสียโอกาสในการถือเงินสด ดังนั้นเมื่ออัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลังซึ่งเป็นเสมือนอัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยงเพิ่มขึ้น ก็จะสะท้อนถึงต้นทุนทางการเงินและค่าเสียโอกาสของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย ทำให้บริษัทก็มีแนวโน้มการถือเงินสดลดลง อัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลังจึงน่าจะมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนเงินสดของบริษัทในทิศทางตรงข้าม

2. การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจซึ่งสะท้อนถึงรายได้หรือรายจ่ายของบริษัท โดยเมื่อเศรษฐกิจมีอัตราการเจริญเติบโตสูงขึ้น ธุรกิจมีแนวโน้มการขยายตัวส่งผลให้บริษัทมีแนวโน้มการขยายตัวเพิ่มสูงขึ้นตามทั้งทางด้านยอดขายสินค้าและบริการที่เพิ่มขึ้นพร้อมทั้ง โอกาสการลงทุนที่เพิ่มสูงขึ้นด้วย ดังนั้นในช่วงเศรษฐกิจขยายตัวจึงเป็นแรงจูงใจให้บริษัทถือเงินสดเพิ่มสูงขึ้นเพื่อสำรองเป็นค่าใช้จ่ายและการลงทุนตามแนวคิด Transactions Motives แต่ทั้งนี้ในช่วงที่เศรษฐกิจหดตัวรายได้ของบริษัทมีแนวโน้มลดลง ทำให้ผู้บริหารอาจไม่แน่ใจว่าในอนาคตบริษัทจะสามารถจัดหาเงินเพื่อการดำเนินธุรกิจและชำระหนี้ตามภาระผูกพันที่ได้กำหนดไว้หรือไม่ ดังนั้นเมื่ออัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจหดตัว บริษัทก็จะมีแนวโน้มถือเงินสดเพิ่มขึ้นเพื่อป้องกันเหตุฉุกเฉินที่อาจเกิดขึ้น

3. ความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และ 3 เดือน (Term Spread)

ความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และ 3 เดือน แสดงถึงแนวโน้มทางเศรษฐกิจและทิศทางดอกเบี้ยในอนาคต ซึ่งเมื่ออัตราผลตอบแทนมีความแตกต่างคิดลบ (Downward Slope) แสดงให้เห็นว่าเศรษฐกิจใกล้เข้าสู่ภาวะถดถอย โดยเมื่อนักลงทุนคาดการณ์ว่าในอนาคตเศรษฐกิจจะตกต่ำ จึงมีการลงทุนในระยะสั้นเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ให้อัตราผลตอบแทนระยะสั้นเพิ่มขึ้น และไม่ลงทุนในพันธบัตรระยะยาวเพราะคาดว่าท้ายสุดแล้วจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่า จึงทำให้อัตราผลตอบแทนระยะยาวลดต่ำลง ดังนั้นเมื่อผู้บริหารสังเกตเห็นว่าอนาคตเศรษฐกิจอยู่ในภาวะตกต่ำ ก็ทำให้ผู้บริหารถือเงินสดเพิ่มขึ้นเพื่อสำรองการใช้จ่ายและป้องกันเหตุฉุกเฉินที่อาจเกิดขึ้น

3. ความแตกต่างของส่วนชดเชยความเสี่ยงหุ้นกู้เอกชนอายุน้อยกว่า 3 ปี ระหว่างหุ้นกู้ที่ระดับความน่าเชื่อถือ AA และหุ้นกู้ที่มีระดับความน่าเชื่อถือ BBB

เมื่อระบบเศรษฐกิจมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นส่งผลให้นักลงทุนเรียกร้องผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น ทั้งนี้ในการเรียกร้องอัตราผลตอบแทนดังกล่าว นักลงทุนจะเรียกร้องผลตอบแทนจากหุ้นกู้ที่มีระดับความน่าเชื่อถือต่ำในอัตราที่มากกว่าหุ้นกู้ที่มีระดับความน่าเชื่อถือสูงกว่า ดังนั้นเมื่อ Credit Spread สูงขึ้นย่อมสะท้อนถึงภาวะความเสี่ยงของระบบเศรษฐกิจ ที่บริษัทอาจไม่สามารถชำระภาระผูกพันได้ตามกำหนดไว้และสะท้อนถึงสภาพคล่องตลาดการเงินที่ตึงตัว ดังนั้นผู้บริหารอาจถือเงินสดไว้สูงขึ้นเพื่อรักษาความน่าเชื่อถือให้กับบริษัทตามแนวคิดของ

Alimov (2010) ที่ว่าเมื่อสภาพคล่องของตลาดการเงินลดต่ำลง มูลค่าการถือเงินสดของบริษัทจะเพิ่มขึ้น แต่ทั้งนี้บริษัทอาจมีเงินสดลดลงตาม Pecking Order Theory เพราะการที่ตลาดการเงินมีสภาพคล่องต่ำสะท้อนต้นทุนการจัดหาเงินจากภายนอกที่สูงขึ้น ผู้บริหารจึงเลือกใช้เงินสดในมือก่อนเนื่องจากมีต้นทุนต่ำสุด

4. ขนาดบริษัท

ขนาดบริษัทซึ่งสะท้อนถึงความต้องการเงินสดและมักพบว่าบริษัทขนาดใหญ่ที่มีความสามารถในการกระจายความเสี่ยง มีธุรกิจหลายรูปแบบทำให้กระแสเงินสดของบริษัทมีความแน่นอน นอกจากนี้บริษัทขนาดใหญ่ยังสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายกว่าบริษัทขนาดเล็ก มีโอกาสในการล้มละลายต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก บริษัทขนาดใหญ่จึงไม่จำเป็นต้องถือเงินสดไว้สูง ดังนั้นตาม Trade-off Theory จึงคาดว่าขนาดของบริษัทจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการถือเงินสด แต่ Pecking Order Theory มองว่า บริษัทขนาดใหญ่มักเป็นบริษัทที่ก่อตั้งมานานแล้ว มีความสามารถในการทำกำไรได้ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นบริษัทขนาดใหญ่จึงมีความสามารถในการสะสมกระแสเงินสดไว้ได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็กจึงสันนิษฐานว่าขนาดบริษัทจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการถือเงินสด

5. กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

กระแสเงินสดจากการดำเนินงานถือเป็นเครื่องแสดงความสามารถในการจัดหาเงินสดทางหนึ่งของบริษัท ทั้งนี้บริษัทที่มีกระแสเงินสดมากเสมือนบริษัทที่มีสภาพคล่องของเงินสดสูง ดังนั้นบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานสูง ผู้บริหารก็ไม่จำเป็นต้องสำรองเงินสดไว้มาก เพราะบริษัทสามารถนำเงินสดจากกระแสเงินสดที่ได้รับจากการดำเนินงานมาใช้ได้ ทั้งนี้การถือเงินสดไว้โดยไม่จำเป็นก็จะทำให้บริษัทสูญเสียโอกาสในการลงทุนตาม Trade-off Theory แต่ตามแนวคิด Pecking Order Theory บริษัทที่มีกระแสเงินสดจากดำเนินงานสูง ก็จะทำให้บริษัทมีโอกาสสะสมเงินสดได้มาก ส่งผลให้บริษัทน่าจะถือเงินสดสำรองไว้สูงขึ้นด้วยเช่นกัน

6. สัดส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด

สัดส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด ซึ่งมักแสดงถึงภาระผูกพันในการชำระคืนทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยของบริษัท ทั้งนี้ภายใต้ Trade-off Theory มองว่าบริษัทที่มีหนี้สินสูง มีภาระจ่ายมาก ขอมมีโอกาสดำเนินการล้มละลายสูง และเป็นการลดความสามารถในการก่อหนี้ในอนาคต ทั้งนี้

เพราะเจ้าหนี้อาจพิจารณาถึงความสามารถในการชำระเงินคืนที่ลดลง ดังนั้นบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินสูงจึงควรถือเงินสดสำรองไว้สูงเพิ่มขึ้นตามกัน เพื่อลดความเสี่ยงให้กับบริษัทและเพิ่มความน่าเชื่อถือให้เจ้าหนี้หรือนักลงทุนภายนอกบริษัท แต่ในมุมมองของ Pecking Order Theory ซึ่งพิจารณาการใช้เงินของบริษัทตามลำดับขั้น มองว่าเมื่อการที่บริษัทเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกซึ่งมีต้นทุนที่สูงกว่าการใช้เงินสดซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนภายใน ก็แสดงว่าเงินสดของบริษัทมีไม่เพียงพอต่อการลงทุนแล้ว อีกทั้งกระแสเงินสดที่ได้รับต้องนำไปชำระดอกเบี้ย ดังนั้นภายใต้มุมมองของ Pecking Order Theory การถือเงินสดของบริษัทน่าจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับระดับหนี้สิน จากทั้งสองแนวคิดจึงยังไม่สามารถคาดการณ์ได้แน่ชัดว่าการถือเงินสดจะมีความสัมพันธ์อย่างไรกับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

7. ค่าใช้จ่ายในการลงทุนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด

บริษัทที่ต้องใช้จ่ายเพื่อการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร เช่น เครื่องจักร ที่ดิน การวิจัยและพัฒนา เป็นต้น ในสัดส่วนที่สูง มักต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่ได้จะรับจากการลงทุน และส่งผลให้บริษัทเกิดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุนเพิ่มขึ้น โดยนักลงทุนจะทราบถึงผลตอบแทนและความเคลื่อนไหวเกี่ยวกับการลงทุนของบริษัทในสินทรัพย์ดังกล่าวน้อยกว่าผู้บริหาร ดังนั้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงดังกล่าว นักลงทุนจึงมักเรียกร้องอัตราผลตอบแทนเพิ่มสูงขึ้น เพื่อลดต้นทุนทางการเงินและสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน บริษัทจึงถือเงินสดเพิ่มขึ้น เมื่อมีการลงทุนเพิ่มขึ้นสูง ดังนั้นการถือเงินสดจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการลงทุน แต่ตามทฤษฎี Pecking order theory แล้วการถือเงินสดควรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการลงทุน เพราะบริษัทจะเลือกใช้เงินสดที่สำรองไว้เพื่อเป็นค่าใช้จ่ายในการลงทุนแล้ว บริษัทจึงมีเงินสดลดลง

8. สินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิต่อการสินทรัพย์ทั้งหมด

สินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิ เป็นสินทรัพย์ที่สามารถแปลงเป็นเงินสดได้ง่าย รวดเร็วและต้นทุนต่ำ ดังนั้นหากบริษัทเกิดภาวะตึงตัวทางการเงิน บริษัทจึงสามารถนำสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิมาแปลงเป็นเงินสดเพื่อใช้จ่ายได้ ดังนั้นบริษัทที่มีสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิสูง ผู้บริหารก็ไม่จำเป็นต้องถือเงินสดสำรองไม่สูงก็ได้ การถือเงินสดจึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับสัดส่วนสินทรัพย์หมุนเวียน

9. โอกาสการเติบโตของบริษัท

บริษัทที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมากอาจจำเป็นต้องถือเงินสดสำรองไว้สูงขึ้นทั้งนี้เพราะ หากบริษัทมีเงินสดไม่เพียงพอ และไม่สามารถจัดหาเงินทุนภายนอกมาใช้ เมื่อบริษัทมีโอกาสรลงทุนหรือขยายธุรกิจ ส่งผลให้บริษัทสูญเสียโอกาสในการลงทุนดังกล่าว และอาจสูญเสียความสามารถในการแข่งขันกับคู่แข่งในวงการธุรกิจได้ นอกจากนี้โอกาสการเติบโตของบริษัทเสมือนเป็นสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนของบริษัท (Harris and Raviv, 1991) ดังนั้นการที่บริษัทมีเงินสดสำรองไม่เพียงพอต่อศักยภาพในการลงทุนก็จะกระทบต่อมูลค่าของบริษัทได้ ดังนั้นจึงคาดว่าเมื่อบริษัทมีโอกาสรลงทุนสูงบริษัทจึงควรถือเงินสดสำรองสูงเพิ่มขึ้นด้วย

3.2 ทดสอบภาวะทางเศรษฐกิจต่อการปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมาย

ในการศึกษาครั้งนี้ได้ศึกษาถึงภาวะเศรษฐกิจว่ามีผลต่อการปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมาย (Speed of Adjustment) อย่างไร เพื่อให้ทราบถึงพฤติกรรมการบริหารเงินสดของผู้บริหารเมื่อภาวะเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไป นอกจากนี้ยังได้เปรียบเทียบพฤติกรรมการบริหารเงินสดของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ โดยในการทดสอบภาวะเศรษฐกิจต่อการปรับระดับการถือเงินสดนี้ได้ใช้วิธีคล้ายกับงานของ Cook (2010) ซึ่งได้ศึกษาถึงภาวะเศรษฐกิจต่อการปรับระดับโครงสร้างเงินทุนเข้าสู่ระดับเป้าหมาย ซึ่งมีขั้นตอนดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 แบ่งช่วงเวลาของข้อมูลเพื่อหาช่วงที่เศรษฐกิจดีและเศรษฐกิจไม่ดี โดยการแบ่งจะแบ่งตามหลักทางสถิติแบบควอไทล์ และใช้เกณฑ์ทั้ง 4 กรณีดังนี้

1. แบ่งภาวะเศรษฐกิจโดยใช้อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเป็นเกณฑ์ โดยจัดเรียงข้อมูลอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจจากช่วงเวลาที่อัตราการเจริญเติบโตต่ำสุดไปยังช่วงที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูงสุดและให้ช่วงที่อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจต่ำสุดที่ไม่เกินลำดับที่ร้อยละ 25 (ควอไทล์ที่ 1) ถือเป็นช่วงที่เศรษฐกิจไม่ดี ส่วนช่วงที่มีอัตราการเจริญเติบโตมากสุดในลำดับที่ร้อยละ 75 ขึ้นไป (ควอไทล์ที่ 4) ถือเป็นช่วงเศรษฐกิจที่ดี

2. แบ่งภาวะเศรษฐกิจโดยใช้อัตราผลตอบแทนตัวเงินคลังอายุ 3 เดือนเป็นเกณฑ์ โดยนำอัตราผลตอบแทนตัวเงินคลังอายุ 3 เดือนมาจัดเรียงข้อมูลจากช่วงเวลาที่อัตราผลตอบแทนตัวเงินคลังอายุ 3 เดือนต่ำสุดไปยังช่วงที่มีอัตราผลตอบแทนสูงสุด แล้วกำหนดให้ช่วงที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำ

ในลำดับที่ไม่เกินลำดับที่ร้อยละ 25 ของข้อมูล(ควอไทล์ที่ 1) เป็นช่วงที่เศรษฐกิจไม่ดีส่วนช่วงที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงสุดในลำดับที่เกินกว่าร้อยละ 75 ของข้อมูล(ควอไทล์ที่ 4) ถือเป็นช่วงเศรษฐกิจที่ดี

3. แบ่งภาวะเศรษฐกิจโดยใช้แนวโน้มทางเศรษฐกิจซึ่งคำนวณจากส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีและตั๋วเงินคงคลังอายุ 3 เดือน(Term Spread)เป็นเกณฑ์ โดยจัดเรียงข้อมูล Term Spread จากน้อยสุดไปมากที่สุด และให้ช่วงที่มี Term Spread ต่ำสุดซึ่งไม่เกินลำดับที่ร้อยละ 25 ของข้อมูล(ควอไทล์ที่ 1) ถือเป็นช่วงที่มีแนวโน้มว่าเศรษฐกิจจะถดถอย ส่วนช่วงที่มี Term Spread สูงสุดในลำดับที่เกินกว่าร้อยละ 75 ขึ้นไป (ควอไทล์ที่ 4) ถือเป็นช่วงที่มีแนวโน้มว่าเศรษฐกิจจะขยายตัวมากขึ้น

4. แบ่งภาวะเศรษฐกิจโดยใช้สภาพคล่องของตลาดการเงินซึ่งคำนวณจากส่วนแตกต่างของอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ภาคเอกชนระหว่างหุ้นกู้ที่มีระดับความน่าเชื่อถือ AA และระดับความน่าเชื่อถือ BBB (Credit Spread) เป็นเกณฑ์ โดยเรียง Credit Spread จากช่วงที่มีค่าต่ำสุดไปช่วงที่มีค่าสูงสุดแล้วกำหนดให้ช่วงที่เวลาที่มีค่า Credit Spread ต่ำสุดไม่เกินลำดับที่ร้อยละ 25 ของข้อมูล(ควอไทล์ที่ 1) ถือเป็นช่วงที่เศรษฐกิจดี ตลาดการเงินมีสภาพคล่องสูง ส่วนช่วงที่มี Term Spread สูงสุดในลำดับที่ร้อยละ 75 ขึ้นไป (ควอไทล์ที่ 4) ถือเป็นช่วงที่เศรษฐกิจไม่ดี

ขั้นตอนที่ 2 ทดสอบภาวะเศรษฐกิจต่อการปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมาย (Speed of Adjustment) ด้วยวิธี Fixed Effect Model สมการที่ 3 และกำหนดตัวแปรเพื่อแทนลักษณะภาวะเศรษฐกิจดังนี้

กรณีทดสอบ ช่วงภาวะเศรษฐกิจที่ดีต่อการปรับระดับการถือเงินสด

ให้ Dummy เป็นตัวแปรหุ่น ที่มีค่าเท่ากับ 1 เมื่ออยู่ในภาวะเศรษฐกิจที่ดีที่สุด และเป็น 0 เมื่อมีค่าเป็นอย่างอื่น

กรณีทดสอบ ช่วงภาวะเศรษฐกิจไม่ดีต่อการปรับระดับการถือเงินสด

ให้ Dummy เป็นตัวแปรหุ่น ที่มีค่าเท่ากับ 1 เมื่ออยู่ในภาวะเศรษฐกิจที่ไม่ดี และเป็น 0 เมื่อมีค่าเป็นอย่างอื่น

$$\begin{aligned} \text{CASH}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{CASH}_{t-1} + \beta_2 \text{CASH}_{t-1} * \text{Dummy} + \beta_3 \text{TBILL}_t + \beta_4 \text{GDP}_t + \beta_5 \text{TERM}_t + \beta_6 \text{SIZE}_{it} \\ & + \beta_7 \text{LEV}_{it} + \beta_8 \text{CF}_{it} + \beta_9 \text{CAPE}_{it} + \beta_{10} \text{TOBINQ}_{it} + \mu_t + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad \dots (3) \end{aligned}$$

สมมติฐานตัวแปร

ในการศึกษาถึงภาวะเศรษฐกิจต่อการปรับระดับการถือเงินสดของบริษัทคาดว่าในช่วงที่เศรษฐกิจไม่ดีบริษัทจะสามารถปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมายได้เร็วกว่าช่วงที่เศรษฐกิจดี ทั้งนี้เป็นเพราะในช่วงที่เศรษฐกิจไม่ดีบริษัทจำเป็นต้องให้ความสำคัญกับการบริหารเงินสดภายในมากกว่าการบริหารเงินทุนจากภายนอกเนื่องจากในภาวะที่เศรษฐกิจไม่ดีบริษัทเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ยาก (Hackbarth et al.2005) ดังนั้นบริษัทจำเป็นต้องรักษาระดับการถือเงินสดให้อยู่ระดับที่เหมาะสมเพื่อลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในช่วงที่เศรษฐกิจไม่ดี

บทที่ 4

ผลการศึกษา

ในบทนี้จะนำเสนอผลการศึกษาโดยแบ่งออกเป็นสองส่วนสำคัญ ดังนี้

- ส่วนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล โดยใช้การศึกษาเชิงพรรณนา ประกอบด้วย 1) ผลวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาเกี่ยวกับข้อมูลของบริษัท 2) ผลวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจต่อการถือเงินสด
- ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยประมาณค่าสัมประสิทธิ์จากแบบจำลอง ซึ่งวิเคราะห์ผลกระทบของภาวะทางเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ด้วยวิธี Panel Least Square แบบ Fixed Effect Model ซึ่งแยกเป็นการศึกษาผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจต่อปริมาณการถือเงินสด และผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจต่อการปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมาย ซึ่งในแต่ละการศึกษาได้แบ่งการทดสอบระหว่างบริษัทที่มีขนาดใหญ่และบริษัทขนาดเล็ก

4.1 ผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนา

จากการรวบรวมข้อมูลงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยแล้วนำมาแจกแจงข้อมูลทางสถิติ ดังตารางที่ 4.1 พบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยอยู่ที่ประมาณร้อยละ 11.92 ทั้งนี้เมื่อเทียบกับการศึกษาของนพวรรณ (2545) ที่ศึกษาถึงการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทในประเทศไทยในช่วงปี 2535-2544 ก็จะพบว่าในปัจจุบันบริษัทจดทะเบียนได้มีสัดส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นจากร้อยละ 7.93 เป็นร้อยละ 11.92 และเมื่อเปรียบเทียบกับการศึกษาจากต่างประเทศพบว่า การถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทยยังคงมีสัดส่วนน้อยกว่าประเทศอื่นๆ เช่น ในประเทศสหรัฐอเมริกา มีสัดส่วนเงินสดเฉลี่ยร้อยละ 23.6 ในปี 2006 (Bates et al, 2009) ส่วนในประเทศจีน มีสัดส่วนการถือเงินสดร้อยละ 16.9 (Alles, Lian and Yan, 2010) สำหรับปัจจัยเฉพาะอื่นๆ ของบริษัท พบว่า บริษัทขนาดสินทรัพย์ซึ่งคำนวณจากลอการิทึมของมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชีมีค่าเฉลี่ยที่ 15.01 สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์สุทธิเฉลี่ยร้อยละ 47.61 กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์สุทธามีค่าเฉลี่ยที่ร้อยละ 9.83 มูลค่าสินทรัพย์ใน

ราคาตลาดต่อมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชี (Tobin's q) มีค่าเฉลี่ย 1.24 เท่า และค่าใช้จ่ายในการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์สุทธิมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 6.67

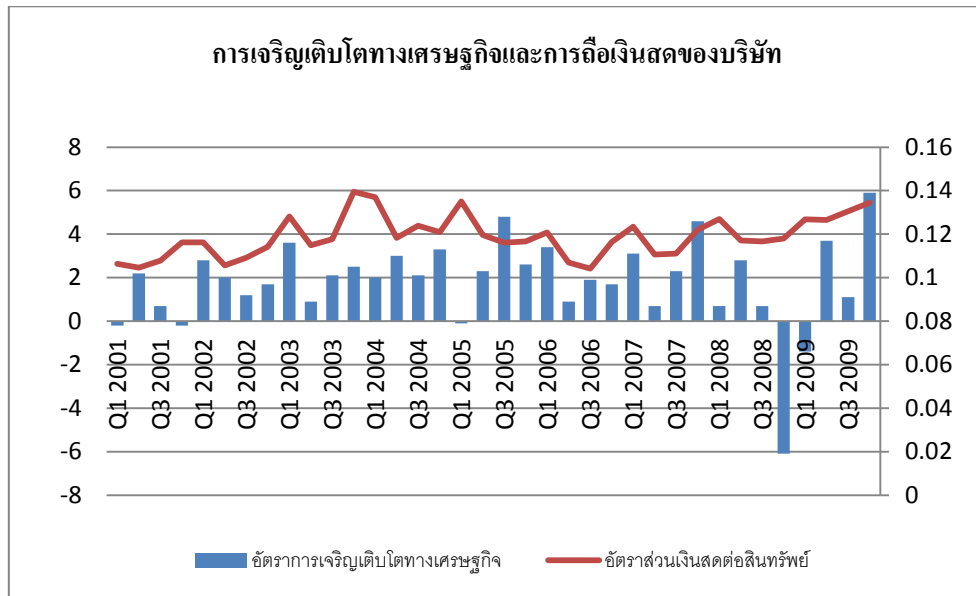
ตารางที่ 4.1 แสดงข้อมูลทางสถิติของตัวแปรต่างๆ

	ค่าเฉลี่ย	ค่าต่ำสุด	ควอไทล์ที่ 1	ควอไทล์ที่ 2	ควอไทล์ที่ 3	ค่าสูงสุด
CASH	0.1195	0.0024	0.0199	0.057	0.1485	0.7821
TBILL	2.4977	1.0338	1.2887	2.108	3.191	4.9677
GDP	0.0179	-1.042	-0.0053	0.0184	0.034	0.0787
TERM	2.2193	0.1688	1.5708	2.3662	3.0669	4.118
CREDIT	1.4731	0.7208	1.1226	1.3399	1.7332	5.1165
SIZE	15.0107	0.0637	13.9889	14.7443	15.8242	30.9377
LEV	0.4761	0.0037	0.2654	0.4491	0.6121	0.8563
CF	0.9832	-2.6541	0.0182	0.0795	0.1358	0.5084
LIQ	0.0427	0.0067	0.0141	0.046	0.1836	0.6328
TOBINQ	1.2409	0.0637	0.8009	1.0057	1.3348	1.6941
CAP	0.0668	-1.0541	0.0017	0.0174	0.0533	0.0803

4.1.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาเกี่ยวกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

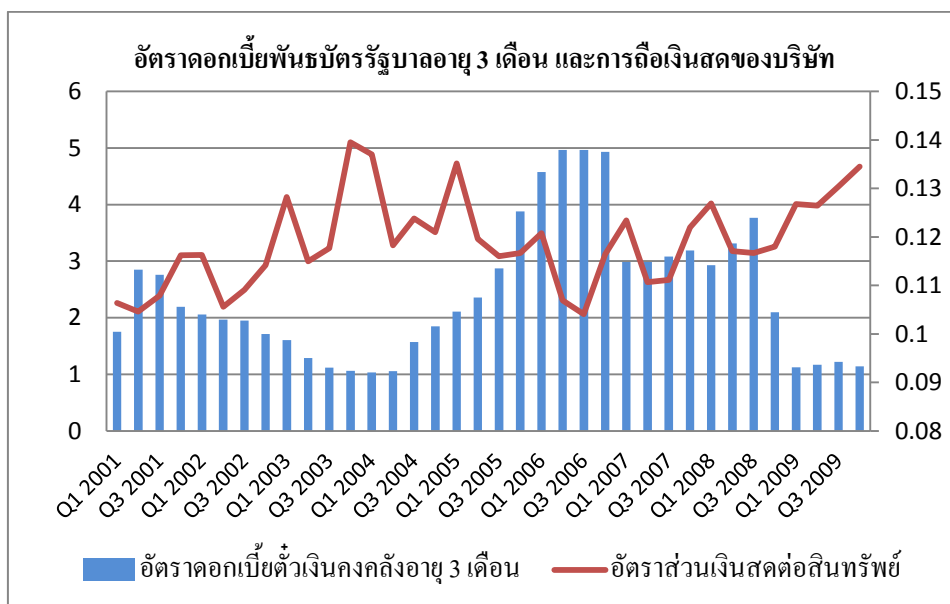
จากแผนภาพที่ 4.1 แสดงถึงการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ในช่วงปี 2001 – 2009 อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจรายไตรมาสของประเทศไทยพบว่าโดยเฉลี่ยมีอัตราการเจริญเติบโตร้อยละ 1.792 โดยในช่วงไตรมาสที่ 1 ปี 2009 เป็นช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำสุด เศรษฐกิจชะลอตัวร้อยละ 4.024 และในไตรมาสที่ 4 ปี 2007 เป็นช่วงที่เศรษฐกิจขยายตัวสูงสุกร้อยละ 7.865 ทั้งนี้จากแผนภาพก็จะเห็นว่าการถือเงินสดของบริษัทได้มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกับการถือเงินสดด้วยเช่นกัน

แผนภาพที่ 4.1 แสดงการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจและการถือเงินสด



4.1.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาเกี่ยวกับการอัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลังอายุ 3 เดือนต่อการถือเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

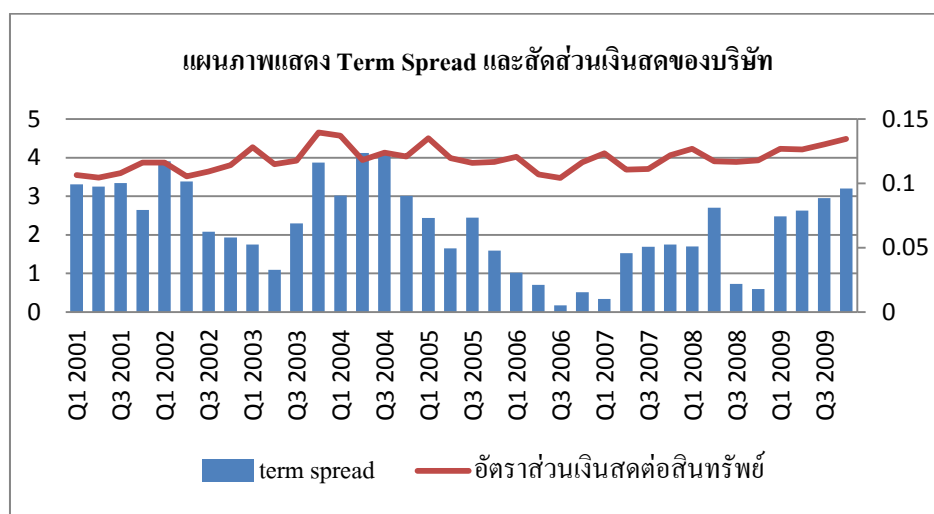
แผนภาพที่ 4.2 อัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลังอายุ 3 เดือนและการถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทย



จากแผนภาพที่ 4.2 ซึ่งแสดงถึงอัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลังอายุ 3 เดือนและการถือเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลังอายุ 3 เดือนมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.49 และจากแผนภาพพบว่าในช่วงที่อัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลังเพิ่มขึ้นบริษัทมีแนวโน้มที่จะถือเงินสดลดลง ดังเช่นในช่วงปี 2545 – 2547 ที่อัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลังลดลงบริษัทมีสัดส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก แต่ในช่วงปี 2547 - 2549 ที่อัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลังบริษัทมีสัดส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ลดลง

4.1.3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาเกี่ยวกับการความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลังอายุ 3 เดือนและพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีต่อการถือเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

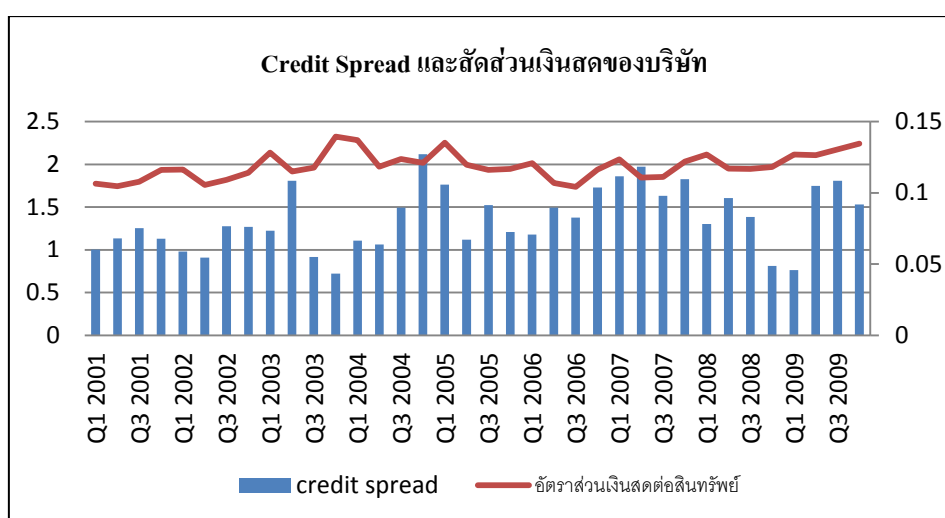
แผนภาพที่ 4.3 แสดงความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลังอายุ 3 เดือนและพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีและการถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทย



จากแผนภาพที่ 4.3 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และตัวเงินคงคลังอายุ 3 เดือน (Term Spread) กับค่าเฉลี่ยระดับการถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทย ซึ่งจากแผนภาพยังไม่สามารถหาความสัมพันธ์หรือแนวโน้มระหว่างการถือเงินสดและส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และตัวเงินคงคลังอายุ 3 เดือนได้อย่างแน่ชัด

4.1.4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาเกี่ยวกับการความแตกต่างของอัตราผลตอบแทน
หุ้นกู้ภาคเอกชนระดับความน่าเชื่อถือ AA และ BBB ต่อการถือเงินสดของบริษัทจดทะเบียนใน
ประเทศไทย

แผนภาพที่ 4.4 แสดงส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ภาคเอกชนระดับความเชื่อมั่น AA
และระดับความเชื่อมั่น BBB



ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ภาคเอกชน ระดับความเชื่อมั่น AA และระดับ
ความเชื่อมั่น BBB (Credit Spread) ของไทยในช่วงปี 2001 – 2009 มีค่าต่ำสุดที่ 0.72 เปอร์เซ็นต์
ในช่วง ไตรมาสที่ 4 ปี 2003 ซึ่งพบว่าในช่วงเวลาดังกล่าวเป็นช่วงที่บริษัทถือเงินสดไว้มาก
ที่สุดในสัดส่วนร้อยละ 13.9 ของสินทรัพย์สุทธิ แต่ทั้งนี้การถือเงินสดและ Credit Spread ยังไม่
สามารถบอกได้ว่ามีความสัมพันธ์หรือมีแนวโน้มในทิศทางใด

4.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆที่ใช้ในการศึกษา

4.2.1 ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สัมพัทธ์ผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

จากผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์เพื่อศึกษาผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยแสดงดังตารางที่ 4.2 ซึ่งได้พิจารณาจากบริษัททั้งหมด บริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ โดยในการทดสอบจากบริษัททั้งหมดพบว่าผลการประมาณค่าสมการถดถอยในแบบจำลอง Fixed Effects ได้ R^2 เท่ากับ 0.82097 และค่า Adjusted R^2 เท่ากับ 0.83054 โดยเมื่อพิจารณาถึง F-statistic ซึ่งมีค่าเท่ากับ 125.4897 ด้วยระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 จึงแสดงถึงความน่าเชื่อถือได้ของสมการถดถอยนี้ถึงร้อยละ 99 ในส่วนค่า Durbin-watson นั้นมีค่าเท่ากับ 2.01034 ซึ่งเป็นการแสดงว่าไม่เกิดปัญหา Autocorrelation โดยเมื่อพิจารณาผลการศึกษาพบว่าภาวะทางเศรษฐกิจและลักษณะเฉพาะของบริษัทมีผลต่อการถือเงินสดของบริษัททั้งหมด 10 ปีจวบ ดังนี้

1. อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP)

ผลการศึกษาในตารางที่ 4.1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนเงินสดของบริษัทกับอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเท่ากับ 0.15759 ด้วยนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99 % ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเมื่อเศรษฐกิจมีการขยายตัวมากขึ้น บริษัทจะยิ่งถือเงินสดในสัดส่วนที่เพิ่มสูงขึ้น ส่วนในการศึกษาระหว่างบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ก็ให้ผลไปในทิศทางเดียวกัน โดยบริษัทขนาดเล็กมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนเงินสดของบริษัทกับอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเท่ากับ 0.2649 ด้วยนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99 % ส่วนในบริษัทขนาดใหญ่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ของบริษัทกับอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเท่ากับ 0.1405 ด้วยนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99 % ซึ่งจะเห็นได้ว่าเมื่อเศรษฐกิจมีการขยายตัวเพิ่มขึ้นบริษัทจะถือครองเงินสดในสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Trade off Theory ว่าด้วยบริษัทถือเงินสดเพื่อการดำเนินธุรกิจปกติ Transaction motive กล่าวคือ เมื่อเศรษฐกิจมีการขยายตัว บริษัทมีแนวโน้มการขยายตัวของบริษัทตามไปด้วย มีการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น จึงทำให้บริษัทถือเงินสดเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานของ Chen and Mahajan (2010) ซึ่งพบว่าบริษัทจะถือเงินสดเพิ่มขึ้นเมื่อเศรษฐกิจดีขึ้น แต่จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ได้สามารถสังเกตได้ว่าการถือเงินสดของบริษัทขนาดเล็ก

จะได้รับผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยโตทางเศรษฐกิจมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ทั้งนี้อาจเป็นเพราะบริษัทขนาดเล็กเป็นบริษัทที่มีข้อจำกัดทางการเงิน มีโอกาสเข้าถึงแหล่งเงินทุน ได้ยากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้นเมื่อเศรษฐกิจขยายตัวขึ้น บริษัทก็จะถือเงินสดเพิ่มขึ้นมากเพื่อเสริมสร้างโอกาสการลงทุนให้กับบริษัท

2. อัตราผลตอบแทนตั๋วเงินคงคลังอายุ 3 เดือน (TBILL)

อัตราผลตอบแทนตั๋วเงินคงคลังอายุ 3 เดือน ซึ่งแสดงสถานะต้นทุนทางการเงินหรือค่าเสียโอกาสในช่วงเวลานั้นๆ พบว่าการถือเงินสดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนตั๋วเงินคงคลังอายุ 3 เดือนในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญ โดยเมื่ออัตราผลตอบแทนตั๋วเงินคงคลังอายุ 3 เดือนเพิ่มขึ้น 1% ส่งผลให้บริษัทลดสัดส่วนการถือเงินสดประมาณร้อยละ 0.003 และเมื่อแยกทดสอบระหว่างบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ก็พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน โดยในบริษัทขนาดเล็กอัตราผลตอบแทนตั๋วเงินคงคลังอายุ 3 เดือนมีค่าสัมประสิทธิ์ -0.0024 ที่ระดับความเชื่อมั่น 90 % ส่วนบริษัทขนาดใหญ่ได้ค่าสัมประสิทธิ์ที่ -0.0024 เช่นเดียวกัน ที่ระดับความเชื่อมั่น 95 % ทั้งนี้เป็นไปตาม Trade-off Theory ซึ่งเมื่อบริษัทเผชิญกับต้นทุนทางการเงินหรือค่าเสียโอกาสที่เพิ่มขึ้น ผู้บริหารจะลดสัดส่วนการถือเงินสด และเมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลงก็จะถือเงินสดเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีปริมาณเงินและสอดคล้องกับการศึกษาของซึ่ง Chen and Mahajan (2010) ซึ่งพบว่าอัตราดอกเบี้ยส่งผลต่อการถือเงินสดของบริษัทในทิศทางตรงข้าม

3. แนวโน้มทางเศรษฐกิจหรือส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และอัตราผลตอบแทนตั๋วเงินคงคลังอายุ 3 เดือน (Term Spread)

แนวโน้มทางเศรษฐกิจหรือส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และอัตราผลตอบแทนตั๋วเงินคงคลังอายุ 3 เดือน (Term Spread) พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการทดสอบในบริษัททั้งหมด -0.00195 ที่ระดับค่าความเชื่อมั่น 90 % และเมื่อแยกทดสอบระหว่างบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่พบว่า Term Spread มีผลกระทบต่อบริษัทขนาดเล็ก แต่ไม่มีผลกระทบต่อบริษัทขนาดใหญ่ โดย Term Spread มีความสัมพันธ์กับการถือเงินสดของบริษัทขนาดเล็กในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญด้วยค่าสัมประสิทธิ์ -0.00235 ซึ่งการถือเงินสดโดยภาพรวมของบริษัททั้งหมดมีความสัมพันธ์กับ Term Spread ในทิศทางตรงข้าม สะท้อนให้เห็นว่าเมื่อ Term Spread สูงขึ้น เศรษฐกิจมีแนวโน้มว่าอัตราดอกเบี้ยระยะยาวสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นมาก บริษัทจะเริ่มลดสัดส่วนการถือเงินสดลงเพื่อลดต้นทุนทางการเงินที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต ในขณะที่เดียวกันหาก Term Spread ลดต่ำลงซึ่งสะท้อนมาจากการที่นักลงทุนคาดการณ์ว่าอัตรา

ดอกเบี้ยระยะยาวจะลดต่ำลงเข้าใกล้กับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น บริษัทจะเริ่มเพิ่มสัดส่วนการถือเงินสดทั้งนี้อาจเพราะหากนำเงินไปลงทุนก็อาจได้รับอัตราผลตอบแทนต่ำตามจึงถือเงินสดไว้เพื่อป้องกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นกับภาวะเศรษฐกิจในอนาคต

4. สภาพคล่องของตลาดทางการเงินหรือส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้เอกชน อายุ 3 ปีที่ระดับความน่าเชื่อถือ AA และ BBB (Credit Spread)

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ได้จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือเงินสดของบริษัทและ Credit Spread พบว่าในการศึกษาจากบริษัททั้งหมด Credit Spread มีความสัมพันธ์กับการถือเงินสดในทิศทางตรงข้าม ด้วยขนาด 0.00353 แต่เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างบริษัทขนาดใหญ่และบริษัทเล็ก กลับพบว่าสภาพคล่องของตลาดการเงินมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเฉพาะกับการถือเงินสดของบริษัทขนาดใหญ่เท่านั้น ด้วยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ -0.0039 ทั้งนี้สะท้อนให้เห็นว่าเมื่อ Credit Spread สูงขึ้นซึ่งเป็นผลจากการที่ตลาดเริ่มมีความไม่มั่นใจในการลงทุนหรือให้กู้ยืมเงินจึงต้องการอัตราผลตอบแทนมากขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่อาจได้รับทำให้ตลาดการเงินเกิดภาวะตึงตัวส่งผลให้ในช่วงเวลาดังกล่าวต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจะเพิ่มสูงขึ้น การจัดหาเงินทุนจากภายนอกจึงมีต้นทุนสูงกว่าการใช้เงินทุนภายในมาก ซึ่งหากบริษัทเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายนอกก็อาจไม่คุ้มค่าต่อการลงทุน บริษัทจึงเลือกใช้เงินสดภายในก่อน ตาม Pecking Order Theory ทำให้เงินสดสำรองลดลง แต่ผลการศึกษารังนี้ไม่สอดคล้องกับงานศึกษาของ Chen and Mahajan (2010) ซึ่งพบว่าเมื่อตลาดการเงินมีสภาพตึงตัวมากขึ้นบริษัทจะถือเงินสดเพิ่มขึ้นเพื่อลดต้นทุนธุรกรรมทางการเงิน

5.ขนาดบริษัท (Size)

ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับการถือเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการถือเงินสด โดยในการศึกษาจากบริษัททั้งหมดได้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.0067 ณระดับความเชื่อมั่น 99 % ส่วนเมื่อศึกษาระหว่างบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างขนาดบริษัทและการถือเงินสดของบริษัทเท่ากับ 0.02054 ที่ระดับความเชื่อมั่น 95 % แต่ในบริษัทขนาดใหญ่กลับไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างขนาดบริษัทและการถือเงินสดแต่มีแนวโน้มความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ทั้งนี้การที่บริษัทถือเงินสดเพิ่มขึ้นเมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับ

แนวคิดของ Pecking Order Theory ที่ว่าเมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้น บริษัทก็จะพยายามสะสมเงินสดไว้มากขึ้นเพื่อใช้เป็นแหล่งเงินทุนภายในซึ่งมีต้นทุนที่ต่ำกว่าการจัดการเงินทุนจากภายนอก ตารางที่ 4.2 ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สมการผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

	Predicted sign	Dependent variable: CASH _{i,t}		
		Total	Small	Large
CASH _{i,t-1}	+	0.761*** 118.269	0.766*** 60.729	0.694*** 54.473
GDP _t	+	0.158*** 5.958	-0.065*** 3.209	0.141*** 4.612
TBILL _t	-	-0.003*** -2.808	-0.002* -1.798	-0.002*** -2.209
TERM _t	+	-0.002* -1.773	-0.002* -1.690	0.000 -0.279
CREDIT _t	+	-0.004*** -2.994	-0.004 -0.963	-0.004** -2.904
SIZE _{i,t}	+, -	0.007*** 2.952	0.021** -2.255	0.003 1.584
CF _{i,t}	-	-0.007*** -3.419	0.003* 1.368	-0.048*** 3.830
LIQ _{i,t}	-	-0.015*** -5.757	-0.010** -2.220	-0.083*** -8.192
LEV _{i,t}	+, -	-0.031*** -7.732	-0.032*** -3.810	-0.073*** -7.922
CAPE _t	-	0.000 -0.508	-0.078** -2.166	-0.066 -4.423
TOBINQ _t	+	0.005*** 3.823	0.011*** 4.575	-0.010** -3.421
R ²		0.822097	0.79128	0.878783
Adjusted R ²		0.813054	0.77693	0.869416
Durbin-Watson stat		2.031034	2.04293	2.071646
F-statistic		125.4897	100.185	207.1539

Prob(F-statistic)	0	0	0
Total observations	369	92	92

6. กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CF)

ผลการศึกษาที่ได้พบว่าการศึกษาจากบริษัททั้งหมดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับการถือเงินสดในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.0067 และในการทดสอบระหว่างบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ก็พบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับการถือเงินสดในทิศทางเดียวกันเช่นเดียวกัน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0028 ในบริษัทขนาดเล็กและ 0.0452 ในบริษัทขนาดใหญ่ ซึ่งการที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับการถือเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order Theory ที่เสนอว่าเมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น บริษัทก็จะสามารถสำรองเงินสดได้เพิ่มขึ้นเพื่อใช้เป็นแหล่งเงินทุนภายในและสามารถต้นทุนทางการเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกได้ ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาของ นพวรรณ (2545) และในการศึกษาของ Opler et al., (1999), Ferreira and Vilele (2004), Couderc(2005) และ Chen and Mahajan (2010) แต่ไม่สอดคล้องกับการศึกษาของ Ozkan 2004

7. สินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิ (LIQ)

สินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการถือเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ โดยจากการทดสอบได้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.01497 ส่วนในการทดสอบบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ได้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.01049 และ -0.08318 ตามลำดับ ซึ่งตรงตามสมมติฐานตามแนวคิด Trade off Theory ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าเมื่อบริษัทมีสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิ เช่น ลูกหนี้ สินค้าคงเหลือ ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่สามารถเปลี่ยนแปลงเป็นเงินสดได้ง่าย และต้นทุนในการเปลี่ยนแปลงเป็นเงินสดต่ำสุด มากขึ้นบริษัทก็จะลดการถือเงินสดลง ทั้งนี้สะท้อนถึงสามารถใช้ทดแทนระหว่างสินทรัพย์สุทธิและเงินสดได้ ดังนั้นเมื่อบริษัทมีสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิมากขึ้น บริษัทก็ไม่จำเป็นต้องถือเงินสดไว้มาก เนื่องจากเมื่อบริษัทขาดแคลนเงินสดบริษัทก็สามารถนำสินทรัพย์หมุนเวียนมาใช้แทนได้ แต่ทั้งนี้จากผลการศึกษาสามารถสังเกตได้ว่าในบริษัทขนาดใหญ่สามารถใช้สินทรัพย์หมุนเวียนทดแทนการถือเงินสดได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ทั้งนี้อาจเป็นเพราะบริษัทขนาดใหญ่มีความสามารถในการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์สภาพคล่องได้ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก การที่ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือเงินสดและ

สินทรัพย์หมุนเวียนสภาพคล่องสุทธิมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ

8. สัดส่วนหนี้สินทั้งหมด (LEV)

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือเงินสดของบริษัททั้งหมดและสัดส่วนหนี้สินพบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.03055 ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% และในการศึกษาบริษัทขนาดเล็กได้ค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.03164 และ -0.07323 ในบริษัทขนาดใหญ่ ทั้งนี้การที่สัดส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการถือเงินสด สอดคล้องกับสมมติฐานตามแนวคิด Pecking order Theory กล่าวคือ การที่บริษัทลดเงินสดลงเมื่อบริษัทมีหนี้สินเพิ่มสูงขึ้นชี้ให้เห็น ประการแรกว่าบริษัทได้เลือกใช้เงินสดไปแล้ว แต่เมื่อไม่เพียงพอจึงใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ ประการที่สองบริษัทที่ยังสามารถก่อหนี้เพิ่มสูงขึ้นได้แสดงว่าบริษัทยังศักยภาพในการจัดหาเงินทุนจากภายนอกได้ดี โดยมีต้นทุนไม่แตกต่างจากการสะสมเงินสดไว้ใช้เอง ซึ่งแตกต่างจากแนวคิดของ Trade off Theory ที่ว่าบริษัทที่มีหนี้สินมากควรถือเงินสดมากขึ้นตามไปด้วยเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการไม่สามารถชำระหนี้สิน ความเสี่ยงในการล้มละลาย นอกจากนี้เรายังสังเกตเห็นว่าบริษัทขนาดใหญ่มีความสัมพันธ์ระหว่างการถือเงินสดของบริษัทและสัดส่วนหนี้สินมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ทั้งนี้อาจเป็นเพราะบริษัทขนาดใหญ่ซึ่งเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายกว่า มีความน่าเชื่อถือกว่าบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นการที่บริษัทเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมเงินเพิ่มสูงขึ้น บริษัทอาจไม่จำเป็นต้องถือเงินสดสำรองไว้เพื่อชดเชยความเสี่ยงมากนัก

9. ค่าใช้จ่ายในการลงทุน (CAPE)

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าใช้จ่ายเพื่อการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์ทั้งหมดกับการถือเงินสดของบริษัททั้งหมดไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติแต่ศึกษาแยกระหว่างบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่พบว่า ในบริษัทขนาดเล็กค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างการถือเงินสดของบริษัทและค่าใช้จ่ายในการลงทุนมีค่าเท่ากับ -0.07771 ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ในขณะที่บริษัทขนาดใหญ่มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.06633 ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% ทั้งนี้สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทจะถือเงินสดลดลงเมื่อมีการใช้จ่ายเพื่อการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิด Pecking Order Theory กล่าวคือเมื่อบริษัทมีการลงทุนบริษัทจะใช้เงินสดเพื่อเป็นแหล่งเงินทุนภายในก่อน ซึ่งขัดแย้งกับแนวคิด Trade off Theory ที่ว่าเมื่อบริษัทลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมากขึ้นจะส่งผลบริษัทมีความเสี่ยงในด้านการลงทุนมากขึ้น

และอาจเกิดเหตุฉุกเฉินหรือความจำเป็นในการใช้เงินในอนาคตประกอบกับการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรอาจส่งต่อกระแสเงินสดได้ ดังนั้นบริษัทควรถือเงินสดเพิ่มขึ้นเพื่อสำรองความเสี่ยงดังกล่าว

10. โอกาสในการเติบโตของบริษัท (TOBINQ)

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือเงินสดของบริษัทและโอกาสในการเติบโตของบริษัทซึ่งคำนวณจาก Tobin's q (คำนวณจากมูลค่าของบริษัทตามราคาตลาดต่อมูลค่าของบริษัทในทางบัญชี) นั้นพบว่าบริษัทจะถือเงินสดเพิ่มขึ้นเมื่อบริษัทมีโอกาสในการเติบโตทางธุรกิจเพิ่มขึ้น โดยค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากทดสอบทั้งจากบริษัททั้งหมด บริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้มีใกล้เคียงกันค่าประมาณ 0.010 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ว่าเมื่อบริษัทมีโอกาสในการเติบโตทางเศรษฐกิจสูงบริษัทจะถือเงินสดเพิ่มขึ้น เนื่องจากการที่เมื่อบริษัทมีโอกาสในการเติบโต โอกาสในการลงทุนแต่บริษัทมีเงินทุนไม่เพียงพอก็จะส่งผลเสียต่อบริษัทเกิดปัญหา Underinvestment เพราะการที่บริษัทจะไปใช้แหล่งเงินทุนภายนอกก็อาจทำให้บริษัทเสียเปรียบหรือมีต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มสูงขึ้นจนไม่สามารถแข่งขันได้

4.2.2 ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สมการผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจต่อการปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมายของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

ในการศึกษาเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจต่อการปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมายของบริษัทจดทะเบียน ได้แบ่งการศึกษาออกไปตามแต่ละเกณฑ์ของภาวะทางเศรษฐกิจ และได้ศึกษาจากบริษัททั้งหมดและแยกศึกษาระหว่างบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ทั้งนี้ในการอธิบายผลการทดสอบจะอธิบายเฉพาะปัจจัยทางเศรษฐกิจต่อการปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมายตามตารางที่ 4.3 ดังนี้

- ผลการทดสอบเมื่อใช้อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเป็นเกณฑ์

เมื่อใช้อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเป็นเกณฑ์ พบว่าในช่วงที่มีอัตราการขยายตัวต่ำสุดเป็นช่วงเวลาที่เศรษฐกิจไม่ดี (ควอไทล์ 1) และให้ช่วงที่มีอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจสูงสุด (ควอไทล์ 4) เป็นช่วงที่เศรษฐกิจดี พบว่าอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจทั้งช่วงเศรษฐกิจไม่ดีและดีมีผลต่อการปรับระดับการถือเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ โดยพบว่าช่วงที่เศรษฐกิจไม่ดีบริษัทมีอัตราการปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมายในสัดส่วนร้อยละ 36.61 ของส่วนต่างระหว่างเงินสดเป้าหมายและเงินสดที่ถือจริง ซึ่งมีการปรับระดับการถือเงินสดเร็วกว่าช่วงที่เศรษฐกิจดีที่มีการปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมายร้อยละ 22.87 ของส่วนต่างระหว่าง

เงินสดเป้าหมายและเงินสดที่ถือจริง ซึ่งการทดสอบเฉพาะในบริษัทขนาดเล็กและในบริษัทขนาดใหญ่ก็ให้ผลการศึกษาในทิศทางเดียวกัน แสดงให้เห็นว่าในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยโตทางเศรษฐกิจต่ำสุดบริษัทจะให้ความสำคัญหรือระมัดระวังต่อการบริหารการถือเงินสดมากกว่าภาวะที่มีอัตราดอกเบี้ยโตทางเศรษฐกิจสูง จึงพยายามปรับระดับการถือเงินสดเข้าใกล้ระดับเป้าหมายเร็วขึ้น ทั้งนี้อาจเป็นเพราะช่วงที่เศรษฐกิจไม่ดี เป็นช่วงที่บริษัทมีรายได้และยอดขาย ประกอบกับโอกาสในการขยายธุรกิจต่ำลง ดังนั้นการถือเงินสดส่วนเกินไว้ ก็ไม่ได้ส่งผลประโยชน์ให้กับบริษัทและผู้ถือหุ้นมากนัก และหากบริษัทถือเงินสดต่ำกว่าระดับที่เหมาะสม ก็อาจทำให้บริษัทประสบปัญหาการขาดแคลนเงินสดได้ ทั้งนี้เนื่องจากช่วงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ บริษัทอาจกลัวความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้น เช่นกระแสเงินสดไม่เป็นตามเป้าหมาย บริษัทไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอก เป็นต้น จึงพยายามรักษาระดับการถือเงินให้เหมาะสมเพื่อให้เพียงพอต่อการดำเนินงานและสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน

- ผลการทดสอบเมื่อใช้อัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลัง 3 เดือนเป็นเกณฑ์

เมื่อใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นเกณฑ์ในการพิจารณา พบว่าในช่วงที่มีอัตราดอกเบี้ยสูง (ควอไทล์ 4) บริษัทจะปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่เป้าหมายในสัดส่วนร้อยละ 23.71 ของส่วนต่างระหว่างการถือเงินสดจริงกับเงินสดระดับเป้าหมาย และในบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่จะปรับระดับเข้าสู่ระดับการถือเงินสด ได้ร้อยละ 15.22 และ 34.38 ตามลำดับ ส่วนในช่วงที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำสุด การปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่เป้าหมายอยู่ที่ระดับร้อยละ 19.43 ของส่วนต่างระหว่างการถือเงินสดจริงกับเงินสดระดับเป้าหมาย ส่วนบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่มีค่าเท่ากับ 20.31% และ 37.05% ตามลำดับ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยสูงบริษัทจะพยายามปรับระดับเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมาย เร็วกว่าในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยต่ำ ทั้งนี้แสดงให้เห็นว่าเมื่อต้นทุนทางการเงินเพิ่มสูงมากบริษัทจะระมัดระวังการถือเงินสดมากขึ้น โดยหากบริษัทมีเงินสดส่วนเกินก็จะพยายามลดการถือเงินสดลง เนื่องจากช่วงเวลาดังกล่าวบริษัทมีต้นทุนค่าเสียโอกาสสูงมาก ดังนั้นถ้าบริษัทถือเงินสดไว้ส่วนเกินไว้มากเกินไปก็จะทำให้บริษัทเสียโอกาสได้ แต่หากบริษัทที่เงินสดต่ำกว่าระดับเป้าหมายมากเกินไป การจัดหาเงินทุนจากภายนอกก็อาจจะทำให้บริษัทมีต้นทุนทางการเงินสูงมากขึ้น และอาจส่งผลกระทบต่อการแข่งขันและการลงทุนในโครงการต่างๆ

ตารางที่ 4.2 ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สมการผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจต่อปรับระดับการถือเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

	บริษัททั้งหมด		บริษัทขนาดเล็ก		บริษัทขนาดใหญ่	
	เศรษฐกิจดี	เศรษฐกิจไม่ดี	เศรษฐกิจดี	เศรษฐกิจไม่ดี	เศรษฐกิจดี	เศรษฐกิจไม่ดี
CASH(-1)	0.758***	0.800***	0.76550	0.80968***	0.69095	0.74077***
CASH(-1)*dummy GDP	0.013*	-0.166***	0.00459	-0.20660***	0.01402	-0.12133***
Speed of adjustment	22.87%	36.61%	22.87%	36.61%	29.50%	38.06%
CASH(-1)	0.732***	0.761***	0.70071***	0.75902***	0.70775***	0.69770***
CASH (-1)*dummy TBILL	0.074***	0.002	0.14706***	0.03784*	-0.05153***	-0.06821***
Speed of adjustment	19.43%	23.71%	15.22%	20.31%	34.38%	37.05%
CASH (-1)	0.767***	0.794***	0.77374***	0.82487***	0.7047***	0.7009***
CASH (-1)*dummy TERM	-0.029***	-0.112***	-0.03980*	-0.18129***	-0.0233*	-0.0504***
Speed of adjustment	26.25%	31.80%	26.61%	35.64%	31.86%	34.95%
CASH (-1)	0.763	0.754	0.76166	0.74517***	0.69660	0.70622***
CASH (-1)*dummy CREDIT	-0.006	0.018**	0.02865	0.04979***	-0.00962	-0.06352***
Speed of adjustment	24.32%	22.81%	20.97%	20.50%	31.30%	35.73%

- ผลการทดสอบเมื่อใช้ส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 10 ปี และอัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลัง 3 เดือนเป็นเกณฑ์

การปรับระดับการถือเงินสดเมื่อใช้ความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนระหว่างพันธบัตรรัฐบาล 10 ปีและตัวเงินคงคลังอายุ 3 เดือน (Term Spread) ซึ่งเป็นดัชนีชี้วัดถึงการคาดการณ์เศรษฐกิจในอนาคต โดยพบว่าช่วงที่มีความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนระหว่างพันธบัตรรัฐบาล 10 ปีและตัวเงินคงคลังอายุ 3 เดือนสูงสุด ซึ่งมักคาดการณ์ว่าเป็นช่วงที่เศรษฐกิจเริ่มขยายตัวสูงขึ้น บริษัทจะปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมายประมาณร้อยละ 26.23 ของส่วนต่างระหว่างเงินสดที่ถืออยู่จริงกับระดับเงินสดเป้าหมาย และ 26.61 % และ 35.64% ในบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ตามลำดับ ส่วนในช่วงที่มีความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนระหว่างพันธบัตรรัฐบาล 10 ปีและตัวเงินคงคลังอายุ 3 เดือนต่ำสุดบริษัทจะปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมายประมาณร้อยละ 31.82 ของส่วนต่างระหว่างเงินสดที่ถืออยู่จริงกับระดับเงินสดเป้าหมาย และ 35.64 % และ 31.86 ในบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ตามลำดับซึ่งจะเห็นได้ว่าช่วงที่มี Term Spread ต่ำ ซึ่งเป็นช่วงที่มีแนวโน้มว่าเศรษฐกิจจะเริ่มหดตัว บริษัทจะปรับระดับการถือเงินสดเข้าใกล้ระดับเป้าหมายในสัดส่วนที่มากกว่าช่วงที่เศรษฐกิจมีแนวโน้มการขยายตัว ทั้งนี้แสดงให้เห็นว่าเมื่อเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัว บริษัทจะมีความกังวลและพยายามรักษาระดับเงินสดเป้าหมาย เพราะบริษัทอาจคาดว่าเมื่อเศรษฐกิจชะลอ บริษัทจะจัดหาเงินทุนจากภายนอกยากลำบากมากขึ้นจึงพยายามถือเงินสดเพิ่มขึ้นหากบริษัทถือเงินสดต่ำกว่าเป้าหมาย และขณะเดียวกันหากบริษัทมีเงินสดช่วงเกินไป บริษัทก็จะลดการถือเงินสดลงเพราะคาดว่าโอกาสในการลงทุนในอนาคตลดต่ำลง บริษัทจึงไม่จำเป็นต้องถือเงินสดไว้มากนักพร้อมกันนั้นจึงนำเงินสดไปลงทุนในช่วงเวลาปัจจุบันซึ่งให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าการลงทุนในอนาคต

- ผลการทดสอบเมื่อใช้ส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 10 ปี และอัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลัง 3 เดือนเป็นเกณฑ์

พฤติกรรมการปรับระดับการถือเงินสดเมื่อใช้ความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ภาคเอกชนระหว่างหุ้นกู้ที่มีระดับความน่าเชื่อถือ AA และ BBB (Credit Spread) เพื่อทดสอบถึงภาวะตลาดการเงินต่อการถือเงินสดของบริษัท ซึ่งพบว่าช่วงที่อัตราผลตอบแทนหุ้นกู้เอกชนระดับความน่าเชื่อถือ AA แตกต่างจากอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้เอกชนระดับความน่าเชื่อถือ BBB สูงสุด ซึ่งแสดงว่าช่วงดังกล่าวที่ภาวะดีตัวมากขึ้น นักลงทุนเรียกร้องอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงเพิ่มสูงขึ้น บริษัทจะปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมายในสัดส่วนร้อยละ 24.36 ของ

ความต่างระหว่างเงินสดที่ถืออยู่จริงกับระดับเงินสดเป้าหมาย แต่ช่วงที่อัตราผลตอบแทนหุ้นกู้
เอกชนระดับความน่าเชื่อถือ AA แตกต่างจากอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้เอกชนระดับความน่าเชื่อถือ
BBB ต่ำสุด ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์การปรับระดับการถือเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

ในบทนี้เป็นการสรุปผลการศึกษาผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทย ข้อเสนอแนะ รวมถึงข้อจำกัดในการศึกษาครั้งนี้ และข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาเพิ่มเติมต่อไปในอนาคต

5.1 สรุปผลการศึกษา

การบริหารการถือเงินสดของธุรกิจถือว่ามีส่วนสำคัญอย่างยิ่งต่อการดำเนินธุรกิจ ทั้งนี้ เพราะหากเงินสดขาดมือก็อาจทำให้บริษัทประสบปัญหาเกี่ยวกับการผลิต การชำระหนี้สินให้เจ้าหนี้ ตลอดจนขาดความน่าเชื่อถือจากผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง แต่หากบริษัทถือเงินสดมากเกินไปก็อาจส่งผลให้บริษัทมีต้นทุนเสียโอกาสเพิ่มสูงขึ้น และส่งผลการดำเนินของผู้บริหารได้หากผู้บริหารมีแนวโน้มการบริหารธุรกิจเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง ดังนั้นบริษัทจะถือเงินสดให้เพียงพอและเหมาะสมจึงเป็นเรื่องที่ยากยิ่ง ประกอบกับปัจจุบันภาวะเศรษฐกิจด้านมหภาค คือ อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ย แนวโน้มทางเศรษฐกิจในอนาคตและสภาพคล่องของตลาดการเงินที่มีความผันผวนและส่งผลกระทบต่อธุรกิจมากยิ่งขึ้น

งานศึกษานี้จึงได้ศึกษาถึงภาวะเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ไม่รวมธุรกิจทางการเงิน ระหว่างไตรมาส 1 ปี 2544 ถึงไตรมาส 4 ปี 2552 ซึ่ง และใช้การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ ด้วยวิธี Panel Least Square แบบ Fixed Effect Model สามารถสรุปความสัมพันธ์ได้ดังต่อไปนี้

อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์กับการถือเงินสดในทิศทางเดียวกัน แสดงให้เห็นว่าเมื่อเศรษฐกิจดีขึ้นบริษัทจะถือเงินสดสำรองไว้เพิ่มขึ้นเพื่อรองรับกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎี Pecking Order Theory นอกจากนี้อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจยังมีอิทธิพลต่อการปรับระดับการถือเงินสดของบริษัทด้วย โดยจากการศึกษาพบว่าในช่วงเวลาที่เศรษฐกิจมีอัตราการเจริญเติบโตต่ำสุดบริษัทจะปรับระดับการถือเงินสดเข้าใกล้ระดับเป้าหมายได้เร็วกว่าช่วงเวลาที่เศรษฐกิจมีอัตราการขยายตัวสูง ทั้งนี้อาจเป็นเพราะบริษัทเริ่มกลัว

ความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นจากภาวะเศรษฐกิจ ทำให้บริษัทมีความกังวลต่อระดับการถือเงินสด จึงมีความระมัดระวังต่อการบริหารเงินสด และถือเงินสดในระดับที่เหมาะสมมากยิ่งขึ้น

อัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลังซึ่งเสมือนเป็นต้นทุนค่าเสียโอกาสในการถือเงินสดของบริษัท พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการถือเงินสดของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Trade off Theory ที่กล่าวว่าเมื่อบริษัทมีต้นทุนในการถือเงินทั้งต้นทุนในการจัดหาเงินทุนและต้นทุนค่าเสียโอกาสเพิ่มขึ้น บริษัทจะถือเงินสดลดต่ำลงเพราะหากถือเงินสดซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนต่ำสุด ก็จะทำให้ Marginal สูงขึ้น และจากการทดสอบอัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลังต่อการปรับระดับการถือเงินสดพบว่าส่วนที่อัตราผลตอบแทนตัวเงินคงคลังสูงสุดบริษัทจะปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมายได้ดีกว่าช่วงที่มีอัตราตัวเงินคงคลังต่ำสุด ทั้งนี้เป็นเพราะช่วงที่อัตราตัวเงินคงคลังสูงสุดสะท้อนทั้งต้นทุนค่าเสียโอกาสที่สูงขึ้น และการจัดหาเงินทุนจากภายนอกก็จะมีต้นทุนเพิ่มขึ้นตาม ดังนั้นเมื่อบริษัทมีเงินสดส่วนเกินก็จะพยายามลดเงินสดลง แต่หากบริษัทมีเงินสดไม่เพียงพอก็จะเพิ่มการถือเงินสดขึ้นเพราะการจัดหาเงินทุนภายนอกต้นทุนเพิ่มสูงขึ้น

ทิศทางเศรษฐกิจหรือแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยในอนาคต ซึ่งวัดจากส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และตัวเงินคงคลังอายุ 3 เดือน (Term Spread) นั้นพบว่ามีความสัมพันธ์กับการถือเงินสดในทิศทางตรงข้าม ซึ่งสะท้อนว่าเมื่อนักลงทุนคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจจะแย่ (Term spread สูง) บริษัทจะถือเงินสดเพิ่มขึ้น ทั้งนี้อาจเป็นเพราะบริษัทอาจกลัวความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นจากภาวะเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มถดถอยในอนาคต และในการทดสอบ Term Spread ต่อการปรับระดับการถือเงินสดของบริษัท ก็พบว่าในภาวะเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มว่าเศรษฐกิจในอนาคตจะถดถอย บริษัทจะทำการปรับระดับการถือเงินสดเข้าสู่ระดับเป้าหมายเร็วช่วงที่มีการคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจจะดีขึ้น

สภาพคล่องของตลาดการเงินซึ่งศึกษาจากส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ภาคเอกชนระดับความน่าเชื่อถือ AA และ BBB (Credit Spread) พบว่ามีความสัมพันธ์กับการถือเงินสดในทิศทางตรงข้าม ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเมื่อต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้น นักลงทุนคาดว่า การปล่อยหุ้นจะมีความเสี่ยงมากขึ้น บริษัทจึงใช้เงินสดจากภายในก่อนการจัดหาเงินสดจากภายนอก

5.2 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

จากผลการศึกษาในครั้งนี้ แสดงให้เห็นถึงผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจที่มีต่อการถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทย โดยจากการศึกษาพบว่าบริษัทไม่ได้ถือเงินสดเพิ่มขึ้นในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่าบริษัทจะปรับระดับการถือเงินสดให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม ดังนั้นจากแนวทางการบริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จึงเป็นแนวทางให้บริษัทขนาดเล็กและ ภาครัฐ ต่อมีข้อเสนอแนะเชิงนโยบายดังนี้

1. ภาครัฐควรสนับสนุนและให้ความรู้ทางการเงิน ทิศทางเศรษฐกิจแก่เจ้าของกิจการขนาดเล็ก เพื่อให้ผู้บริหารรู้ถึงทิศทางเศรษฐกิจและแนวโน้มการบริหารทางการเงิน
2. รัฐบาลควรเพิ่มช่องทางการเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานและความเสี่ยงให้แก่ผู้ฝากเงิน เพื่อเพิ่มแรงจูงใจแก่ธนาคารพาณิชย์ในการบริหารความเสี่ยงและความมั่นคง นอกจากนี้ยังช่วยเพิ่มแรงจูงใจในการรักษาผลประโยชน์ของผู้ฝากเงินรายย่อย แต่อย่างไรก็ตาม รัฐบาลยังคงต้องรักษาระดับการเปิดเผยข้อมูลเพื่อนักลงทุนด้วย

5.3 ข้อจำกัดในการศึกษาและข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งต่อไป

1. การศึกษาครั้งนี้อาจมีขอบเขตของการศึกษาที่น้อยเกินไป ไม่ครอบคลุมช่วงเวลาที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจในประเทศไทย (วิกฤติเศรษฐกิจต้มยำกุ้ง) โดยตรง ครอบคลุมแต่ช่วงเวลาที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจทางการเงินของสหรัฐอเมริกาที่ส่งผลกระทบต่อประเทศไทย ดังนั้นอาจทำให้ผลการศึกษาไม่สะท้อนการถือเงินสดของบริษัทในช่วงที่มีวิกฤติเศรษฐกิจ

2. ตัวแปรด้านสภาพคล่องของตลาดการเงิน ซึ่งคำนวณจากส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้ภาคเอกชน AA และ BBB อาจสะท้อนข้อมูลได้ไม่ครบถ้วนทั้งนี้เพราะตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทยมีสภาพคล่องต่ำ

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

ฐาปนา นิมิไพศาล. 2551. การเงินธุรกิจ. กรุงเทพมหานคร: หจก. ยงผลเทรดดิ้ง.

นพวรรณ โอภาณุรักษ์. 2545. พฤติกรรมการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทในประเทศไทย.
วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

สุชาดา มนูญพงศ์พันธ์ 2551. การศึกษาการตัดสินใจการถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทย.
วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, สาขาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ภาษาอังกฤษ

Alimov, A., & Mikkelsen, W. (2010). Economic Conditions and the Value of Cash Holdings.

Almeida, H., M. Campello, M. Weisbach. 2004. The cash flow sensitivity of cash. Journal of Finance. 59(4):1777-1804

Arellano, M., Bond S. 1991. Some test of specification for panel data: Monte Carlo evidence and application to employment equations. Review of Economic Studies 58: 227-297.

Ammann, M., Oesch, D., and M. M. Schmid, 2011, Corporate governance and firm value: International evidence, Journal of Empirical Finance 18: 36-55.

Autore, D. and T. Kovacs, 2005, The Pecking Order Theory and Time-Varying Adverse Selection Costs, Working paper, Virginia Tech, Department of Finance.

Bates, T. W., K. M. Kahle, R. M. Stulz. 2009. Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash Than Used To?. Journal of Finance 42:124 -159

Baum, C., M. Caglayan, and N. Ozkan, 2006, The impact of macroeconomic uncertainty on cash holdings for non-financial firms. Review of Finance Economics 15:289-304

- Baumol, W. J. 1952. The transactions demand for cash: An inventory theoretic approach. Quarterly Journal of Economics 66: 241–247
- Bruinshoofd, W. 2009. Nonlinear target adjustment in corporate liquidity management: an endogenous thresholds approach. Applied Economics 41 (17): 2125-2131
- Bover and Watson .2005. Are there economies of scale in the demand for money by firms? Some panel data estimates. Journal of Monetary Economics 52: 1569–1589
- Cristina Martínez-Sola, Pedro J. García-Teruel and Pedro Martínez-Solano. 2010. Corporate cash holding and firm value. Applied Economics 45(2): 161-170
- David J. Denis, Valeriy Sibilkov.2010. Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings. Review of Financial Studies 23: 247-269.
- Dittmar, A., J. Mahrt-Smith. 2007. Corporate governance and the value of cash holdings. Journal of Financial Economics 83 (3): 599-634
- Dittmar, Amy K., & Duchin, Ran .2010. The Dynamics of Cash. Ross School of Business Paper No.1138.
- Douglas O. Cook, Tian Tang, 2010. Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed. Journal of Corporate Finance 16 (1):73-87
- Ferreira, M., A. Vilela. 2004. Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. European Financial Management 10 (2): 295-319
- Ginglinger, E. and K. Saddour. 2008. Cash constraint corporate governance and Financial constrain Working Paper
- Guney, Y., Ozkan, A. and Ozkan, N. 2006. International Evidence on the Non-linear Impact of Leverage on Corporate Cash Holdings. Journal of Multinational Financial Management 15:80-105

- Harford, Jarrad. 1999. Corporate cash reserves and acquisitions. The Journal of Finance 54, 1969-1997.
- Harford, J., S. Mansi, and W. Maxwell. 2008. Corporate governance and firm cash holdings in the US. Journal of Financial Economics 87: 535-555
- Huang, P. and Y. Zhang .2007. Corporate Transparency and Cash Holdings: An International Perspective. Working paper
- Jean-François Kagy. 2001. Changes in the Opportunity Cost of Cash: A Solution to the Corporate Cash Hoarding Puzzle. Working paper
- Jensen, M. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review 76 (2): 323-329
- Kim, C., Mauer, D., & Sherman, A. 1998. The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. Journal of Financial and Quantitative Analysis 33:335–359
- Lian, Y., Y. XU, K. Zhou. 2010. How and Why Do Firm Adjust Their Cash Holding toward Targets? Evidence from China, Working Paper seires
- Liu, J.-T., Tsou, M.-W., & Wang, P. 2008. Differential cash constraints, financial leverage and the demand for money: Evidence from a complete panel of Taiwanese firms. Journal of Macroeconomics 30: 523–542
- Mikkelson, W., and M. Partch. 2003. Do persistent large cash reserves hinder performance? Journal of Financial and Quantitative Analysis 38:275-294
- Miller, Merton H., and Daniel Orr, 1966, A model of the demand for money by firms, Quarterly Journal of Economics 80, 413–435.
- Mulligan, C. B. 1997. Scale economies, the value of time and the demand for money: on gitudinal evidence from firms. The Journal of Political Economy 105: 1061–1079.

- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, R. Williamson. 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. Journal of Financial Economics 52 (1): 3-46.
- Ozkan, A., N. Ozkan. 2004. Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. Journal of Banking & Finance 28 (9): 2103-2134.
- Rajan, Raghuram G & Zingales, Luigi .1995. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. Journal of Finance 50(5): 1421-60
- Ross, S., Westerfield, R., and Jaffe, J. 1993. Corporate finance. 3rd Edition. New Jersey: McGraw-Hill.
- Ryland Thomas .1997. The Demand for M4: A Sectoral Analysis Part 2 - The Corporate Sector
Bank of England 1997
- Venkat Subramaniam, Tony T. Tang, Heng Yue and Xin Zhou. 2011. Firm structure and corporate cash holdings. Journal of Corporate Finance 17:759-773
- Whited, T. and G. Wu. 2006. Financial constraints risk. Review of Financial Studies 19: 531-559.
- Zhan Jianga and Erik Lieb Cash Holding Adjustments and Firm Entrenchment

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา

ตารางที่ ก.1

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาพิจารณาจำนวนบริษัททั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา

Correlation											
	CAP	CASH1	CF	GDP	LEV	LIQ	SIZE	SPREAD	T_BILL	TERM	TOBIN
CAP	1										
CASH1	0.01562	1.00000									
CF	0.16839	0.00581	1.00000								
GDP	0.00575	0.01425	0.00199	1.00000							
LEV	-0.00389	-0.13753	-0.00968	-0.02375	1.00000						
LIQ	-0.00125	0.00276	0.00146	0.02051	-0.69429	1.00000					
SIZE	-0.00800	-0.10439	-0.04923	-0.00401	0.05786	-0.02670	1.00000				
SPREAD	-0.00792	-0.00376	-0.00659	-0.06048	-0.02735	0.02446	0.01815	1.00000			
T_BILL	-0.00329	-0.02765	-0.00318	0.04492	-0.02507	0.02399	0.02552	0.09025	1.00000		
TERM	0.01729	0.01443	0.01463	0.13814	0.04640	-0.03527	-0.03508	-0.17734	-0.68142	1.00000	
TOBIN	0.05446	0.01689	0.32084	-0.00513	0.06157	-0.05343	-0.01789	0.04278	-0.00254	0.00531	1.00000

ตารางที่ ก.2

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาพิจารณาจำนวนบริษัทขนาดใหญ่ที่ใช้ในการศึกษา

	CASH	CF	CAP	GDP	LEV	LIQ	SIZE	CREDIT	T_BILL	TERM	TOBIN
CASH	1.00000										
CF	-0.00701	1.00000									
CAP	-0.00593	0.71643	1.00000								
GDP	0.01654	0.00420	0.01434	1.00000							
LEV	-0.18480	-0.01075	-0.00853	-0.01594	1.00000						
LIQ	0.01160	0.00348	0.00100	0.00342	-0.57242	1.00000					
SIZE	-0.02199	-0.24470	-0.24082	-0.00342	-0.02040	0.05126	1.00000				
CREDIT	0.01149	-0.01357	-0.01273	-0.06225	-0.04756	0.02513	0.06017	1.00000			
T_BILL	-0.01551	-0.00640	-0.00472	0.04494	-0.04938	0.02840	0.11349	0.09087	1.00000		
TERM	-0.01010	0.02961	0.03043	0.13730	0.07048	-0.03125	-0.11741	-0.17966	-0.68039	1.00000	
TOBIN	0.02248	0.66912	0.70011	0.00768	0.05749	-0.04239	-0.27035	-0.01043	-0.00537	0.03613	1.00000

ตารางที่ ก.3

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาพิจารณาจำนวนบริษัทขนาดเล็กที่ใช้ในการศึกษา

	CASH	CAP	CF	GDP	LEV	LIQ	SIZE	CREDIT	T_BILL	TERM	TOBIN
CASH	1.00000										
CAP	0.04703	1.00000									
CF	0.38967	0.22070	1.00000								
GDP	0.00457	0.13220	0.01081	1.00000							
LEV	-0.18369	0.00974	-0.18284	-0.02977	1.00000						
LIQ	-0.06598	-0.07221	-0.06564	0.02579	-0.66266	1.00000					
SIZE	-0.07853	0.03023	0.06389	-0.00748	0.09680	-0.09784	1.00000				
CREDIT	-0.01892	0.01056	0.01914	-0.06486	-0.03665	0.02168	0.03452	1.00000			
T_BILL	-0.04315	0.03958	0.00421	0.04099	-0.02363	-0.00716	0.04046	0.09517	1.00000		
TERM	0.04762	-0.02440	-0.01577	0.13458	0.06601	-0.00682	-0.06636	-0.18799	-0.67348	1.00000	
TOBIN	0.48896	0.16385	0.45214	0.04821	0.08887	-0.19224	0.01337	0.02672	0.05700	0.00398	1.00000

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวจุฑาภรณ์ บุษตันพฤกษ์ เกิดเมื่อวันที่ 3 พฤษภาคม 2526 ที่จังหวัดนครศรีธรรมราช
สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ ในปี 2548 และเข้า
ศึกษาหลักสูตรเศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปีพ.ศ.2552