

บทที่ 2

วรรณกรรมปริทัศน์

ภายหลังจากที่ได้ศึกษาแนวคิดและงานวิจัยเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับวัตถุประสงค์ของงานศึกษานี้แล้ว ผู้ศึกษาสามารถแบ่งวรรณกรรมปริทัศน์ได้ออกเป็น 2 กลุ่ม ดังต่อไปนี้

2.1 วรรณกรรมปริทัศน์ที่ศึกษาเกี่ยวกับระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องที่เหมาะสมและปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดพฤติกรรมการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง

2.1.1 วรรณกรรมทางด้านแนวคิด

นักเศรษฐศาสตร์ในยุคต้นได้มีการกล่าวถึงโลกที่ตลาดทุนสามารถเคลื่อนย้ายได้อย่างสมบูรณ์ (Perfect Capital Market) กล่าวคือ ไม่มีปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลสารสนเทศ ไม่มีการจัดเก็บภาษี ไม่มีต้นทุนในการดำเนินธุรกรรมใด ๆ ดังนั้นในโลกดังกล่าว การบริหารจัดการเงินสด จึงจะไม่มีมีความสำคัญ เพราะหากเมื่อใดบริษัทเกิดต้องการเงินลงทุน บริษัทก็สามารถจัดหาเงินทุนใหม่ได้ทันที โดยไม่ต้องเสียต้นทุน ดังนั้นบริษัทจึงอาจไม่มีความจำเป็นต้องถือเงินสดไว้เลยก็ได้ หรือในทางตรงข้าม ไม่ว่าบริษัทจะถือเงินสดเป็นจำนวนมากเท่าไร ก็มิได้ทำให้บริษัทต้องเสียต้นทุนทั้งในรูปของต้นทุนค่าเสียโอกาสหรือภาษีเพิ่มขึ้นเลย

อย่างไรก็ดี ในโลกแห่งความเป็นจริง ตลาดทุนมิได้มีการเคลื่อนย้ายได้อย่างสมบูรณ์ (Imperfect Capital Market) การที่ธุรกิจมีสภาพคล่องไม่เพียงพอ หรือถือเงินสดขาดมือ ย่อมนำมาซึ่งต้นทุน โดยอาจอยู่ในรูปของต้นทุนในการจัดหาเงินสด อย่างเช่น ต้นทุนในการแปลงสินทรัพย์เป็นเงินสด ต้นทุนในการกู้ยืมหรือออกหุ้น หรืออาจเป็นความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นกับกิจการ ในกรณีที่ไม่สามารถจัดหาเงินสดมาใช้ในธุรกรรมนั้น ๆ ได้ทันที ไม่ว่าจะเป็นค่าเสียโอกาสในการทำกำไรจากโครงการลงทุนนั้น ๆ หรือความสัมพันธ์ที่ดีกับคู่ค้าในกรณีที่ธุรกิจเกิดผิดนัดชำระหนี้ขึ้นมา จากที่กล่าวมาข้างนี้เอง จึงเป็นแรงจูงใจที่ทำให้ธุรกิจจำเป็นต้องถือเงินสด โดย Keynes (1961) ได้ให้คำจำกัดความถึงแรงจูงใจนี้ว่าเป็น แรงจูงใจในการถือเงินสดเพื่อการดำเนินงาน (Transaction Motives)

นอกจาก แรงจูงใจในการถือเงินสดเพื่อการดำเนินงาน Keynes (1961) ยังได้อธิบายถึงแรงจูงใจสำคัญที่ทำให้ธุรกิจต้องถือเงิน อีกสองประการ อันได้แก่ แรงจูงใจในการถือเงินเพื่อฉุกเฉิน (Precautionary Motives) ซึ่งเกิดจากความไม่แน่นอนในอุตสาหกรรม เศรษฐกิจ และโลก ที่สามารถเกิดขึ้นได้ตลอดเวลา ยกตัวอย่างเช่น วิกฤตเศรษฐกิจ หรือภาวะที่อุตสาหกรรมอยู่ในช่วงขาลง ยอดขายตกกระทันหัน ทำให้ธุรกิจเสียหาย และอาจแย่งชิงขนาดไม่มีความสามารถพอที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกได้ จึงเป็นเหตุให้ธุรกิจควรจะถือเงินสดไว้ในมือจำนวนหนึ่ง เพื่อเป็นกันชนกับเหตุการณ์ไม่คาดฝันเหล่านี้ และแรงจูงใจประการสุดท้าย ได้แก่ แรงจูงใจในการถือเงินเพื่อเก็งกำไร (Speculative Motives) อันเกิดจากความต้องการของฝ่ายบริหาร เพื่อจะให้เงินสามารถทำประโยชน์ได้จากโอกาสในการทำกำไรที่เกิดขึ้นโดยไม่คาดฝัน โดยฝ่ายจัดการจะต้องคาดว่า ประสบความสำเร็จในการได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นมากกว่าที่จะสามารถหาได้ในการดำเนินธุรกิจธรรมดา แต่อย่างไรก็ดี ในงานของ Bruinshoofd and Kool (2001) เชื่อว่าบริษัทส่วนใหญ่ มักจะไม่ถือเงินสดไว้เพื่อจุดประสงค์ของการเก็งกำไร แต่จะเป็นไปเพื่อจุดประสงค์สองข้อแรกที่กล่าวมามากกว่า

อย่างไรก็ดี แม้การถือเงินจะมีประโยชน์มากมายดังที่กล่าวมา แต่ก็มีได้หมายความว่า เราควรจะถือเงินสดไว้ให้มากที่สุดเท่าที่จะทำได้ ทั้งนี้เพราะ ในโลกที่การเคลื่อนย้ายของตลาดทุนเป็นไปอย่างไม่สมบูรณ์ ก็ได้สร้างให้มีต้นทุนในการถือเงินสดเกิดขึ้นด้วยเช่นกัน ซึ่งก็คือ ค่าเสียโอกาสที่ธุรกิจควรจะได้รับหากนำเงินสดนั้นไปถือเป็นสินทรัพย์ชนิดอื่นที่มีสภาพคล่องน้อยกว่า และนอกจากนี้ยังมีการเสียผลประโยชน์ทางด้านภาษี อันเกิดจากผลตอบแทนที่ได้จากการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทนั้น จะต้องถูกคิดภาษีถึง 2 ครั้ง กล่าวคือ คิดในฐานะผลตอบแทนของบริษัทครั้งหนึ่งและฐานะผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอีกครั้งหนึ่ง (หากเทียบกับการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งผลตอบแทนจะถูกหักภาษีเพียงแค่ครั้งเดียว)

จากประโยชน์และต้นทุนในการจัดหาเงินสด ดังที่กล่าวมาข้างต้น ทำให้นักเศรษฐศาสตร์และนักการเงินหลายท่านเชื่อว่า ในการถือเงินสดของธุรกิจนั้น น่าจะต้องมีระดับที่เหมาะสม โดยทั้งนี้เราสามารถอาศัยเครื่องมือการวิเคราะห์แบบ Marginal Analysis ทางเศรษฐศาสตร์ เพื่อมาสร้างแบบจำลองในการอธิบายถึงระดับที่เหมาะสมในการถือเงินสดหรือสินทรัพย์สภาพคล่องของธุรกิจ

ตามหลักการวิเคราะห์หน่วยสุดท้าย (Marginal analysis) นี้ได้อธิบายว่า ระดับการลงทุนที่ทำให้ธุรกิจได้กำไรสูงสุดนั้น จะเป็นระดับการลงทุนที่ทำให้ต้นทุนหน่วยสุดท้าย (Marginal cost) ของการลงทุน เท่ากับ รายได้หน่วยสุดท้าย (Marginal benefit) จากการลงทุนนั้นพอดี ด้วยสาเหตุที่ ณ หน่วยลงทุนใด ๆ ที่ทำให้รายได้หน่วยสุดท้ายมากกว่าต้นทุนหน่วยสุดท้ายอยู่ ก็หมายความว่า หากมีการผลิตเพิ่มในหน่วยต่อ ๆ ไป ธุรกิจก็ยังคงได้รับรายรับส่วนเพิ่มมากกว่าต้นทุนส่วนเพิ่มอยู่ ธุรกิจจึงยังควรผลิตต่อไปเพื่อรับผลกำไรส่วนเพิ่มนั้น แล้วควรจะหยุด ณ ปริมาณการผลิตที่ทำให้รายได้หน่วยสุดท้ายเท่ากับ ต้นทุนหน่วยสุดท้ายพอดี เพราะหากผลิตเกินจุดนี้ไปจนทำให้รายได้ส่วนเพิ่มน้อยกว่าต้นทุนส่วนเพิ่มแล้ว ก็จะแสดงได้ถึง การเริ่มขาดทุนของธุรกิจจากการผลิตเพิ่มขึ้นในหน่วยถัดไป ดังนั้นธุรกิจจึงไม่ควรจะผลิตเพิ่มขึ้นอีก ในทางการเงินจึงได้นำแนวคิดนี้ มาประยุกต์ใช้ในการบริหารเงินสดของกิจการ โดยระดับการถือเงินสดที่เหมาะสม เพื่อให้กิจการได้รับกำไรสูงสุด ก็คือ ณ ระดับการถือเงินสดที่ทำให้ต้นทุนหน่วยสุดท้ายของการถือเงิน เท่ากับรายรับหน่วยสุดท้ายจากการถือเงินนั่นเอง ซึ่งด้วยเหตุผลที่ต้องมีการคำนึงถึงต้นทุนเปรียบเทียบกับประโยชน์ที่ได้รับนี้เอง ในทางการเงิน จึงเรียกมุมมองนี้ว่า “ Static tradeoff theory” โดยวัตถุประสงค์กำไรสูงสุดของกิจการในที่นี้ ก็คือ การทำให้เจ้าของกิจการ หรือผู้ถือหุ้นได้รับความมั่งคั่งสูงสุดจากการลงทุน นั่นเอง จึงทำให้ในบางครั้งมีการเรียกมุมมองนี้ว่า “The perspective of shareholder wealth maximization”



ภาพที่ 2.1 แสดงจำนวนสินทรัพย์สภาพคล่องที่เหมาะสม โดยกำหนดจากจุดตัดระหว่างเส้นประโยชน์ส่วนเพิ่มในการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง กับเส้นต้นทุนส่วนเพิ่มในการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง

จากภาพที่ 2.1 จุดตัดระหว่างเส้นประโยชน์ส่วนเพิ่มในการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง (MB) กับ เส้นต้นทุนส่วนเพิ่มในการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง (MC) ก็คือระดับ

สินทรัพย์สภาพคล่องที่เหมาะสมของบริษัทนั่นเอง โดยทั้งนี้เราได้สมมติให้ เส้นประโยชน์ส่วนเพิ่มของการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง (MB) มีความชันเป็นลบ ด้วยเหตุที่ การขาดแคลนเงินสดยิ่งมาก น่าจะทำให้ต้นทุนในการจัดหาเงินสดสูงมากยิ่งขึ้น เพราะนั่นหมายถึงการที่เราต้องลดการลงทุนมากขึ้น หรือต้องจัดหาเงินทุนภายนอกที่มากขึ้น ส่วนเส้นต้นทุนส่วนเพิ่มของการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง (MC) นั้น เราจะสมมติให้เป็นเส้นขนานแกนนอน ด้วยเหตุที่อัตราผลตอบแทนทางการเงินที่ได้รับ ไม่น่าจะแปรเปลี่ยนไปตามจำนวนของสินทรัพย์สภาพคล่องที่ถือ นั่นเอง

จากคำอธิบายข้างต้นถึงการกำหนดระดับสินทรัพย์สภาพคล่องที่เหมาะสม ปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องที่เหมาะสมของบริษัทก็คือ ปัจจัยที่ทำให้เส้น MB (ประโยชน์ส่วนเพิ่มในการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง) หรือ เส้น MC (ต้นทุนส่วนเพิ่มในการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง) เคลื่อน (shift) นั่นเอง โดยทั้งนี้ การพิจารณาถึงปัจจัยที่ทำให้เส้น MB (ประโยชน์ส่วนเพิ่มในการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง) เคลื่อน อาจสามารถมองให้ง่ายขึ้น เป็นปัจจัยที่มีผลต่อการเพิ่มขึ้นของต้นทุนในการขาดแคลนสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัท หรือปัจจัยที่มีผลต่อการเพิ่มขึ้นของโอกาสในการขาดแคลนสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัท โดยต่อไปนี้จะกล่าวถึงปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับสินทรัพย์สภาพคล่องที่เหมาะสม อันได้แก่

1. ขนาดบริษัท

ด้วยเหตุที่ บริษัทขนาดเล็ก น่าจะพบข้อจำกัดในการกู้ยืมเงินที่มากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ (อ้างอิงจากงานศึกษาของ Gertler and Hubbard (1988) , Whited (1992), Fazzari and Peterson (1993)) ดังนั้นหากบริษัทขนาดเล็กเกิดขาดแคลนเงินสด บริษัทขนาดเล็กจึงมีต้นทุนในการขาดแคลนสินทรัพย์สภาพคล่องที่สูงกว่า เพราะเผชิญกับต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากภายนอกที่สูงกว่า ด้วยเหตุนี้เราจึงสามารถคาดการณ์ได้ว่า บริษัทที่มีขนาดเล็ก น่าจะมีแนวโน้มต้องถือสินทรัพย์สภาพคล่องไว้ในสัดส่วนที่มากกว่า เช่นเดียวกับแบบจำลองของ Baumol (1952) และ Miller and Orr (1966) ที่อธิบายความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน โดยให้เหตุผลถึงการมีความประหยัดจากขนาดในความต้องการถือเงินสดของบริษัท อันเกิดจากความประหยัดในการบริหารสินทรัพย์และต้นทุนคงที่ที่ต้องใช้ในการออกหลักทรัพย์นั่นเอง

2. โอกาสในการเติบโต

โอกาสในการเติบโตของบริษัท เป็นตัวสะท้อนโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunities) ของบริษัท ดังนั้น หากบริษัทใดยังมีโอกาสในการเติบโตสูง ย่อมแสดงถึงการมีโครงการลงทุนที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง การขาดแคลนเงิน ย่อมหมายถึงต้นทุนที่สูงกว่า เพราะจะต้องยกเลิกโครงการดี ๆ เหล่านั้นไป ดังนั้น หากบริษัทใดยังมีโอกาสในการลงทุนที่ดีมากขึ้นเท่าไร ต้นทุนหากเกิดการขาดแคลนเงินก็ยิ่ง ต้องสูงขึ้นเท่านั้น จึงจำเป็นอย่างยิ่งที่บริษัทจะต้องพยายามรักษาระดับการถือสินทรัพย์ สภาพคล่องไว้ มิให้ขาดมือ

3. กระแสเงินสด

กระแสเงินสด ถือเป็นแหล่งสภาพคล่องที่ดีเพื่อให้บริษัทสามารถใช้จ่ายใน การดำเนินงานและจ่ายคืนหนี้สินเมื่อครบกำหนด ดังนั้นหากบริษัทยังมีกระแสเงินสดมาก ย่อมหมายถึงบริษัทยังมีแหล่งสภาพคล่องที่ไว้สำรองหากขาดแคลนเงินสดมาก บริษัทจึง สามารถคงสินทรัพย์สภาพคล่องในระดับต่ำได้

4. ความแปรปรวนของกระแสเงินสด

หากกระแสเงินสดของบริษัทยังมีความแปรปรวนมากเท่าไร ก็จะทำให้ ความเป็นไปได้ที่กระแสเงินสดจะขาดแคลนมีมากขึ้นเท่านั้น บริษัทจึงจำเป็นต้องดำรงสิน ทรัพย์สภาพคล่องไว้ในระดับที่สูง

5. การจ่ายเงินปันผล

ในปีที่มีการจ่ายเงินปันผล บริษัทจะมีต้นทุนค่าเสียโอกาสในการขาด แคลนเงินสดที่สูงขึ้น อันอาจเกิดจากการเสียชื่อเสียงหากไม่มีเงินพอจ่ายเงินปันผล หรือต้น ทุนในการกู้ยืมเงินจากภายนอกที่สูงกว่า ดังนั้นโดยเฉลี่ยในแต่ละไตรมาสของปีที่มีการ จ่ายเงินปันผลนั้น บริษัทจะต้องถือเงินสดเพื่อกันไว้จ่ายสินทรัพย์สภาพคล่องในสัดส่วนที่ สูงกว่าปีที่ไม่ได้มีการจ่ายเงินปันผล

6. สินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิ

หากธุรกิจเกิดภาวะตึงตัวทางการเงิน ธุรกิจสามารถใช้สินทรัพย์หมุนเวียน (ยกเว้นเงินสด) อันได้แก่ ลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือและวัสดุอุปกรณ์ที่ใช้ในการดำเนินงานต่าง ๆ มาแปลงสภาพคล่องเพื่อจัดหาเงินทุนมาใช้จ่ายได้ ดังนั้น หากบริษัทมีสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิ (Net working capital) มาก ธุรกิจนั้นก็น่าจะสามารถถือสินทรัพย์สภาพคล่องในระดับต่ำได้

7. ค่าใช้จ่ายในการลงทุน

ค่าใช้จ่ายในการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร อย่างเช่น เครื่องจักร หรือโรงงาน เป็นค่าใช้จ่ายที่มีปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลสูง เพราะนักลงทุนยากที่จะรู้ผลตอบแทนที่จะได้รับโดยตรง ทำให้การลงทุนประเภทนี้ มีต้นทุนในการจัดหาเงินทุนที่สูง ด้วยเหตุนี้บริษัทจึงจำต้องถือสินทรัพย์สภาพคล่องไว้ในระดับสูง

อย่างไรก็ดี นักการเงินบางคนเชื่อว่าการถือเงินสดของบริษัทอาจไม่จำเป็นต้องมีระดับที่เหมาะสมก็ได้ โดยการเพิ่มขึ้นและลดลงของระดับเงินสดนั้น น่าจะถูกกำหนดจากกระแสการรับและจ่ายของกระแสเงินสดที่ไหลเข้าและออกจากกิจการมากกว่า ซึ่งแนวคิดดังกล่าวนี้ ได้รับอิทธิพลมาจากทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินลงทุน (Financing hierarchy or Pecking order Model) ของ Myers and Majluf (1984) ซึ่งให้ความสำคัญกับปัญหาความไม่สมมาตรทางด้านข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information) ที่มีอยู่สูงในตลาดทุน ทำให้การออกหุ้นทุนซึ่งไม่มีภาระผูกพันต้องจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น แต่สามารถเลือกจ่ายได้ต่อเมื่อบริษัทมีกำไร ไม่ได้มีความไว้วางใจจากนักลงทุนภายนอก และด้วยความจำกัดของข้อมูล นักลงทุนภายนอกจึงมักประเมินราคาให้กับหุ้นของบริษัทต่ำเกินไป ดังนั้นบริษัทจึงมีต้นทุนในการออกหุ้นทุนสูง โดยปกติแล้ว บริษัทจึงไม่เลือกออกหุ้นทุนภายใต้สภาวะการณปกติ ดังนั้นหากต้องการเงินทุน บริษัทจึงใช้วิธีในการกู้หนี้แทน และหากเมื่อใดมีเงินสด ก็จะไปชำระหนี้คืนเมื่อครบกำหนด ในขณะที่เดียวกันหากบริษัทมีเงินสดเหลือจากการนำไปชำระหนี้ บริษัทก็จะเก็บไว้ ทั้งนี้เพราะการถือเงินสดในปริมาณที่มากเกินไปจะไม่สร้างให้เกิดต้นทุนกับผู้ถือหุ้น ด้วยเหตุที่เงินสดถือเป็นแหล่งเงินทุนภายในที่มีต้นทุนต่ำสุด

1. กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

หากบริษัทใด ยังมีกระแสเงินสดรับจากการดำเนินงานเข้ามามาก ก็จะทำให้ยังมีเงินสดในมือคงเหลืออยู่ในระดับที่มากตามไปด้วย

2. โอกาสในการลงทุน

Shyam-Sunder and Myers (1998) ได้อธิบายว่า บ่อยครั้งที่บริษัทที่มีกระแสเงินสดสูง จะเป็นบริษัทที่มีสัดส่วน Market-to-book value สูงด้วย เพราะบริษัทเหล่านั้นมักจะถูกคาดการณ์ว่ามีความสามารถในการทำกำไรในอนาคต ดังนั้น ปัจจัยโอกาสในการลงทุน หรือสัดส่วน Market-to-book value ของสินทรัพย์ จึงมิได้สะท้อนการถือเงินสดที่มากโดยตรง แต่เป็นผลจากบริษัทเหล่านั้น มักมีกระแสเงินสดสูง จึงทำให้โอกาสในการลงทุนสูง จึงทำให้มีระดับการถือเงินสดสูงตามไปด้วย

3. เงินปันผลจ่าย

หากปีใด บริษัทมีการจ่ายเงินปันผล ในแต่ละไตรมาสโดยเฉลี่ยในปีนั้น บริษัทจะต้องถือสินทรัพย์สภาพคล่องในสัดส่วนที่สูงขึ้นเพื่อกันไว้จ่ายเงินปันผล

4. ค่าใช้จ่ายในการลงทุน

หากบริษัทยังใช้จ่ายในการลงทุนมากเท่าไร ก็จะทำให้ยังแหล่งเงินทุนภายในลดน้อยลง

5. ขนาดของบริษัท

บริษัทที่มีขนาดใหญ่ น่าจะถูกสันนิษฐานได้ว่ามีระดับความสำเร็จมากกว่า ดังนั้นจึงควรจะมีระดับการถือเงินสดในมือมาก (หากมีการควบคุมระดับการลงทุน)

6. สินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิ

หากปีใด บริษัทมีการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิมาก ก็จะเป็นเหตุให้แหล่งเงินทุนภายในเหลือน้อยลง

ตารางที่ 2.1 เปรียบเทียบแนวคิดในมุมมอง Static Tradeoff กับ Financing Hierarchy Model เพื่อพิจารณาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัท

ปัจจัยกำหนด	ทิศทาง	มุมมองแบบ	เหตุผล
ขนาดบริษัท	(-)	Static Tradeoff	1. การมีความประหยัดจากขนาดในความต้องการถือเงินสดของบริษัท 2. ข้อจำกัดในการกู้เงินของบริษัทเล็ก ทำให้ต้องถือเงินในสัดส่วนสูงกว่า
	(+)	Fin. Hierarchy	บริษัทที่มีขนาดใหญ่ น่าจะพอสันนิษฐานได้ว่า ประสบความสำเร็จมากกว่า ดังนั้น จึงน่าจะถือเงินในมือสัดส่วนสูงกว่า
โอกาสในการเติบโต (Market-to-Book ratio)	(+)	Static Tradeoff	บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูง จะยังมีโอกาสในการลงทุนสูง การขาดแคลนเงินสด จึงอาจทำให้ต้องสูญเสียโครงการลงทุนที่มีความสามารถในการทำกำไรไป บริษัทจึงควรต้องถือเงินสดเพื่อในระดับสูง
	(+)	Fin. Hierarchy	แม้ไม่ได้คาดการณ์ไว้โดยตรง แต่เนื่องจากบริษัทที่ถูกคาดว่าจะมีโอกาสนในการเติบโตสูง มักเกิดจากการมีกระแสเงินสดสูง จึงทำให้มีระดับเงินสดในมือสูง
กระแสเงินสด	(-)	Static Tradeoff	กระแสเงินสด ถือเป็นหนึ่งในแหล่งเงินทุนภายใน ดังนั้นหากบริษัทใดมีกระแสเงินสดสูง ก็จะไม่จำเป็นต้องถือเงินสดในมือในระดับที่สูงนัก
	(+)	Fin. Hierarchy	ยิ่งบริษัทมีกระแสเงินสดไหลเข้ามามาก ยิ่งเพิ่มระดับเงินสดให้สูงขึ้น
ความแปรปรวนกระแสเงินสด	(+)	Static Tradeoff	ความไม่แน่นอน จะนำบริษัทไปสู่สถานการณ์ที่บริษัทมีรายจ่ายเกินกว่าที่คาดไว้ จึงทำให้บริษัทยังต้องถือเงินสดในมือเพื่อไว้มากขึ้น
ค่าใช้จ่ายในการลงทุน	(+)	Static Tradeoff	บริษัทที่ยังมีค่าใช้จ่ายในการลงทุนสูง ก็จะต้องถือระดับสินทรัพย์สภาพคล่องให้สูงขึ้น เพื่อไว้ใช้จ่ายในการลงทุน
	(-)	Fin. Hierarchy	บริษัทที่มีค่าใช้จ่ายในการลงทุนยิ่งมาก ก็จะทำให้แหล่งเงินทุนภายในที่มีอยู่น้อยลง
สินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิ	(-)	Static Tradeoff	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น ๆ ของบริษัท สามารถนำไปขายได้ง่ายเมื่อเงินสดขาดมือ การมีสินทรัพย์ทดแทนเหล่านี้ จึงทำให้บริษัทไม่ต้องถือเงินสดสูง
	(-)	Fin. Hierarchy	หากมีการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนมาก แหล่งเงินทุนภายในก็จะลดลง
เงินปันผลจ่าย	(+)	Static Tradeoff	ในปีที่มีการจ่ายเงินปันผล ค่าเสียโอกาสของการขาดแคลนเงินสดจะสูงขึ้น ดังนั้นโดยเฉลี่ยในแต่ละไตรมาส บริษัทจึงต้องถือเงินสดสูงขึ้น
	(+)	Fin. Hierarchy	ในปีที่มีการจ่ายเงินปันผล บริษัทจะถือเงินสดไว้มากขึ้นเพื่อจ่ายเงินปันผล

2.1.2 วรรณกรรมทางด้านงานวิจัยเชิงประจักษ์

งานวิจัยเชิงประจักษ์ทุกชิ้นที่มีข้อสมมุติให้มีทั้งประโยชน์และต้นทุนในการถือสินทรัพย์สภาพคล่องต่างเชื่อว่า ธุรกิจมีระดับที่เหมาะสมในการถือสินทรัพย์สภาพคล่องทั้งสิ้น แต่ทั้งนี้ปัจจัยทางด้านต้นทุนและประโยชน์ที่เป็นตัวกำหนดระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องที่เหมาะสม มีความแตกต่างกันออกไปตามทฤษฎีพื้นฐานที่ได้นำมาอธิบาย โดยวิธีการศึกษาของงานวิจัยเหล่านี้ ส่วนใหญ่จะใช้วิธีการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องที่เหมาะสมกับปัจจัยที่คาดว่าจะเกี่ยวข้องโดยการใส่สมการถดถอย (Regression) โดยมีทั้งแบบใช้ข้อมูลแบบภาคตัดขวาง (cross-section) ของบริษัทต่าง ๆ และข้อมูลแบบอนุกรมเวลา (time-series) ของบริษัทต่าง ๆ เข้าไว้ด้วยกัน โดยผลการศึกษาทั้งหมด ได้สรุปถึงปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัท ดังต่อไปนี้

1) ขนาดของบริษัท

งานศึกษาแทบทุกชิ้น ต่างให้ผลการศึกษาของความสัมพันธ์ระหว่างขนาดบริษัทกับระดับการลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่องไปในทางเดียวกันคือ ทางลบ แต่ได้ให้หลักฐานอธิบายผลการศึกษาที่ต่างกันออกไป โดยกลุ่มแรก เป็นงานที่พูดถึงขนาดของบริษัทที่มีผลกระทบต่อต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากภายนอก อันได้แก่ งานของ Getler and Hubbard (1988) , Whited (1992), และ Fazzari and Petersen (1993) ที่ชี้ให้เห็นถึงข้อจำกัดในการกู้ยืมเงินที่บริษัทขนาดเล็กจะต้องเผชิญมีมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ทำให้บริษัทขนาดเล็กสามารถกู้ยืมเงินได้ยากกว่า จึงต้องถือเงินในสัดส่วนที่สูงกว่าบริษัทใหญ่ และงานของ Barclay and Smith (1996) ที่อธิบายถึงต้นทุนในการจัดหาเงินทุนภายนอกที่ต่ำกว่าของบริษัทใหญ่อันเกิดจากการประหยัดจากขนาดของต้นทุนคงที่ในการออกหลักทรัพย์ ส่วนงานอีกกลุ่มหนึ่งได้อธิบายถึงขนาดบริษัทที่มีผลกระทบต่อความประหยัดจากขนาดในการบริหารเงินสด อันได้แก่ งานของ Miller and Orr (1966) และ Vogel and Maddala (1967) รวมไปถึงงานของ Kim, Mauer and Sherman (1998) , Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999) และ Beltz and Frank (1996) ที่ต่างก็สรุปว่า บริษัทขนาดใหญ่ มีแนวโน้มจะถือเงินในสัดส่วนที่ต่ำกว่า อย่างไรก็ตาม ในงานศึกษาของวิชาดา (2541) ที่ศึกษากับบริษัทตัวอย่างในประเทศไทย กลับไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัทที่มีผลกระทบต่อระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง แต่

ด้วยการศึกษานี้ มีข้อจำกัดค่อนข้างมาก เกี่ยวกับระยะเวลาที่นำมาศึกษาเพียง 5 ปี และจำนวนบริษัทที่เลือกมาศึกษาเพียงแค่ 67 บริษัทเท่านั้น จึงอาจทำให้ตัวอย่างในการศึกษามีไม่มากพอที่จะอธิบายถึงความสัมพันธ์ก็เป็นได้

ทั้งนี้ ในงานศึกษาส่วนใหญ่มักจะใช้สินทรัพย์โดยรวม หรือไม่ก็ขนาดของยอดขาย แสดงถึงขนาดในการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งจากงานศึกษาของ Vogel and Maddala (1967) ได้ชี้ให้เห็นว่า การใช้ยอดขายหรือสินทรัพย์รวมนั้น แทบจะไม่มี ความแตกต่างกันในการใช้เป็นตัววัดขนาดของบริษัท เพราะทั้งคู่ต่างมีบทบาทเดียวกันในการ แสดงให้เห็นถึงสัดส่วนของการถือเงิน แม้ว่าตัวแปรทั้งสองจะมาจากคำนิยามของแนวคิด ทางทฤษฎีที่ต่างกันก็ตาม กล่าวคือ ยอดขาย เป็นตัวแทนขนาดในการดำเนินงานของ บริษัท ในทฤษฎีการถือเงินเพื่อใช้ในการดำเนินงาน (Transaction Theory) ส่วนสินทรัพย์ โดยรวม เป็นตัวแทนมูลค่าของบริษัท จากแนวคิดของทฤษฎีความมั่งคั่ง (Wealth Theory) เช่นเดียวกับงานของ Beltz and Frank (1996) ที่พูดถึง ยอดขายและสินทรัพย์รวมว่า สามารถจะใช้แสดงถึงขนาดการดำเนินงานของบริษัทได้ดีทั้งคู่ และสามารถแสดงให้เห็น ถึงความไม่แน่นอนของจำนวนเงินที่ใช้ในการดำเนินงานได้เป็นอย่างดี

2) โอกาสในการเติบโต⁶

ผลการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยด้านการเติบโตของบริษัทนี้ มีทั้งที่อธิบายทิศทางความสัมพันธ์ไปในทางบวกและลบกับระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง โดยในแต่ละงานก็ให้เหตุผลที่แตกต่างกันออกไป ดังนี้

งานศึกษาของ Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999) ซึ่งพบ ความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งสองในทางบวก ได้อาศัยแนวคิด Static Tradeoff เพื่อ

⁶ การเติบโตของบริษัท ก็คือ ความเป็นไปได้ที่มูลค่าปัจจุบันของผลตอบแทนจากโครงการลงทุนในอนาคตจะเป็นบวก โดย Smith and Watts (1992) และ Stohs and Mauer (1996) ได้เริ่มใช้สัดส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ของบริษัท เป็นตัวแทนโอกาสในการเติบโตของโครงการลงทุนของบริษัท โดยได้ให้เหตุผลว่า เนื่องมาจากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ของบริษัทนั้น ไม่ได้สะท้อนสินทรัพย์ที่จับต้องไม่ได้ อย่างเช่น โอกาสในการเติบโต ดังนั้นยิ่งโอกาสในการเติบโตของโครงการลงทุนของบริษัทยิ่งมากขึ้นเท่าไร สัดส่วนของมูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของบริษัทก็จะยิ่งสูงขึ้นเท่านั้น

อธิบายผลการศึกษาว่า หากบริษัทยังมีโอกาสในการเติบโตสูง ซึ่งหมายถึงการที่บริษัทเหล่านั้นมีโครงการลงทุนในอนาคตที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนสูง ก็จะมีต้นทุนในการขาดแคลนเงินที่สูงกว่า เพราะการขาดแคลนเงิน จะนำมาซึ่งการต้องสูญเสียโครงการที่ให้ผลตอบแทนสูงไป จึงเป็นเหตุให้บริษัทเหล่านี้ ต้องลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่องในระดับที่สูง

เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Kim, Mauer and Sherman (1998) และ วิชดา (1998) ที่ให้ผลการศึกษาของความสัมพันธ์ในตัวแปรทั้งสองไปในทางบวก แต่ทั้งนี้ ได้มีมุมมองต่างออกไป โดยมองโอกาสในการลงทุนนี้ ในแง่ที่เกี่ยวกับต้นทุนของปัญหาทางการเงิน (costs of financial distress) โดยอธิบายว่า บริษัทที่มีมูลค่าทางตลาดสูง ขณะที่สินทรัพย์ตามบัญชีต่ำ เป็นการชี้ให้เห็นถึงการมีสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนและสินทรัพย์ที่สร้างความแตกต่างให้แก่บริษัท เช่น โอกาสในการเติบโต และทรัพยากรบุคคล ซึ่งสินทรัพย์เหล่านี้จะมีมูลค่าลดลงมาก หากบริษัทเกิดมีปัญหาด้านการเงิน หรือล้มละลายแล้วต้องขายสินทรัพย์ออกไป ดังนั้นจึงเกิดความเสี่ยงในกรณีที่ขายสินทรัพย์แล้วมีโอกาสได้ราคาต่ำมาก บริษัทเหล่านี้จึงมีต้นทุนในการจำหน่ายสินทรัพย์ที่สูงกว่ากิจการที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำ ดังนั้นบริษัทที่มีสัดส่วน MV/BV สูง จึงต้องมีการถือสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องไว้เพื่อลดความเสี่ยงจากการที่เมื่อเกิดปัญหาทางการเงินแล้วสินทรัพย์ของบริษัทอาจไม่มีสภาพคล่องหรือมีมูลค่าต่ำ

ส่วนในงานของ Myers (1977) ได้พูดถึงการหาเงินทุนด้วยการกู้หนี้ยืมสินที่มีความเสี่ยงว่าจะทำให้เกิดแรงจูงใจในการลงทุนที่ต่ำกว่าระดับที่เหมาะสม อันเนื่องมาจากปัญหา Agency Costs of Debt ทั้งนี้เนื่องจากการก่อกอหนี้ยืมสิน ได้สร้างภาระผูกพันกับบริษัทที่จะต้องจ่ายผลตอบแทนคืนให้กับเจ้าหนี้ยืมสิน ดังนั้นหากบริษัทยังมีระดับ leverage สูง ก็จะทำให้ยิ่งต้องก่อกอหนี้ยืมสินด้วยอัตราดอกเบี้ยสูง ในโครงการลงทุนหนึ่ง ๆ จึงเหลือผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นน้อยลง เป็นเหตุให้ฝ่ายบริหารซึ่งเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นไม่ค่อยอยากลงทุน และมีแนวโน้มที่จะลงทุนต่ำกว่าระดับที่เหมาะสม ดังนั้นหากยังมีบริษัทที่มีโครงการลงทุนที่ดี มีโอกาสในการเติบโตสูงเท่าไร บริษัทก็จะต้องยิ่งสูญเสียมากขึ้น หากเกิดการลงทุนในระดับที่ต่ำกว่าที่เหมาะสม ด้วยเหตุนี้ บริษัทจึงต้องพยายามดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องให้มากยิ่งขึ้น เพื่อให้ระดับ leverage ต่ำลง จะได้ป้องกันปัญหา Agency Cost of Debt โดยเฉพาะอย่างยิ่งกรณีที่มีโครงการลงทุนที่มีโอกาสเติบโตสูง

นอกจากนี้ ยังมีงานของ Myers and Majluf (1984) ที่นำเอาความไม่สมมาตรของข้อมูลสารสนเทศมาอธิบายว่า บริษัทที่มีความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างนักลงทุนภายในกับภายนอกรุนแรงกว่า น่าจะต้องเผชิญกับต้นทุนในการจัดหาเงินทุนภายนอกที่สูงกว่า โดยเฉพาะในบริษัทที่มูลค่าส่วนใหญ่ถูกกำหนดมาจากโอกาสในการเติบโต ก็จะต้องพบกับปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลที่มากกว่า เพราะเป็นการยากที่นักลงทุนภายนอกจะรับรู้ถึงโอกาสในการเติบโตของบริษัท ซึ่งต้องอาศัยข้อมูลที่เป็นการคาดการณ์สูง จึงเป็นเหตุให้บริษัทเหล่านี้เกิดข้อจำกัดในการจัดหาเงินทุนจากภายนอกที่มากกว่า จึงต้องถือสินทรัพย์สภาพคล่องในสัดส่วนที่สูงกว่า ผลการศึกษานี้ จึงอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทกับสัดส่วน MV/BV ว่ามีทิศทางไปในทางบวกเช่นเดียวกับงานทั้งสามชิ้นดังที่กล่าวไว้ข้างบน

แต่มีงานศึกษาชิ้นหนึ่ง ที่ให้ผลการศึกษาต่างออกไป โดยอธิบายความสัมพันธ์ของโอกาสในการลงทุนกับระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องไปในทางลบ ซึ่งก็คืองานของ Stulz (1990) โดยให้เหตุผลว่า ความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้จัดการจะมีมากกว่าในบริษัทที่มีสัดส่วน MV/BV ต่ำ ทั้งนี้เพราะบริษัทที่มีสัดส่วน MV/BV ต่ำมักจะถูกคาดหวังว่ามีโอกาสในการลงทุนที่ต่ำ จึงยากที่จะได้รับเงินกู้จากตลาดเงินภายนอก ผู้จัดการจึงต้องถือสินทรัพย์สภาพคล่องในปริมาณที่มากกว่าเดิม เพื่อจะสามารถนำมาใช้จ่ายลงทุนโครงการลงทุนให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ที่ตนเองต้องการ ดังนั้นในกรณีนี้ บริษัทที่มีสัดส่วน MV/BV ต่ำ จึงมีแนวโน้มที่จะถือสินทรัพย์สภาพคล่องในสัดส่วนที่สูงกว่า

3) กระแสเงินสด

งานของ Kim, Mauer, and Sherman (1998) และงานของ John (1993) ได้พูดถึงกระแสเงินสด ว่าเป็นแหล่งสภาพคล่องที่ดีเพื่อให้บริษัทสามารถใช้จ่ายในการดำเนินงานและจ่ายคืนหนี้สินเมื่อครบกำหนด ดังนั้นบริษัทที่มีกระแสเงินสดสูงก็จะสามารถถือสินทรัพย์สภาพคล่องไว้ในระดับต่ำได้ ผลการศึกษางานทั้งสองชิ้นนี้ จึงคาดว่าความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับระดับการถือสินทรัพย์จะเป็นไปในทางลบ ซึ่งได้ให้ผลในทางตรงกันข้ามกับงานของ Opler, Pinkowitz, Stulz, and Williamson (1997) ที่ได้อาศัยแบบจำลอง Financing Hierarchy ในการช่วยอธิบายผลการศึกษาของความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือเงินกับกระแสเงินสดที่มีทิศทางไปในทางเดียวกันว่า

เนื่องมาจากการที่กระแสเงินสดนั้นถือเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญของกิจการ ดังนั้นหากบริษัทมีกระแสเงินสดเข้ามามาก บริษัทก็น่าจะมีเงินสดเหลือจากการดำเนินกิจการมากตามไปด้วย บริษัทจึงมีแหล่งเงินทุนภายในเป็นสินทรัพย์สภาพคล่องในมือในระดับที่สูงขึ้นด้วยเช่นกัน

ทั้งนี้งานวิจัยแต่ละชิ้น ยังได้นิยามตัวแปร "กระแสเงินสด" ที่แตกต่างกันออกไป โดยงานของ Kim, Mauer, and Sherman(1998) ได้นิยามกระแสเงินสดไว้ 2 ตัวตัวแรกก็คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cash Flow) ซึ่งคำนวณจากรายได้ก่อนหักดอกเบี้ย ค่าเสื่อมราคา และภาษี โดยวัดเป็นสัดส่วนต่อยอดขาย ส่วนตัวที่สอง คือ กระแสเงินสดที่ไม่มีภาระผูกพัน (Free Cash Flow) โดยจะหักค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับทุนออกนอกเหนือจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานด้วย ส่วนงานของ John (1993) ได้นิยามกระแสเงินสดว่าเป็นรายได้จากการดำเนินงาน (Operating Income) โดยคิดเป็นสัดส่วนทั้งต่อยอดขายและสินทรัพย์รวม ซึ่งต่างก็ให้ผลศึกษาไปในทางเดียวกัน และสุดท้ายงานของ Opler , Pinkowitz , Stulz, and Williamson (1997) ซึ่งนิยามกระแสเงินสดโดยใช้สัดส่วนของ รายได้หลังหักดอกเบี้ย เงินปันผล และภาษี แต่ก่อนหักค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์สุทธิ

อย่างไรก็ดี เนื่องจากข้อจำกัดด้านข้อมูลในประเทศไทยทำให้ไม่สามารถหาข้อมูลค่าใช้จ่ายค่าเสื่อมราคาเป็นรายไตรมาสได้ จึงเป็นเหตุให้งานของวิซดา (1998) ต้องใช้กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี แทนกระแสเงินสด โดยอธิบายว่า กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีนั้น ถือเป็นแหล่งสภาพคล่องที่สำคัญของบริษัท จึงน่าจะใช้ดูความเคลื่อนไหวของตัวแปรทั้งสองแทนความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทได้ ซึ่งในผลการศึกษาก็ให้ความสัมพันธ์ไปในทางบวกอย่างที่คาดการณ์ไว้จริง

4) ความแปรปรวนของกระแสเงินสด

งานวิจัยกลุ่มนี้ พยายามอธิบายถึงความแปรปรวนของกระแสเงินสดของบริษัท ว่าจะยิ่งทำให้บริษัทต้องลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่องเพิ่มขึ้น โดยในงานของ Kim, Mauer, and Sherman (1998) และ Opler , Pinkowitz , Stulz, and Williamson

(1997) ต่างก็ให้ผลการศึกษาไปในทางเดียวกัน ด้วยเหตุผลที่ว่า ยิ่งกระแสเงินสดของบริษัทมีความแปรปรวนมากเท่าไร ก็จะทำให้ความเป็นไปได้ที่กระแสเงินสดจะขาดแคลนมีมากขึ้นเท่านั้น บริษัทจึงจำเป็นต้องดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องไว้ในระดับที่สูง ซึ่งก็เช่นเดียวกับ งานของ Beltz and Frank (1996) ที่มองความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดว่าเป็นความเสี่ยงที่บริษัทจะต้องเผชิญ โดยหากยิ่งกระแสเงินสดมีความไม่แน่นอนมากขึ้นเท่าไร ความเสี่ยงของบริษัทก็จะยิ่งมากขึ้นเท่านั้น จึงเป็นเหตุให้บริษัทต้องถือสินทรัพย์สภาพคล่องเพิ่มขึ้น

โดยงานศึกษาทั้งหมดต่างวัดความแปรปรวนของกระแสเงินสดด้วยค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสด แต่ต่างกันที่นิยามของกระแสเงินสดดังกล่าวไว้ข้างต้น นอกจากนี้ งานของ Opler , Pinkowitz , Stulz, and Williamson (1997) ได้มีการแยกความแปรปรวนของกระแสเงินสดออกเป็นแบบรายบริษัทและรายอุตสาหกรรมด้วย ส่วนในงานของ Kim, Mauer, and Sherman (1998) คำนวณความแปรปรวนของกระแสเงินสดเป็นแบบรายบริษัทเท่านั้น แต่แยกเป็นประเภทของกระแสเงินสดแทน นั่นคือ มีแบบที่ต้องหักค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับทุนออกไปด้วย โดยให้ข้อสังเกตว่า หากค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับทุน มีความแปรปรวนมากและการจัดหาเงินทุนในเบื้องต้นมาจากเงินทุนสะสมภายในบริษัทแล้ว ความแปรปรวนของกระแสเงินสดที่ได้หักค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับทุนออกไป น่าจะเป็นตัวแทนที่ดีกว่าในการคำนวณความเสี่ยงของสภาพคล่อง และสุดท้ายในงานของ Beltz and Frank (1996) ซึ่งพูดถึงเฉพาะความแปรปรวนของกระแสเงินสดในการดำเนินงานของบริษัทเท่านั้น

ดังที่ได้กล่าวไว้แล้ว ถึงข้อจำกัดทางด้านข้อมูลในประเทศไทย เป็นเหตุให้ วิชดา (1998) ต้องใช้ปัจจัยรายได้ก่อนหักภาษีและดอกเบี้ย เพื่อดูความสัมพันธ์กับระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง แทนกระแสเงินสด ดังนั้นในการศึกษาปัจจัยความแปรปรวนของตัวแปรกระแสเงินสด จึงใช้ความแปรปรวนของรายได้ก่อนหักภาษีและดอกเบี้ยแทนเช่นกัน ซึ่งผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์เป็นไปในทางบวก เหมือนกับความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดและระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องที่ได้คาดการณ์ไว้

5) ช่องว่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนด้านการผลิตกับสินทรัพย์สภาพคล่อง

เป็นการทำนายเกี่ยวกับ ระดับการลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่องว่าน่าจะมี ความสัมพันธ์ไปในทางลบกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนด้านการผลิต แต่มีความสัมพันธ์ไปในทางบวกกับผลตอบแทนของสินทรัพย์สภาพคล่อง ซึ่งได้แก่ งานของ Kim, Mauer, and Sherman (1998) ที่พยายามหาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่อง กับช่องว่างของอัตราผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนด้านการผลิตกับการลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่อง ทั้งนี้ โดยการใช้ผลตอบแทนของสินทรัพย์หมุนเวียนของบริษัท เป็นตัวแทนของผลตอบแทนในการลงทุนด้านการผลิต และผลตอบแทนของตัวคงคลังระยะสั้น เป็นตัวแทนผลตอบแทนการลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่อง โดยผล การศึกษาดังกล่าวพบว่า การลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่องจะมีความสัมพันธ์ไปในทางลบ กับช่องว่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่วัดได้ เช่นเดียวกับงานของ Beltz and Frank (1996) ที่พยายามหาความสัมพันธ์ของระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องกับผลตอบแทน จากการลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่องกับสินทรัพย์อื่น โดย Beltz and Frank ได้นิยามผล ต่อบแทนของการลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่อง ด้วยตัวแปรอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น อายุ 3 เดือน⁷ และผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์อื่น เป็นตัวแปรอัตราดอกเบี้ยระยะยาว อายุ 5 ปี โดยผลการศึกษาทำให้ผลไปในทางเดียวกันกับงานของ Kim, Mauer, and Sherman (1998) คือ หากอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นเพิ่มขึ้น บริษัทก็จะถือสินทรัพย์สภาพ คล่องเพิ่มขึ้น แต่หากอัตราดอกเบี้ยระยะยาวเพิ่มขึ้น บริษัทก็จะลดการถือสินทรัพย์สภาพ คล่อง หันไปถือสินทรัพย์ชนิดอื่นแทน

อย่างไรก็ดี ในงานของ Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999) กลับไม่เห็นด้วยว่า ความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนที่ได้รับ จะเป็นตัวที่ กำหนดระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง ด้วยเหตุที่ยังมีปัจจัยความเสี่ยงที่จะต้อง

⁷ ทั้งนี้เนื่องจาก ในงานของ Beltz and Frank (1996) นิยามให้สินทรัพย์สภาพคล่อง คือเงินสดในความหมายที่ 1 ซึ่งได้แก่ เงินสด และสินทรัพย์ที่มีอายุครบกำหนดน้อยกว่า 90 วันเป็นต้นไป ดังนั้นจึงแทนอัตราดอกเบี้ยอายุ 3 เดือน ให้เป็นตัวแทนของผลตอบแทนในการถือสินทรัพย์สภาพคล่องนั่นเอง ซึ่งต่างกับงานของ Kim, Mauer, and Sherman (1998) ที่ไม่ได้พูดถึงระยะเวลาชัดเจน เพียงแต่กำหนดประเภทสินทรัพย์สภาพคล่องว่า ก็คือเงินสด และหลักทรัพย์ที่สามารถขายทอดตลาดได้ที่อยู่ในงบดุล การคำนวณอัตราผลตอบแทนจึงหากจาก กำไรของบริษัทหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม

พิจารณาด้วย โดยอ้างอิงจากงานของ Amihud and Mendelson (1986) ว่าสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง สามารถเปลี่ยนเป็นเงินได้ง่าย ก็จะทำให้มีต้นทุนในการจัดหาเงินสดที่ต่ำ ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่ต่ำจึงน่าจะเป็นตัวสะท้อนถึงประโยชน์อันนี้ ซึ่งนั่นก็หมายความว่า อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่แตกต่างกัน จะเป็นตัวสะท้อนถึงความเสี่ยงที่ต่างกัน ดังนั้นหากอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ตัวใดตัวหนึ่งสูงขึ้น ก็น่าจะตีความได้ว่าสินทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงที่สูงขึ้น ดังนั้นการพิจารณาเฉพาะแต่ความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนว่ามีผลต่อระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง จึงมีน่าจะถูกต้องนัก

6) เงินปันผลของบริษัท

ทั้งงานของ Kim, Mauer and Sherman (1998) และ Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999) ต่างให้ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับระดับสินทรัพย์สภาพคล่องไปในทางลบ ด้วยเหตุงานศึกษาทั้งสอง ใช้ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลเป็นรายปี ดังนั้นหากในปลายปีใด บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลออกไป ระดับสินทรัพย์สภาพคล่องก็จะเหลืออยู่ในสัดส่วนที่น้อยกว่าปีที่ไม่ได้มีการจ่ายเงินปันผล ทั้งนี้โดยอาศัยตัวแปรหุ่นเพื่อแทนผลกระทบจากการจ่ายเงินปันผล โดยให้ปีที่มีการจ่ายเงินปันผล ตัวแปรหุ่นมีค่า = 1 ส่วนในปีที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล ตัวแปรหุ่น จะมีค่า = 0

7) สินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิ (Net working capital)

Shleifer and Vishny (1993) ได้พูดถึงบทบาทของการแปลงสภาพสินทรัพย์ในงบดุลว่าเป็นแหล่งในการจัดหาเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำวิธีหนึ่ง โดยบริษัทที่มีสินทรัพย์เป็นแบบเฉพาะมากกว่า ก็จะแปลงสภาพสินทรัพย์ได้ยากกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ที่มีลักษณะใช้งานได้ทั่วไปมากกว่า ซึ่งในงานของ Lang et al.(1994) ได้แสดงให้เห็นว่ามันเป็นธรรมดาที่บริษัทจะทำการแปลงสภาพคล่องสินทรัพย์ที่ไม่ได้ใช้ในธุรกิจหลักออกไป หากเกิดภาวะตึงตัวทางการเงิน อย่างกรณีการแปลงสภาพคล่องบัญชีลูกหนี้ผ่านการ factoring และ securitization ดังนั้นหากพบว่าในธุรกิจใดมีการกระจายการลงทุนไปสู่ธุรกิจที่ไม่ใช่แกนหลักมาก ก็น่าจะมีแนวโน้มที่จะถือสินทรัพย์สภาพคล่องในระดับที่ต่ำกว่าได้ นอกจากนี้ ทุนหมุนเวียนสุทธิ(หักเงินสดออก) ก็น่าจะเป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่สามารถแสดงให้เห็นถึงการทดแทนกันระหว่างสินทรัพย์ได้ เพราะในยามที่เงินสดเกิดขาดแคลน บริษัทสามารถนำสินทรัพย์หมุนเวียนมาสุทธิเหล่านี้มาแปลงสภาพคล่องได้ โดยพบการ

ศึกษาดังกล่าวในงานของ Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999) และวิชาดา (1998) ที่ได้ให้ข้อสรุปว่ามีทิศทางความสัมพันธ์ไปในทางลบ อย่างที่คาดการณ์ไว้

8) ค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capital Expenditure)

ในงานของ Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999) พบความสัมพันธ์ระหว่างค่าใช้จ่ายทุนกับเงินสดในทิศทางที่เป็นบวก โดยให้เหตุผลการศึกษาว่า ค่าใช้จ่ายในการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร เป็นค่าใช้จ่ายที่มีปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลสารสนเทศสูง เนื่องจากเป็นการยากที่นักลงทุนภายนอกจะสามารถตรวจสอบและรับทราบข้อมูลเท่ากับผู้บริหาร จึงเป็นค่าใช้จ่ายประเภทที่มีข้อจำกัดในการกู้ยืมเงินจากภายนอกสูง จึงเป็นเหตุให้นำมาซึ่งภาวะตึงตัวทางการเงินได้ง่าย ดังนั้นหากบริษัทมีค่าใช้จ่ายลงทุนในสินทรัพย์ประเภทนี้มาก ก็จะทำให้ต้องสำรองสินทรัพย์สภาพคล่องไว้ในระดับที่สูง เพื่อเผื่อไว้ใช้จ่ายในรายการประเภทนี้

9) ประเภทอุตสาหกรรม

ในงานของ Chudson (1945) ได้ทดสอบเกี่ยวกับปัจจัยด้านความแปรปรวนของอุตสาหกรรม พบว่าสัดส่วนของเงินสดต่อสินทรัพย์รวมบริษัท มีแนวโน้มที่จะผันแปรไปอย่างเป็นระบบตามประเภทของอุตสาหกรรม โดยจะสูงกว่าอย่างสำคัญสำหรับบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง โดยในงานศึกษาถัดมา อันได้แก่ Damodaran (1997), Kim, Mauer and Sherman (1998) และ Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999) ต่างได้ให้ผลศึกษาไปในทางเดียวกัน โดยเห็นว่าสัดส่วนของสินทรัพย์สภาพคล่องมีการผันแปรไปตามกลุ่มอุตสาหกรรม อันเนื่องมาจากความต้องการในการถือเงินเพื่อใช้ในการดำเนินงานมีความแตกต่างกันไปตามสายธุรกิจ

อย่างไรก็ตาม ในงานศึกษาของวิชาดา (1998) พบว่าปัจจัยประเภทอุตสาหกรรม ไม่มีผลต่อระดับสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัท แต่ทั้งนี้อาจเกิดจากปัญหาในการแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรมที่มากเกินไปถึง 22 กลุ่มอุตสาหกรรม โดยมีข้อมูลบริษัทที่ใช้ศึกษาเพียง 67 บริษัทเท่านั้น

ตารางที่ 2.2 สรุปผลการศึกษางานวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับปัจจัยกำหนดระดับสินทรัพย์สภาพคล่อง

ปัจจัย	ผล ศึกษา	งานวิจัย	เหตุผล
ขนาดบริษัท	(-)	Getler and Hubbard (1998) Whited (1992) Fazzari and Peterson (1993)	บริษัทเล็กมีข้อจำกัดในการกู้ยืมมากกว่า บริษัทใหญ่ บริษัทเล็กจึงต้องถือเงินสดใน สัดส่วนที่สูงกว่า
		Barclay and Smith (1996) Miller and Orr (1996) Vogel and Maddala (1967) Kim, Mauer and Sherman (1998) Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999)	มีความประหยัดจากขนาดในการบริหาร เงินสด
	ไม่พบ	วิชดา (2541)	มีข้อจำกัดด้านตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ระยะเวลาเพียง 5 ปี ตัวอย่าง 67 บริษัท
โอกาสใน การเติบโต (สัดส่วน MV/BV)	(+)	Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999)	ยิ่งโอกาสเติบโตสูง ยิ่งมีผลตอบแทนจากการ ลงทุนสูง ฉะนั้นจึงมีต้นทุนค่าเสียโอกาสใน การขาดแคลนเงินลงทุนสูงกว่า
		Kim, Mauer and Sherman (1998) วิชดา (2541)	บริษัทที่มีสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนสูง จะเสี่ยงกว่า หากเกิดปัญหาทางการเงิน เพราะการขาย สินทรัพย์มีโอกาสได้ราคาต่ำมาก จึงต้องถือเงิน สูงเพื่อลดความเสี่ยง หากมีปัญหาทางการเงิน
กระแส- เงินสดรับ (EBIT)	(-)	Kim, Mauer and Sherman (1998) John (1993)	กระแสเงินสดเป็นแหล่งสภาพคล่องที่ดีที่ใช้ใน การดำเนินงาน จึงสามารถถือเงินในระดับต่ำได้
	(+)	Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999)	กระแสเงินสดเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญต่อ กิจการ ฉะนั้นหากมีกระแสเงินสดเข้ามามาก ระดับเงินสดในมือของกิจการย่อมสูงขึ้นด้วย
	(+)	วิชดา (2541)	ข้อจำกัดด้านความสะดวกในการหาข้อมูล จึงใช้ตัวแปร EBIT แทนกระแสเงินสด พบว่าสัมพันธ์เป็นบวกเช่นกัน

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ปัจจัย	ผล ศึกษา	งานวิจัย	เหตุผล
ความแปรปรวน กระแสเงินสด	(+)	Kim, Mauer and Sherman (1998) Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999) Beltz and Frank (1996)	ยิ่งกระแสเงินสดมีความแปรปรวนมาก ยิ่งทำให้ความเป็นไปได้ที่กระแสเงินสดจะขาด แคลนมีมากขึ้น บริษัทจึงต้องคงระดับเงินสด ไว้สูง
(ความแปร- ปรวนของ EBIT)	(+)	วิชาดา (2541)	ความจำกัดด้านความสะดวกในการหาข้อมูล จึงใช้ตัวแปร EBIT แทนกระแสเงินสด พบว่าสัมพันธ์เป็นบวกเช่นกัน
เงินปันผล	(-)	Kim, Mauer and Sherman (1998) Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999)	ในปลายปีที่มีการจ่ายเงินปันผลออกไป ย่อม ทำให้ระดับสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทอยู่ใน สัดส่วนที่ต่ำกว่าปีที่ไม่ได้มีการจ่ายเงินปัน ผล
สินทรัพย์หมุน- เวียนสุทธิ	(-)	Shleifer and Vishny (1993) Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999) วิชาดา (2541)	มีการทดแทนกันระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียน กับเงินสด
ค่าใช้จ่ายใน การลงทุน	(+)	Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999)	ค่าใช้จ่ายลงทุนในสินทรัพย์ถาวร มีปัญหา ความไม่สมมาตรของข้อมูลสูง ทำให้กู้เงินได้ ยาก บริษัทจึงต้องดำรงเงินสดสูง
ความแปรปรวน ของประเภท อุตสาหกรรม	มีผล	Chudson (1945) Damodaran (1997) Kim, Mauer and Sherman (1998) Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999)	ระดับสินทรัพย์สภาพคล่องมีการผันแปรไป อย่างเป็นระบบตามประเภทอุตสาหกรรม เพราะในแต่ละอุตสาหกรรมมีความต้องการ ถือเงินในระดับที่ต่างกันไป
	ไม่พบ	วิชาดา (2541)	อาจเกิดจากการแบ่งกลุ่มที่มากเกินไปถึง 22 กลุ่มอุตสาหกรรม โดยใช้ตัวอย่างเพียง 67 บริษัท

2.2 วรรณกรรมปริทัศน์ที่เกี่ยวกับพฤติกรรมการณ์ถือสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกิน

2.2.1 วรรณกรรมทางด้านแนวคิด

จากกรอบการวิเคราะห์แบบ Marginal Analysis ที่เราสมมติฐานให้ฝ่ายบริหารมีเป้าหมายในการบริหารกิจการเพื่อทำให้ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นสูงสุด จึงเป็นเหตุให้ฝ่ายบริหารน่าจะบริหารสินทรัพย์สภาพคล่องให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม โดยคำนึงจากประโยชน์และต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการถือสินทรัพย์สภาพคล่องนั้น

อย่างไรก็ดี ในโลกแห่งความเป็นจริง เราพบว่าฝ่ายบริหารอาจมิได้บริหารกิจการเพื่อความมั่งคั่งสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นเสมอไป โดยในทฤษฎี Agency Costs ได้พยายามอธิบายให้เห็นว่า ในบางครั้ง ผลประโยชน์ของฝ่ายบริหารอาจแตกต่างออกไปจากผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดยจะพิจารณาง่าย ๆ ได้จาก ผลตอบแทนของฝ่ายบริหารมักจะขึ้นอยู่กับเงินเดือน มีเพียงส่วนน้อยเท่านั้นที่ขึ้นอยู่กับผลตอบแทนในการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นหากในการบริหารงานจะต้องมีการตัดสินใจเลือกระหว่างอำนาจที่ฝ่ายบริหารจะได้รับกับผลตอบแทนในการดำเนินงานของบริษัท เราจะพบว่า ฝ่ายบริหารที่มีความเป็นอิสระในการตัดสินใจ มักเลือกที่จะดำเนินการเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของตน โดยให้ตนเองมีอำนาจเพิ่มขึ้น มากกว่าที่จะคำนึงถึงผลตอบแทนของบริษัทซึ่งเป็นผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

เช่นเดียวกัน ในกรณีของการบริหารสินทรัพย์สภาพคล่อง เราจึงมักพบว่าบริษัทที่มีปัญหา Agency Cost of Managerial Discretion ฝ่ายบริหารมักจะเลือกถือสินทรัพย์สภาพคล่องเกินกว่าในระดับที่เหมาะสม (อ้างอิงจาก Graham and Dodd (1951)) แม้ว่าจะทำให้เกิดต้นทุนกับผู้ถือหุ้นก็ตาม โดยวัตถุประสงค์สำคัญที่ทำให้ฝ่ายบริหารมักจะถือสินทรัพย์สภาพคล่องไว้เกินกว่าในระดับที่เหมาะสม ได้แก่

- 1) การถือสินทรัพย์สภาพคล่องไว้มาก ๆ นั้น สามารถช่วยหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (risk averse) ได้ (อ้างอิงจาก Smith and Watts (1982)) ด้วยเหตุผลที่ว่า การที่บริษัทมีสินทรัพย์สภาพคล่องมาก ๆ ทำให้ไม่จำเป็นต้องเข้าไประดมทุนจากตลาดทุน จึงสามารถหลีกเลี่ยงการตรวจสอบจากตลาดทุนและนักลงทุนภายนอกได้ (อ้างอิงจาก M.Rozeff (1982) และ F.H. Easterbrook (1984)) ซึ่งมักจะนิยมกันมากในการบริหารแบบเชิงรุก

2) การถือเงินไว้ในจำนวนมากนั้น เปรียบเสมือนกับการมีสภาพคล่องที่ไม่เสียต้นทุน (free cash flow) ฝ่ายบริหารจึงมีความยืดหยุ่นมากขึ้นในการจะนำเงินจำนวนนี้ไปใช้จ่ายตามวัตถุประสงค์ของตนเอง ซึ่งอาจเป็นโครงการลงทุนที่เสี่ยงเกินกว่าที่ตลาดทุนจะให้เงินทุน นั่นก็คือ ฝ่ายบริหารสามารถที่จะใช้เงินจำนวนนี้ เมื่อไหร่ก็ได้ที่ต้องการ ในขณะที่การก่อกองอาจไม่สามารถทำได้หรือทำได้ในจำนวนที่จำกัด และยังคงอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของตลาดทุนอีกด้วย

3) ฝ่ายบริหารอาจต้องการสะสมเงินเอาไว้ แทนที่จะจ่ายให้ออกไปเป็นเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น (อ้างอิงจาก Lang and Litzenberger (1989)) ด้วยเหตุที่การจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น จะเป็นการลดทรัพยากรภายใต้การควบคุมของฝ่ายบริหารลง ทำให้เปรียบเสมือนกับการที่ฝ่ายบริหารมีอำนาจลดลง ดังนั้นในบางครั้งจึงอาจทำให้ฝ่ายบริหารต้องหาทางที่จะใช้เงินทุนเหล่านั้น ด้วยการเลือกโครงการการลงทุนที่แย่ ๆ เมื่อไม่สามารถหาโครงการที่ดี ๆ ได้ ดังนั้น โดยทั่วไปในบริษัทที่มีโครงการลงทุนที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง ปัญหา Agency Costs of Managerial Discretion ก็ดูจะไม่สำคัญอะไรนัก เพราะดูเหมือนวัตถุประสงค์ระหว่างฝ่ายบริหารกับผู้ถือหุ้นจะสอดคล้องกัน แต่ในทางตรงกันข้าม หากโครงการลงทุนที่เหลืออยู่ เป็นโครงการที่มีความสามารถในการทำกำไรต่ำ การใช้เงินทุนของฝ่ายบริหารเพื่อต้องการสร้างทรัพยากรให้กับตนเองมาก ๆ ก็ดูจะเป็นการสร้างต้นทุนมหาศาลให้กับผู้ถือหุ้น ดังนั้นในบริษัทที่มีโครงการที่มีความสามารถในการทำกำไรต่ำ (ซึ่งมองได้จากสัดส่วน MV/BV) จึงน่าจะนำมาซึ่งปัญหา Agency cost of managerial discretion มากกว่า (อ้างอิงจาก Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson (1999))

จากเหตุผลในข้อ 2 และ 3 นี้เอง ที่ทำให้ Jensen (1986) มีแนวคิดว่า แหล่งเงินทุนภายใน¹³ ของบริษัท จะนำไปสู่ความไม่มีประสิทธิภาพในการลงทุน อันเนื่องมาจากปัญหา Agency costs of managerial discretion ที่รุนแรงขึ้น ดังนั้น ในแนวคิดของ Jensen จึงแนะนำให้บริษัทกักหนัเพื่อนำมาใช้จ่ายลงทุน มากกว่าที่จะอาศัยเงินจาก

¹³ แหล่งเงินทุนภายในที่ Jensen พูดถึงนั้น พิจารณาจากกระแสเงินสดที่ไม่มีภาระผูกพัน (Free cash flow) ของบริษัท โดยกระแสเงินสดที่เหลืออยู่ (Residual cash flow) ก็คือ กระแสเงินสดหลังหักค่าใช้จ่ายอันเนื่องมาจากการเป็นหนี้ (Debt service) ภาษี การลงทุนแบบยั่งยืน และเงินปันผลที่ได้ตั้งไว้แล้ว ซึ่งเราสามารถจะมองได้อีกอย่างว่าเป็นสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินที่บริษัทถือกันเอง

แหล่งเงินทุนภายใน เพื่อที่ฝ่ายบริหารจะได้ถูกตรวจสอบพฤติกรรมการลงทุนโดยตลาดทุน จะได้นำเงินทุนของบริษัทไปใช้จ่ายลงทุนเพื่อวัตถุประสงค์ของตนเอง

หากจะขยายการพิจารณาตัวแทนที่ใช้วัดระดับปัญหา Agency costs of managerial discretion ในงานของ Stulz (1990) ได้อธิบายไว้ใกล้เคียงกับตัวแปรในงานศึกษาของเรามากที่สุด โดยการใช้สัดส่วน MV/BV เป็นตัวแทนในการพิจารณาว่า บริษัทใดน่าจะมีปัญหา Agency costs of managerial discretion สูงหรือต่ำ โดยคาดว่าบริษัทที่มี MV/BV ต่ำ น่าจะเป็นบริษัทที่มีปัญหา Agency costs of managerial discretion สูง ทั้งนี้ด้วยเหตุที่บริษัทที่มีสัดส่วน MV/BV ต่ำเหล่านี้ เป็นการแสดงถึงโครงการที่มีโอกาสในการได้รับผลตอบแทนต่ำ จึงเป็นโครงการที่ยากจะได้รับเงินทุนจากตลาดทุน ผู้บริหารในเชิงรุกจึงจำเป็นต้องพยายามถือสินทรัพย์สภาพคล่องไว้ให้มาก เพื่อจะได้สามารถนำไปใช้จ่ายในโครงการลงทุนของตน จากแหล่งเงินทุนที่ฝ่ายบริหารไม่สามารถกู้ยืมมาจากแหล่งตลาดทุนนี้เอง จึงเป็นเหตุให้ในอีกนัยหนึ่ง ตนก็ไม่ต้องถูกควบคุมโดยตลาดทุนด้วยเช่นกัน ฝ่ายบริหารจึงน่าจะมีความเป็นอิสระในการตัดสินใจมากกว่า ด้วยเหตุนี้จึงคาดว่าน่าจะมีปัญหา Agency costs of managerial discretion สูง

อย่างไรก็ดี แนวคิดทฤษฎี Financing Hierarchy หรือเรียกอีกอย่างว่า Market Friction กลับเห็นด้วยกับการที่บริษัทควรมีการสำรองสินทรัพย์สภาพคล่องเพื่อนำไปใช้เป็นแหล่งเงินทุนภายในสำหรับการลงทุนในอนาคต เพราะปัญหาความไม่เท่าเทียมกันในการรับรู้ข่าวสารข้อมูล จะนำไปสู่ข้อจำกัดในการจัดหาเงินทุน ทำให้การระดมเงินทุนจากภายนอกมีต้นทุนสูง โดยเฉพาะอย่างยิ่งการออกหุ้นทุน ดังนั้นตามแนวคิดนี้ การถือเงินสดส่วนเกิน จึงเป็นสิ่งที่ดี เพราะต้นทุนของการลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่องสามารถนำมาหักล้างกับประโยชน์ที่ได้จากการลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่อง ด้วยเหตุนี้จึงไม่สร้างภาระต้นทุนให้เกิดขึ้นกับผู้ถือหุ้นนั่นเอง

2.2.2 วรรณกรรมทางด้านงานวิจัยเชิงประจักษ์

มีงานวิจัยหลายชิ้นที่พยายามทดสอบพฤติกรรมของบริษัทที่มีเงินสดในปริมาณสูง โดยมีทฤษฎีพื้นฐานที่สำคัญ 2 ทฤษฎีที่มักนำมาใช้อธิบายการตัดสินใจถือเงินของฝ่ายบริหาร อันได้แก่ แนวคิดทฤษฎี Agency Cost หรือ Free Cash Flow ของ Jensen (1986) ที่อธิบายถึงการถือสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินว่าเป็นอันตรายต่อผู้ถือหุ้น เพราะผู้จัดการมักนำสินทรัพย์สภาพคล่องเหล่านั้นไปใช้เพื่อผลประโยชน์ของตนเอง โดยการลงทุนมากเกินไปและนำไปกระจายการครอบงำกิจการอื่น ๆ ส่วนอีกแนวคิดหนึ่งก็คือ แนวคิดทฤษฎี Financing Hierarchy หรือ Market Friction เชื่อว่าเงินสดเป็นสิ่งที่ดี เพราะสามารถช่วยให้บริษัทเลี่ยงจากต้นทุนในการระดมเงินทุนที่สูงขึ้น อันเกิดจากปัญหา Asymmetric Information ในตลาดทุนได้

อย่างไรก็ดี แม้จะมีงานศึกษามากมาย อย่างเช่น Lang & Litzenberger (1989), Lang, Litzenberger & Stulz (1991) และ Hanson (1992) ที่ได้ทำการทดสอบเกี่ยวกับกระแสเงินสดของกิจการ และพบปัญหา Free Cash Flow แต่ในงานศึกษาชิ้นนี้ ผู้ศึกษาต้องการเน้นเฉพาะเพียงงานศึกษาที่ทดสอบเกี่ยวกับพฤติกรรมของบริษัทที่มีปริมาณเงินสดสูงกับปัญหา Free Cash Flow เท่านั้น โดยจะแบ่งออกเป็นสองกลุ่มตามผลการศึกษาที่ได้ ดังต่อไปนี้

กลุ่มแรก งานวิจัยที่ให้ผลการศึกษาสอดคล้องกับทฤษฎี Free Cash Flow กล่าวคือ กระแสเงินสดส่วนเกินของบริษัท จะนำไปสู่การใช้จ่ายอย่างไม่มีประสิทธิภาพ โดยในแต่ละงานจะเป็นการทดสอบปริมาณเงินสดส่วนเกินกับโครงสร้างค่าใช้จ่ายของกิจการที่ต่างกันไปในที่นี้จึงจะแยกงานศึกษาออกตามค่าใช้จ่ายที่ใช้เป็นตัวทดสอบพฤติกรรมปัญหา Agency Cost ดังต่อไปนี้

- ค่าใช้จ่ายในการครอบงำกิจการ (Acquisition) โดยงานวิจัยของ Harford (1998) ได้ทดสอบบริษัทในอุตสาหกรรมการผลิตทั้งหมด 24,179 บริษัท ในช่วงปี 1950 - 1994 ว่าบริษัทที่มีปริมาณเงินสดสูง โดยวัดจากบริษัทที่มีเงินสดเกินกว่าค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 1.5 ในแบบจำลองที่ใช้ในการทำนาย มีความสัมพันธ์อย่างไรกับค่าใช้จ่ายในการครอบงำกิจการ ซึ่งผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีปริมาณเงินสดสูงเหล่านี้ มีแนวโน้มจะทำการ

ครอบงำกิจการที่สูงกว่าบริษัทที่มีปริมาณเงินสดต่ำอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งแม้ว่าอาจเกิดจากนโยบายภายในของบริษัทในการถือเงินสดเอง แต่มันก็เป็นไปได้ว่าอาจเกิดจากบริษัทที่มีปริมาณเงินสดสูง มีทรัพยากรมากพอที่จะนำไปครอบงำกิจการอื่น จึงแสดงให้เห็นถึงปัญหา Agency Cost ของฝ่ายบริหารในการนำเงินสดส่วนเกินไปใช้จ่ายเพื่อประโยชน์ของฝ่ายบริหารมากกว่าผู้ถือหุ้น

เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Blanchard, Lopez-de-Silanes & Shleifer (1994) ที่ทำการศึกษารายบริษัทจำนวน 11 บริษัท ในช่วงปี 1980 – 1986 โดยใช้เงินสดที่เกินกว่าการชำระบัญชีในการดำเนินคดีทางกฎหมายเป็นตัววัดปริมาณเงินสดส่วนเกินของบริษัท และพบว่าบริษัทจะนำเงินสดไปใช้เพื่อลดหนี้สินและทำการกระจายการครอบงำกิจการ เพื่อช่วยในการบริหาร สร้างความมั่นคงในระยะยาวให้กับบริษัท และสร้างความเป็นอิสระในการบริหารงานของฝ่ายบริหารให้มากขึ้น ซึ่งสิ่งเหล่านี้ จะเกิดเป็นต้นทุนให้กับผู้ถือหุ้นนั่นเอง

- ค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capital Expenditure) โดยในงานศึกษาของ Vogt (1994) ได้ทำการศึกษารายบริษัทในอุตสาหกรรมการผลิตในประเทศอเมริกา ว่าค่า Tobin's Q¹⁴ ที่เป็นตัวแทนของโอกาสในการลงทุนของบริษัท มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและค่าใช้จ่ายในการลงทุน ซึ่งผลการศึกษานี้สรุปว่า กระแสเงินสดของบริษัทที่มีค่า Q ต่ำ (มีโอกาสนำการลงทุนต่ำ) จะมีอิทธิพลอย่างมากต่อค่าใช้จ่ายในการลงทุน ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการลงทุนโดยการใช้แหล่งเงินทุนภายในบริษัทนั้น จะนำไปสู่ความไม่มีประสิทธิภาพ

เช่นเดียวกับงานของ Lamont (1997) ที่ศึกษาโครงสร้างการลงทุนของบริษัทน้ำมัน ในช่วงที่เกิด Oil Shock ปี 1986 โดยใช้กระแสเงินสดต่อยอดขาย เป็นดัชนีวัดการมีปริมาณเงินสดสูง และพบว่าในช่วงที่บริษัทประสบปัญหา Oil Shock บริษัทจะมีการลดการลงทุนในส่วนที่ไม่ใช่กิจการ

¹⁴ ค่า Tobin's Q คำนวณได้จาก (ราคาตลาดของหุ้นสามัญ + ราคาตามมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินและหุ้นบุริมสิทธิ์) / ราคาตามมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวมของบริษัท

น้ำมันลง ซึ่งแสดงให้เห็นถึง การใช้เงินทุนอย่างไม่มีประสิทธิภาพในช่วงก่อนเกิดวิกฤติ Oil Shock ของบริษัทน้ำมันเหล่านั้น

กลุ่มที่สอง งานที่ผลการศึกษาไม่สอดคล้องตามทฤษฎี Free Cash Flow ของ Jensen โดยไม่พบหลักฐานที่ชี้ว่า การนำเงินสดส่วนเกินเพื่อใช้ในการลงทุนจะนำไปสู่ความไม่มีประสิทธิภาพ ซึ่งในแต่ละงานได้ทำการทดสอบปริมาณเงินสดส่วนเกินที่มีผลต่อโครงสร้างค่าใช้จ่ายที่ต่างกันไป สรุปได้ดังต่อไปนี้

- โครงสร้างการใช้จ่ายทั้งหมด อันได้แก่ การใช้จ่ายเพื่อการลงทุน การจ่ายเงินปันผล การครอบงำกิจการ และกระแสเงินสดที่ใช้ในการดำเนินงาน โดยในงานของ Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999) ได้พยายามหาความสัมพันธ์ระหว่างเงินสดส่วนเกินกับโครงสร้างค่าใช้จ่ายของบริษัทในอุตสาหกรรมการผลิต โดยคาดว่าฝ่ายบริหารน่าจะพยายามเก็บเงินสดส่วนเกินไว้เพื่อนำไปใช้จ่ายลงทุน แม้ว่าจะเป็นการเติบโตก็ตาม ซึ่งสิ่งนี้เองจะเป็นตัวแสดงถึงปัญหา Agency Cost ที่ฝ่ายบริหารมักนำแหล่งเงินทุนภายในที่ไม่ถูกควบคุมโดยตลาดทุนไปใช้เพื่อผลประโยชน์ของตนเอง อย่างไรก็ดี จากผลการศึกษาไม่พบหลักฐานดังกล่าว เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายทุนมีเพียงเล็กน้อยเมื่อเทียบกับการเพิ่มขึ้นของเงินสดส่วนเกินของฝ่ายบริหาร

- ค่าใช้จ่ายในการซื้อหุ้นคืนของกิจการ โดยในงานของ Antunovich (1998) ได้พยายามศึกษาบริษัทที่มีการออกหุ้นสามัญหรือมีการซื้อคืนในปี 1978 และพบผลการศึกษาว่าผลตอบแทนของการซื้อคืนหุ้น ไม่มีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน และการออกหุ้นสามัญยิ่งมาก จะทำให้ผลตอบแทนยังเป็นลบ สิ่งนี้จึงทำให้เป็นเครื่องยืนยันได้ถึงปัญหา Asymmetric Information ในการระดมเงินทุนจากภายนอก และความจำเป็นในการใช้แหล่งเงินทุนจากภายในของกิจการได้เป็นอย่างดี หลักฐานนี้จึงไม่สนับสนุนแนวคิดของ Jensen ที่เชื่อแหล่งเงินทุนภายในจะนำไปสู่ความไม่มีประสิทธิภาพ

ตารางที่ 2.3 สรุปผลงานวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับพฤติกรรมการณ์ถือสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินของบริษัท

1. กลุ่มงานวิจัยที่ให้ผลการศึกษาสอดคล้องกับทฤษฎี Free cash flow

งานวิจัย	นิยามเงินสดสูง	ข้อมูล	ผลการศึกษา
Harford (1998)	เกินกว่าค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 1.5 ในแบบจำลองที่ใช้ทำนาย	24,179 บริษัท ในช่วงปี 1950 - 1994	บริษัทที่มีปริมาณเงินสดสูง จะมีแนวโน้มในการทำการครอบงำกิจการสูงกว่า
Blanchard, Lopez-de-Silanes & Shleifer (1994)	เงินสดที่เกินกว่าการชำระบัญชีในการดำเนินคดีทางกฎหมาย	11 บริษัท ในช่วงปี 1980 - 1986	บริษัทจะมีการนำเงินไปใช้เพื่อลดหนี้สิน และทำการกระจายการครอบงำกิจการเพื่อช่วยในการบริหาร
Lamont (1997)	สัดส่วนกระแสเงินสดต่อยอดขาย	บริษัทน้ำมันในช่วงที่เกิด Oil shock ปี 1986	บริษัทน้ำมันจะลดการลงทุนในส่วนที่ไม่ใช่กิจการน้ำมันลงในช่วงที่เกิด Oil shock
Vogt (1994)	กระแสเงินสด	บริษัทในอุตสาหกรรมการผลิต ในช่วงปี 1971 - 1994	กระแสเงินสดของบริษัทที่มีค่า Tobin's Q ต่ำ จะมีอิทธิพลอย่างมาก ต่อค่าใช้จ่ายในการลงทุน

2. กลุ่มงานวิจัยที่ให้ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับทฤษฎี Free cash flow

งานวิจัย	นิยามของเงินสดสูง	ข้อมูล	ผลการศึกษา
Antunovich (1998)	การเพิ่มขึ้นในเงินทุนหมุนเวียนของกิจการ	บริษัทที่ออกหุ้นสามัญ หรือมีการซื้อคืน ในปี 1978	ผลตอบแทนของการซื้อคืนหุ้น ไม่มีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน และการออกหุ้นสามัญยิ่งมาก จะให้ผลตอบแทนที่เป็นลบ
Opler, Pinkowitz, Stulz & Williamson (1999)	สัดส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์สุทธิ ที่มีค่าความคลาดเคลื่อนเป็นบวก	บริษัทในอุตสาหกรรมการผลิตในช่วงปี 1971 - 1994	มีการเพิ่มขึ้นของการใช้จ่ายเพียงเล็กน้อยเมื่อเทียบกับการเก็บเงินสดส่วนเกินที่เพิ่มขึ้นของฝ่ายบริหาร