

บทที่ 6

สรุปและข้อเสนอแนะ

6.1 สรุปผลการศึกษา

บริษัทในประเทศไทย มีพฤติกรรมการถือสินทรัพย์สภาพคล่องให้เป็นไปตามระดับเป้าหมาย กล่าวคือ หากในช่วงเวลานี้ระดับสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทเพิ่มขึ้นสูงกว่า (ลดลงต่ำกว่า) ระดับเป้าหมาย ในช่วงเวลานี้ระดับสินทรัพย์สภาพคล่องจะถูกปรับลดลง (ปรับเพิ่มขึ้น) เพื่อให้เข้าสู่ระดับเป้าหมายที่บริษัทได้ตั้งไว้ อย่างไรก็ตาม แม้จะไม่ทราบว่าจะระดับเป้าหมายนี้คือระดับสินทรัพย์สภาพคล่องที่เหมาะสมของบริษัทหรือไม่ แต่สิ่งนี้อาจทำให้สามารถแน่ใจได้ในระดับหนึ่งถึงความสามารถในการอธิบายของทฤษฎี Static Tradeoff ที่เชื่อว่าบริษัทมีระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องที่เหมาะสม โดยถูกกำหนดจากปัจจัยทางด้านประโยชน์และต้นทุนในการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง ในขณะที่เดียวกัน ผลการศึกษานี้ก็ไม่ได้ขัดแย้งกับทฤษฎี Financing Hierarchy ที่เชื่อว่าปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทที่แท้จริงน่าจะเกิดจากกระแสเงินสดที่ไหลเข้าออกในกิจการมากกว่า เพราะทฤษฎีนี้ไม่ได้คำนึงถึงการมีระดับสินทรัพย์สภาพคล่องที่เหมาะสม แต่เชื่อว่าอาจมีหรือไม่มีก็ได้ โดยภายหลังจากที่ได้ทำการทดสอบปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดระดับสินทรัพย์สภาพคล่องอันเป็นเป้าหมายของบริษัท พบว่าผลการศึกษาสอดคล้องกับทฤษฎี Financing Hierarchy มากกว่าทฤษฎี Static Tradeoff กล่าวคือทิศทางของกระแสเงินสดที่ไหลเข้าออกจากกิจการมีผลในการกำหนดระดับสินทรัพย์สภาพคล่องโดยตรง มากกว่าจะเป็นปัจจัยที่มากกระทบทางด้านประโยชน์และต้นทุนในการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง โดยพอจะสรุปถึงปัจจัยสำคัญที่มีผลกระทบต่อระดับสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัท ได้ดังนี้

- 1) กลุ่มปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดที่ไหลเข้าออกในกิจการโดยตรง ตามสมมติฐานของทฤษฎี Financing Hierarchy อันได้แก่ กระแสเงินสดรับ ค่าใช้จ่ายในการลงทุน และเงินลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิ กล่าวคือ ในช่วงที่บริษัทมีกระแสเงินสดรับจากการดำเนินงานมาก ระดับสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทจะเพิ่มขึ้นอย่างสำคัญ แต่ในช่วงที่บริษัทมีกระแสเงินสดจ่ายสูง อันได้แก่ ค่าใช้จ่ายในการลงทุน หรือเงินลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิ ระดับสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทจะลดต่ำลง

2) ขนาดบริษัท โดยหากบริษัทยังมีขนาดใหญ่ ยิ่งต้องถือสินทรัพย์สภาพคล่องในสัดส่วนที่มากกว่าบริษัทเล็ก ทั้งนี้จึงไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงความประหยัดจากขนาดในการบริหารสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทตามทฤษฎี Static Tradeoff ตรงกันข้าม แสดงให้เห็นถึงความจำเป็นในการถือเงินสดเพื่อไว้ใช้สำหรับการทำธุรกรรมและเพื่อไว้ใช้ในยามฉุกเฉินในสัดส่วนที่ยิ่งมากขึ้นของบริษัทที่มีขนาดใหญ่

3) ความแปรปรวนของกระแสเงินสดรับ โดยหากยิ่งบริษัทมีความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดรับมากขึ้นเท่าไร บริษัทต้องยิ่งพยายามดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องไว้ในระดับสูงมากขึ้นเท่านั้น เพื่อเป็นการสำรองเผื่อไว้หากเงินสดขาดมือ สอดคล้องกับทฤษฎี Static Tradeoff แต่ในทฤษฎี Financing Hierarchy ไม่ได้มีการอธิบายไว้

4) ปัจจัยด้านการจ่ายเงินปันผล โดยจากผลการศึกษพบว่า บริษัทจะมีการกักสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนหนึ่งไว้เพื่อจ่ายเงินปันผลตอนปลายปี ทำให้ในแต่ละไตรมาสของปีที่มีการจ่ายเงินปันผล บริษัทจะมีระดับสินทรัพย์สภาพคล่องในสัดส่วนที่สูงกว่าปีที่ไม่ได้มีการจ่ายเงินปันผล สอดคล้องกับทั้งทฤษฎี Static Tradeoff และ Financing Hierarchy

อย่างไรก็ดี เราพบว่ามีเพียงปัจจัยเดียวที่ไม่มีผลกระทบต่อระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นคือ โอกาสในการเติบโต (ตัวแปร MBRAT) ซึ่งอาจทำให้สามารถตีความได้ 2 กรณี คือ บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูง อาจไม่ได้พยายามรักษาระดับสินทรัพย์สภาพคล่องให้อยู่ในระดับสูงตามค่าเสียโอกาสในการลงทุนที่สูงขึ้นหากเกิดการขาดแคลนเงินสด ตามการคาดการณ์ของทฤษฎี Static Tradeoff หรืออาจเป็นไปได้อีกทางหนึ่งว่า บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำ กลับพยายามดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องให้อยู่ในระดับที่สูงด้วย ตามสมมติฐานของ Stulz (1990) ที่คาดว่าบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำเหล่านี้ เป็นบริษัทที่กู้เงินได้ยาก จึงพยายามถือสินทรัพย์สภาพคล่องไว้ในระดับสูง เพื่อนำไปใช้จ่ายลงทุน และนำมาซึ่งปัญหา Agency Cost ด้วยเหตุที่ การใช้เงินทุนเหล่านี้ทำให้ไม่ถูกควบคุมโดยตลาดทุน การนำแหล่งเงินทุนภายในไปใช้จ่ายจึงมักเป็นไปอย่างไม่มีประสิทธิภาพ ซึ่งตามสมมติฐานดังกล่าวนี้เองได้สอดคล้องกับงานศึกษาในขั้นต่อไปที่ทดสอบเกี่ยวกับปัญหา Agency Cost ในการบริหารสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินของบริษัท

ผลการศึกษพบว่า ในบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำ ระดับสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกิน มีผลในการกำหนดระดับค่าใช้จ่ายลงทุนในช่วงเวลาถัดไปอย่างมีนัยสำคัญ โดย

เฉพาะหากยิ่งสินทรัพย์ส่วนเกินอยู่ในระดับที่สูงมาก ก็จะมีผลกระทบต่อระดับค่าใช้จ่ายลงทุนที่สูงมาก และจะมีการนำไปแบ่งจ่ายเงินปันผลเพียงในระดับหนึ่ง ซึ่งต่างกับบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูง โดยสิ้นเชิง ที่ระดับสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกิน ไม่มีส่วนกำหนดระดับค่าใช้จ่ายลงทุนในช่วงเวลา ถัดไปอย่างมีนัยสำคัญเลย สิ่งนี้จึงเป็นการยืนยันให้เห็นถึงปัญหา Agency Cost ในการบริหารสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัท ที่มีการพยายามถือสินทรัพย์สภาพคล่องไว้ในระดับส่วนเกิน เพื่อนำไปใช้จ่ายลงทุน แม้ว่าบริษัทจะมีโอกาสในการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนต่ำก็ตาม สิ่งนี้เอง จึงสร้างให้เกิดเป็นต้นทุนแก่ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนจากภายนอกของบริษัท แลกกับผลประโยชน์อัน ฝ่ายบริหารจะได้รับจากการมีความเป็นอิสระในการตัดสินใจและอำนาจจากทรัพยากรที่เพิ่มขึ้น พร้อมกันกับเป็นการช่วยลดความเสี่ยงของการเกิดภาวะตึงตัวทางการเงินของบริษัทให้กับฝ่ายบริหาร ด้วยเหตุนี้ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนภายนอก จึงจำเป็นต้องให้ความระมัดระวังในโครงการลงทุนของบริษัทที่มีพฤติกรรมเช่นนี้เป็นพิเศษ และคอยตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารโดยเฉพาะที่ เกี่ยวกับการบริหารสินทรัพย์สภาพคล่องและการใช้จ่ายลงทุน เพื่อหลีกเลี่ยงผลเสียและต้นทุนที่ทำให้ได้รับผลตอบแทนไม่คุ้มกับเงินลงทุนที่เสียไป

6.2 ข้อจำกัดในการศึกษา

ในงานศึกษานี้มีข้อจำกัดหลายประการที่ส่งผลกระทบต่อผลการศึกษาดังต่อไปนี้

1. ข้อมูลที่สามารถรวบรวมได้จากแหล่งข้อมูลที่นำเชื่อถือคือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีระยะเวลาที่สั้นเกินไป คือ 9 ปี จึงทำให้นักศึกษาครั้งนี้ที่จำเป็นต้องใช้ข้อมูลอนุกรมเวลามาทดสอบ จำต้องใช้ข้อมูลเป็นรายไตรมาส จึงทำให้อาจมีความเหมาะสมและความถูกต้องน้อยกว่าการใช้ข้อมูลรายปี ซึ่งผ่านการตรวจทานหลายครั้งจากผู้ตรวจสอบบัญชีและมีการปรับปรุงแก้ไขงบประมาณปีมาแล้ว ทำให้งบการเงินรายไตรมาสมีความถูกต้องและน่าเชื่อถือน้อยกว่าข้อมูลรายปี จึงอาจส่งผลกระทบต่องานศึกษาครั้งนี้ ให้มีความคลาดเคลื่อนได้
2. การขาดแหล่งข้อมูลสำหรับนำข้อมูลมาคำนวณตัวแปรที่จะใช้ในการศึกษา อันได้แก่ ข้อมูลค่าเสื่อมราคารายไตรมาส ทั้งนี้เนื่องจากงบกระแสเงินสดในปีหลัง ๆ จะถูกเก็บเป็นเฉพาะแต่รายปีเท่านั้น แต่เนื่องด้วยข้อมูลที่ใช้ในงานศึกษานี้ เป็นข้อมูลรายไตรมาส ทำให้การคำนวณค่าเสื่อมราคา จำต้องอาศัยการเฉลี่ยของข้อมูล

รายปี ให้เป็นรายไตรมาส ดังนั้น ตัวแปรกระแสเงินสดและค่าใช้จ่ายในการลงทุนที่ใช้ในงานศึกษานี้ จึงอาจมีค่าคลาดเคลื่อนจากความเป็นจริงไปบ้าง

6.3 ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

เนื่องจากในงานศึกษาครั้งนี้ มุ่งที่จะพิสูจน์เพียงว่าบริษัทมีระดับสินทรัพย์สภาพคล่องที่เหมาะสม โดยถูกกำหนดด้วยปัจจัยต่าง ๆ ดังนั้นจึงน่าจะเป็นประโยชน์มากกว่า หากในงานศึกษาครั้งต่อไป จะมุ่งศึกษาเพื่อหาระดับการลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่องที่เหมาะสมของบริษัทในประเทศไทย เพื่อเป็นแบบจำลองที่มีประโยชน์ต่อบริษัทในประเทศไทย ในการบริหารสินทรัพย์เพื่อให้ไปสู่ระดับที่เหมาะสม อันอาจทำให้บริษัทโดยรวมได้รับประโยชน์สูงขึ้น



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย