



การเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือกับการถือครองเงินสด

โดย

นางสาววริยา วงษ์มาก

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

การบริหารการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือกับการถือครองเงินสด

โดย

นางสาววริยา วงษ์มาก



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

การบริหารการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



Changes in Company Credit Ratings and Cash Holdings

By

MISS VARIYA VONGMAK



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE

FINANCIAL MANAGEMENT

FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY

THAMMASAT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2015

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาววริยา วงษ์มาก

เรื่อง

การเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือกับการถือครองเงินสด

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต


สาขาวิชาการบริหารการเงิน

เมื่อ วันที่..... 30 ส.ค. 2559.....

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ


(รองศาสตราจารย์ ดร.นฤตล ร่มโพธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ


(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

คณบดี


(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือกับการถือครองเงินสด
ชื่อผู้เขียน	นางสาววริยา วงษ์มาก
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีจุดประสงค์เพื่อที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือกับการถือครองเงินสดของบริษัท โดยมีกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือจากบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ตั้งแต่ พ.ศ. 2547 ถึง พ.ศ. 2557 และใช้วิธี Pooled OLS Regression และ Fixed Effect Regression ในการศึกษา

จากการศึกษาพบว่าการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นส่งผลต่อการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญและมีความสัมพันธ์ในทางบวกกล่าวคือ หากบริษัทได้รับการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นบริษัทมีแนวโน้มที่จะถือครองเงินสดเพิ่มมากขึ้น ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าสาเหตุที่เนื่องมาจากบริษัทต้องการที่จะรักษาระดับเครดิตไว้ในระยะยาวจากการได้รับปรับอันดับเครดิตขึ้นจึงมีการรักษาระดับการถือครองเงินสดเอาไว้หรืออาจเป็นไปได้ว่าการพิจารณาปรับอันดับเครดิตอาจจะพิจารณาจากข้อมูลย้อนหลังไม่ได้พิจารณาเพียงแค่ข้อมูลปัจจุบันเพียงอย่างเดียว นอกจากนี้ถึงแม้ว่าการได้รับปรับอันดับเครดิตขึ้นอาจจะทำให้ต้นทุนของแหล่งเงินทุนภายนอกถูกลง แต่ต้นทุนจากการเลือกสะสมเงินสดไว้เพื่อใช้ในการดำเนินกิจการของบริษัทอาจจะยังถูกกว่าแหล่งเงินทุนภายนอก จากทฤษฎีจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นจึงทำให้บริษัทยังเลือกที่จะถือครองเงินสดเพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตามจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในส่วนของการปรับอันดับเครดิตลดลงพบว่าไม่ได้ส่งผลต่อการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: การเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต, การถือครองเงินสด

Independent Study Title	CHANGES IN COMPANY CREDIT RATINGS AND CASH HOLDINGS
Author	Miss Variya Vongmak
Degree	Master Of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Commerce And Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Monvika Phadoongsitthi, Ph.D.
Academic Years	2015

ABSTRACT

Companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) receiving credit ratings from the Thai Rating and Information Services Co., Ltd. (TRIS), Thailand's first credit rating agency, from 2004 to 2014 were studied. The relationship between changes in company credit ratings and cash holdings were examined. Data was analyzed by pooled OLS regression and fixed effect regression.

Results found a significant negative relationship between upgraded credit ratings and cash holdings. Firms tend to hoard more cash when their company credit ratings upgraded. A literature review suggested that upgraded companies wish to maintain long-term levels of company credit ratings, so they retain cash. Criteria used to determine credit ratings include past as well as present information. Upgraded credit ratings may allow companies to access external capital with cheaper transaction costs, but cash holdings are even cheaper. The pecking order theory suggests that companies prefer internal financing or holding cash. Yet these findings found no significant relationship between downgraded credit ratings and cash holdings.

Keywords: changing in company credit rating, cash holdings

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาอิสระนี้สำเร็จลุล่วงตามวัตถุประสงค์ไปได้ด้วยดีเนื่องจากได้รับความกรุณาจากรองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์ อาจารย์ที่ปรึกษาที่ได้ให้ความรู้ คำแนะนำ ชี้แนะแนวทาง และตรวจทานงานวิจัยนี้ให้ละเอียดถี่ถ้วน รวมทั้งขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.นภดล รมโพธิ์ กรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ ที่ได้ให้คำแนะนำเพิ่มเติมในการปรับปรุงแก้ไขทำให้งานวิจัยนี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

ขอขอบพระคุณคณาจารย์คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีทุกท่านที่ได้อบรมสั่งสอน และมอบความรู้ต่างๆ มากมาย ตลอดจนเจ้าหน้าที่โครงการ 5 ปี (IBMP) ที่ช่วยประสานงานและเอื้ออำนวยความสะดวกให้งานวิจัยนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

ท้ายที่สุด ขอขอบคุณพ่อแม่ ที่ให้การสนับสนุนในการเรียนอย่างเต็มที่และเพื่อนๆ ทุกคนที่ช่วยเหลือกันมาโดยตลอด

ผู้วิจัยหวังว่าการศึกษาอิสระนี้จะก่อให้เกิดประโยชน์ในการศึกษาไม่มากนักน้อย หากมีข้อบกพร่องประการใด ผู้วิจัยขอน้อมรับข้อผิดพลาดและขออภัยมา ณ ที่นี้

นางสาววริยา วงษ์มาก

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
สารบัญรูปภาพ	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	2
1.3 ขอบเขตของการวิจัย	3
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 การจัดอันดับเครดิต (Credit Rating)	4
2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต	7
2.3 แนวคิดเกี่ยวกับการถือครองเงินสด (Cash Holding)	8
2.3.1 ทฤษฎีทางเลือก (The trade-off theory)	9
2.3.2 ทฤษฎีจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (The pecking order theory)	9
2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	10

	(5)
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	13
3.1 ข้อมูลและแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	13
3.2 วิธีการวิจัย	13
บทที่ 4 ผลการวิจัย	17
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	17
4.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณเชิงเส้น	21
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	25
5.1 สรุปผลการศึกษา	25
5.2 ข้อจำกัดในงานวิจัย	26
5.3 ข้อเสนอแนะ	26
รายการอ้างอิง	27
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก. สัญลักษณ์และนิยามอันดับเครดิต	31
ภาคผนวก ข. อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการพิจารณาจัดอันดับเครดิตของธุรกิจทั่วไป	33
ประวัติผู้เขียน	35

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 แสดงรายละเอียดของตัวแปรควบคุม	14
4.1 จำนวนการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตรายปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2547-2557	17
4.2 แสดงค่าเฉลี่ยของตัวแปรต่างๆ แยกตามลักษณะการเปลี่ยนแปลงของอันดับเครดิต และการทดสอบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่างที่อันดับเครดิตเพิ่มขึ้น กับกลุ่มตัวอย่างที่อันดับเครดิตลดลง ด้วยวิธี T-test	18
4.3 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม	20
4.4 แสดงผลการทดสอบ White's test เพื่อทดสอบความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน ในแบบจำลองมีค่าไม่คงที่	21
4.5 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดส่วนเกินกับการปรับเปลี่ยนอันดับเครดิตสมการที่ 1, 2 และ Fixed Effect Regression	22

สารบัญรูปร่าง

ภาพที่

หน้า

2.1 ขั้นตอนการจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป

6



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

อันดับความน่าเชื่อถือหรืออันดับเครดิต (Credit Rating) เป็นต้นทุนอย่างหนึ่งของบริษัทที่สะท้อนถึงต้นทุนในการกู้ยืมเงินในอนาคตและเป็นส่วนหนึ่งในการนำมาวิเคราะห์ต้นทุนในการประเมินมูลค่าของบริษัท ในส่วนของต้นทุนทางการเงินหรือต้นทุนจากการก่อหนี้ตัวเอง (Cost of Debt) ดังนั้น ผู้บริหารจึงต้องมีการปรับปรุงและรักษาอันดับเครดิตไว้ให้อยู่ในระดับที่ดีที่สุดและน่าพึงพอใจที่สุด ในปัจจุบันมีการศึกษาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอันดับเครดิตที่ส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทุนและราคาหุ้น อย่างไรก็ตาม การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอันดับเครดิตที่เปลี่ยนแปลงไปกับสภาพคล่องยังคงมีอยู่จำกัด เพราะสิ่งที่สำคัญที่สุดในการดำเนินธุรกิจคือกิจการต้องมีเงินสดเพียงพอที่จะใช้จ่ายในสิ่งที่จำเป็น ถึงแม้ว่าจะประสบผลขาดทุนในปัจจุบัน หรือเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ แต่หากยังมีสภาพคล่อง กิจการก็มีโอกาสที่จะฟื้นตัวและสร้างกำไรได้อีก ในอนาคต Carosso (1987, p.437) กล่าวว่า “J.P. Morgan ไม่เคยออกจากที่ทำงานในทุกๆ วัน โดยปราศจากการพิจารณาสมุดบัญชีแยกประเภทรายวัน โดยเฉพาะในส่วนของเงินสด (Cash Balance) เพราะไม่มีอะไรทำให้เขากังวลมากกว่าการที่จะรักษาสภาพคล่องของบริษัท”

ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงต้องการที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของบริษัทกับอันดับเครดิตที่เปลี่ยนแปลงไปโดยใช้เงินสดที่บริษัทถือครอง (Cash Holding) เป็นตัวแทนเนื่องจากเงินสดเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องมากที่สุด โดยมีแนวความคิดที่ว่าอันดับเครดิตจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนในส่วนของหนี้สินของบริษัท หากได้รับการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้น หมายถึงบริษัทมีระดับความสามารถในการชำระหนี้เพิ่มขึ้น บริษัทจะสามารถกู้เงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกได้ถูกลง บริษัทจึงไม่จำเป็นต้องถือครองเงินสดจำนวนมาก ในทางตรงกันข้าม หากบริษัทได้รับการปรับอันดับเครดิตลดลงหมายความว่า บริษัทก็จะต้องกู้เงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกโดยมีต้นทุนที่แพงขึ้น บริษัทจะหาแหล่งเงินทุนจากแหล่งอื่นที่มีต้นทุนที่ถูกกว่านั้นก็คือแหล่งเงินทุนภายในตามทฤษฎีจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (The pecking order theory) นอกจากนี้ บริษัทก็มีแนวโน้มที่จะใช้จ่ายอย่างระมัดระวังมากยิ่งขึ้น ด้วยเหตุผลดังกล่าวจึงทำให้บริษัทมีแนวโน้มที่จะมีเงินสดที่ถือครองอยู่เพิ่มมากขึ้นหลังจากการถูกปรับลดอันดับเครดิต Foley et al. (2006) ระบุว่าในปลายปี 2004 ร้อยละ 10.5 ของสินทรัพย์ของบริษัททั้งหมดใน COMPUSTAT มาจากการถือครองเงินสด ซึ่งบริษัท Microsoft ถือเงินสดถึง 60 พันล้านดอลลาร์ เช่นเดียวกับ Riddick and Whited (2009) สังเกตเห็น

แนวโน้มการถือครองเงินสดที่เพิ่มมากขึ้นของบริษัทในยุโรปและสหรัฐอเมริกา โดยกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทจำกัดในประเทศเบลเยียม ตั้งแต่ปี 2002–2010 มีระดับเงินสดที่ถือครองอยู่ประมาณ 6.2 ล้านยูโร ซึ่งคิดเป็น 10.9% ของสินทรัพย์ทั้งหมด มีงานวิจัยมากมายที่อธิบายการถือครองเงินสดของบริษัท เช่น Baumol (1952), Tobin (1956), Miller and Orr (1966) and Karni (1973) ซึ่งอธิบายว่า ต้นทุนธุรกรรม (Transaction costs) นำมาสู่การถือครองเงินสดของบริษัท บริษัทจะสะสมเงินสดเพื่อที่จะหลีกเลี่ยงการขาดสภาพคล่องเพราะจะทำให้การเติบโตในระยะสั้นของบริษัทหยุดชะงักและอาจนำไปสู่การผิดนัดชำระหนี้ได้ (Default)

อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาของ Khieu and Pyles (2012) พบว่า การถือครองเงินสดจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัทในทางลบ เพราะหากบริษัทถือครองเงินสดมากเกินไป ผู้ถือหุ้นก็จะได้รับประโยชน์การใช้เงินสดส่วนเพิ่ม (Marginal Value) ลดน้อยลง Edward and Ronan (2011) ทดสอบการถือครองเงินสดของบริษัทในประเทศออสเตรเลียที่ส่งผลกระทบต่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นพบว่า ทฤษฎีทางเลือก (The trade-off theory) สามารถอธิบายระดับการถือครองเงินสดของบริษัทในประเทศออสเตรเลียได้ดีที่สุด โดยบริษัทที่มีระดับเงินสดส่วนเกิน (Excess Cash) เพิ่มขึ้นชั่วคราวจะมีผลตอบแทนจากการลงทุนเทียบกับความเสี่ยงที่สูงขึ้น (Risk-adjusted Returns) เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีระดับเงินสดส่วนเกิน (Excess Cash) ถาวร หมายความว่าตลาดลงโทษบริษัทที่มีการสะสมเงินสด และทำให้มูลค่าส่วนเพิ่มของเงินสดลดลง เมื่อพิจารณาในกรณีที่ถูกรับลดอันดับเครดิตจะทำให้เงินสดที่บริษัทถือครองมีมูลค่ามากกว่ามูลค่าที่ตราไว้เนื่องจากเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้น้อยหรือไม่สามารถเข้าถึงได้เลย ดังนั้น บริษัทจึงต้องมีการพิจารณาในการรักษาสภาพคล่องอย่างรอบคอบในกรณีที่มีการปรับอันดับเครดิตเพราะนอกจากจะส่งผลถึงต้นทุนทางการเงินแล้วยังมีต้นทุนเสียค่าโอกาสอีกด้วย ซึ่งในที่นี้ก็คือเสียโอกาสนำเงินไปลงทุนเพื่อสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นถ้าหากเลือกที่จะถือครองเงินสดไว้

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ของบริษัทกับการถือครองเงินสด (Cash holding) ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการปรับเพิ่มขึ้นหรือลดลงของอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เก็บข้อมูลจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือบริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด (TRIS) กับปริมาณการถือครองเงินสดของบริษัท ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน ได้แก่ ธนาคาร (Bank) ประกันภัยและประกันชีวิต (Insurance) และเงินทุนหลักทรัพย์ (Finance and Securities) เนื่องจากบริษัทในกลุ่มนี้มีกฎระเบียบการกำกับดูแลที่ต่างจากบริษัทในกลุ่มอื่น โดยใช้ข้อมูลทุดิยภูมิซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลตั้งแต่ พ.ศ. 2547- 2557

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้ทราบถึงบทบาทของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือในตลาดหุ้นไทยว่าการให้ข้อมูลใหม่ส่งผลต่อนโยบายการบริหารงานของผู้บริหารหรือไม่ โดยพิจารณาจากการตอบสนองของผู้บริหารในการบริหารสภาพคล่องหรือเงินสด
2. ทำให้ทราบถึงปัจจัยที่ทำให้บริษัทเลือกที่จะถือครองเงินสด (Cash holding) และการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตเป็นปัจจัยหนึ่งส่งผลต่อการตัดสินใจหรือไม่ เพื่อนำไปใช้ในการวิเคราะห์และประเมินมูลค่าบริษัทของนักลงทุน

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 การจัดอันดับเครดิต (Credit Rating)

อันดับเครดิต (Credit Rating) สะท้อนถึงระดับความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท อันดับเครดิตที่สูงจะสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทมีความสามารถในการชำระหนี้สูง มีโอกาสที่จะบิดพลิ้วต่ำ ในขณะที่เดียวกันหากมีอันดับเครดิตที่ต่ำก็แสดงถึงความสามารถให้การชำระหนี้ของบริษัทน้อย มีโอกาสที่จะบิดพลิ้วสูง โดยอันดับตราสารหนี้ที่จัดว่าลงทุนได้ (Investment Grade) จะมีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ต่ำถึงปานกลาง ในขณะที่ตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้สูง หรือมีอันดับที่ต่ำกว่า BBB - จะจัดว่าเป็นระดับเก็งกำไร (Speculative Grade) หรือที่เรียกกันว่า Junk Bond ซึ่งบริษัทจะได้รับการประเมินอันดับจากบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency: CRA) ปัจจุบัน CRA ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ในการจัดอันดับเครดิตในประเทศ มี 2 แห่ง คือ บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด และ บริษัท ฟิทช์ เรทติ้งส์ (ประเทศไทย) จำกัด เมื่ออันดับเครดิตของบริษัทที่ได้รับจากการจัดอันดับของ CRA มีการเปลี่ยนแปลงจะส่งผลต่อบริษัทโดยตรง และนอกจากนี้ยังส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน เจ้าหนี้และคู่ค้าของบริษัทอีกด้วย Millon and Thakor (1985) เสนอว่า สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือเป็นหน่วยงานที่มีการเก็บรวบรวมข้อมูล (Information Gathering Agencies) ซึ่งมีความได้เปรียบจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetries) รวมทั้งเป็นหน่วยงานที่มีการคัดกรองบริษัท (Screening Agents) เพื่อที่จะรับรองมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทได้ ในขณะที่ Boot, Milbourne and Schmeits (2003) เสนอว่า สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือเป็นหน่วยงานที่มีการประมวลผลข้อมูล (Information-processing Agencies) ซึ่งอาจทำให้การเผยแพร่ข้อมูลไปสู่ตลาดการเงินได้เร็วขึ้น

บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ซึ่งเป็นสถาบันจัดอันดับเครดิตแห่งแรกของประเทศไทย เสนอว่า อันดับเครดิตแสดงถึงความสามารถในการชำระหนี้ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยขององค์กรภายในเวลาที่กำหนด อันดับเครดิตขององค์กรได้รับการจัดอันดับจากความเห็นของสถาบันจัดอันดับเครดิต (Credit Rating Agency) โดยพิจารณาความเสี่ยงด้านเครดิตของบริษัท จากการวิเคราะห์ทั้งในเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณ ซึ่งอันดับเครดิตจะสะท้อนถึงความเสี่ยงของบริษัทตลอดช่วงวัฏจักรของธุรกิจ (Rating through the cycle) ดังนั้น สถาบันจัดอันดับเครดิตจึงต้องมีการประมาณการแนวโน้มของบริษัทครอบคลุมไปในอนาคต ซึ่งโดยทั่วไปจะครอบคลุมระยะเวลาอย่างน้อย 3 ถึง 5 ปี

อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตของบริษัทที่ได้ อาจจะมีการเปลี่ยนแปลงหากสภาพแวดล้อมในการดำเนินธุรกิจเปลี่ยนแปลงไป เช่น โครงสร้างเงินทุนของบริษัท กฎหมายข้อบังคับต่างๆ เป็นต้น

เกณฑ์ในการวิเคราะห์อันดับเครดิตขององค์กร¹ของบริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด มาจาก 2 ส่วนหลักๆ คือ

1. การวิเคราะห์ความเสี่ยงด้านธุรกิจ (Business Risk)

เป็นการวิเคราะห์ความเสี่ยงด้านอุตสาหกรรม (Industry Analysis) และความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจ (Business Analysis) ซึ่งเป็นการประเมินความเสี่ยงจากทั้งสภาพแวดล้อมภายในและภายนอกของธุรกิจ ยกตัวอย่างเช่น การประเมินอุตสาหกรรม อุตสาหกรรมที่มีความเสี่ยงสูงจะมีการแข่งขันสูง ความต้องการของสินค้าหรือบริการมีความยืดหยุ่นสูง สามารถหาผลิตภัณฑ์ทดแทนได้ง่าย ใช้เงินทุนสูง ส่วนอุตสาหกรรมที่มีความเสี่ยงต่ำจะมีคู่แข่งจำนวนน้อยรายและคู่แข่งใหม่เข้ามาในอุตสาหกรรมได้ยาก การประเมินธุรกิจภายในจะวิเคราะห์จากผลการดำเนินงานของบริษัทในอดีตจนถึงปัจจุบัน เป็นต้น

2. การวิเคราะห์ความเสี่ยงด้านการเงิน (Financial Risk)

เป็นการวิเคราะห์คุณภาพของงบการเงิน นโยบายทางการเงิน อัตราส่วนทางการเงิน โดยจะดู 4 กลุ่มหลักคือ อัตราส่วนที่แสดงความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนโครงสร้างทุนและแหล่งเงินทุนของบริษัท อัตราส่วนที่เกี่ยวกับสภาพคล่อง และอัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ซึ่งการวิเคราะห์ความเสี่ยงด้านการเงินจะเป็นการวิเคราะห์เชิงปริมาณ

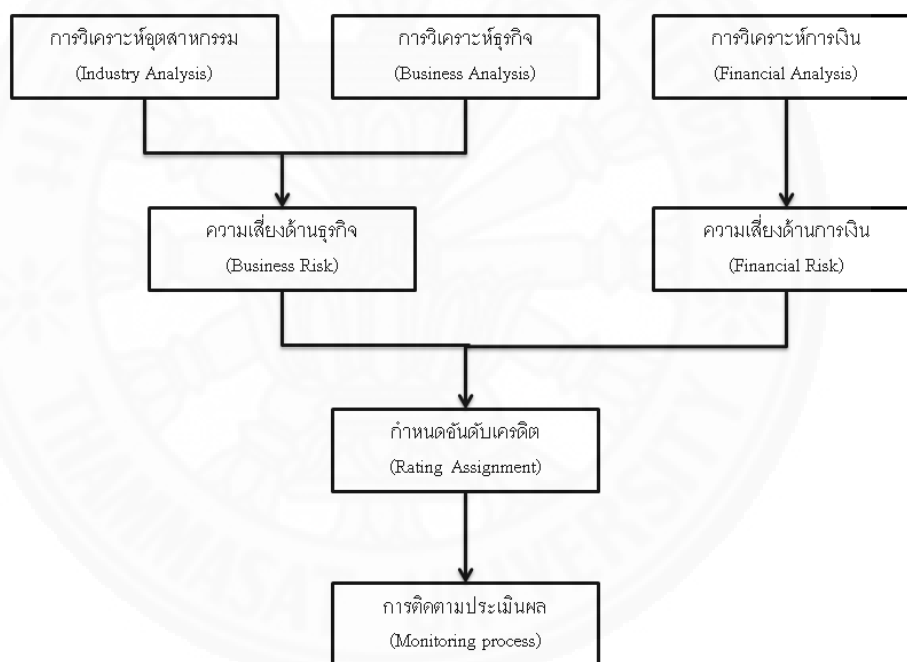
การประเมินความเสี่ยงด้านธุรกิจจะเป็นการประเมินในเชิงคุณภาพ (Qualitative) มากกว่าเชิงปริมาณ (Quantitative) ซึ่งการประเมินจะได้รับการสัมภาษณ์ผู้บริหารและพนักงานของบริษัท รวมถึงการวิเคราะห์ข้อมูลหลายประการและการเปรียบเทียบกับคู่แข่งในอุตสาหกรรมเป็นหลัก ในขณะที่การประเมินความเสี่ยงด้านการเงินจะได้รับการวิเคราะห์เปรียบเทียบงบการเงินและการประมาณการฐานะทางการเงินของบริษัทในอนาคต โดยทั่วไปค่าตัวเลขทางการเงินที่ได้ อาจจะมีการแตกต่างกันไปตามลักษณะของประเภทธุรกิจ เช่น ธุรกิจบางประเภทที่มีการลงทุนค่อนข้างสูงในช่วงแรกแต่มีรายได้จากการดำเนินงานค่อนข้างแน่นอน ก็อาจจะมีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนค่อนข้างสูงกว่าธุรกิจทั่วไปที่ได้อันดับเครดิตในระดับเดียวกัน หรือบริษัทที่มีพื้นฐานธุรกิจที่แข็งแกร่งก็จะสามารถรองรับความเสี่ยงด้านการเงินได้มากกว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูงกว่า

นอกจากนี้ บริษัทที่มีความคล้ายคลึงกันทั้งในแง่ความเสี่ยงพื้นฐานด้านธุรกิจและความเสี่ยงด้านการเงินระยะยาวอาจได้รับอันดับเครดิตที่แตกต่างกันได้ ทั้งนี้ เนื่องจากบริษัทนั้นอาจมี

¹ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด. วิธีการจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป. สืบค้นเมื่อวันที่ 28 พฤศจิกายน 2558, จาก

<http://www.trisrating.com/th/ratingcriteria-t/60-ratingmethodologycorporate.html>

ความเสี่ยงด้านอื่น เช่น มีปัญหาด้านสภาพคล่องทางการเงินในระยะอันใกล้ หรือมีปัญหาข้อพิพาททางกฎหมายที่อาจส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานหรือฐานะการเงินของบริษัทในอนาคต ทั้งนี้ ในการวิเคราะห์จะต้องคำนึงถึงผลกระทบของแต่ละปัจจัยที่มีต่อการดำเนินธุรกิจและต่อฐานะทางการเงินของบริษัท โดยลักษณะของอุตสาหกรรมจะเป็นสิ่งระบุว่าธุรกิจใดควรให้ความสำคัญกับปัจจัยใดเป็นพิเศษ การประเมินหลายๆ ปัจจัยเป็นการประเมินในเชิงคุณภาพซึ่งต้องอาศัยการพิจารณาและดุลยพินิจของคณะนักวิเคราะห์และคณะกรรมการจัดอันดับเครดิต โดยทริสเรทติ้งใช้สัญลักษณ์ตัวอักษรแสดงผลการจัดอันดับเครดิตจำนวน 8 อันดับ โดยเริ่มจาก AAA ซึ่งเป็นอันดับเครดิตสูงสุดจนถึง D ซึ่งเป็นอันดับต่ำสุด โดยขั้นตอนการจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไปของบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด แสดงในภาพที่ 2.1



ภาพที่ 2.1 ขั้นตอนการจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป

2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต

ความเสี่ยงทางด้านเครดิต (Credit Risk) นอกจากจะเป็นความเสี่ยงจากการบิวพลั้วของคู่สัญญาแล้ว การถูกปรับลดอันดับเครดิตก็ถือเป็นความเสี่ยงทางด้านเครดิตชนิดหนึ่งเช่นกัน ดังนั้นบริษัทจึงต้องมีการจัดการบริหารความเสี่ยงเพื่อไม่ให้บริษัทถูกปรับลดอันดับเครดิต ในขณะเดียวกันหากบริษัทที่มีอันดับเครดิตอยู่ในระดับที่คุณภาพต่ำก็จะต้องมีการจัดการให้มีคุณภาพมากยิ่งขึ้นเพื่อที่จะได้รับการปรับคุณภาพของเครดิต อย่างไรก็ตาม เมื่อบริษัทได้ถูกเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตเกิดขึ้น บริษัทก็จะต้องพิจารณาหาแนวทางแก้ไข หรือปรับเปลี่ยนนโยบายให้ดีกว่าเดิมในกรณีที่ได้รับการปรับลดอันดับเครดิต และรักษาคุณภาพและประสิทธิภาพของบริษัทให้คงเดิมหรือดีกว่าเดิมในกรณีที่ได้รับการปรับขึ้นอันดับเครดิต

มีงานวิจัยที่ศึกษาการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือกับราคาหุ้น การที่อันดับเครดิตของบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงเป็นเสมือนการส่งสัญญาณบางอย่างเกี่ยวกับบริษัทให้กับผู้ถือหุ้นได้รับรู้ จากการศึกษาของ Weinstein (1977) และ Pinches and Singleton (1978) พบว่าราคาหุ้นตอบสนองต่ออันดับเครดิตที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งการศึกษาดตลาดหุ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาพบว่าอันดับเครดิตที่ถูกปรับลดลงส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น ในขณะที่บริษัทที่ถูกปรับอันดับความน่าเชื่อถือให้เพิ่มขึ้นพบความสัมพันธ์กับราคาหุ้นน้อยและไม่มีนัยสำคัญ Choy, Gray and Ragunathan (2006) พบความสัมพันธ์ของการปรับเพิ่มขึ้นและลดลงของอันดับเครดิตกับราคาหุ้น เช่นเดียวกับกับตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาในตลาดหุ้นออสเตรเลีย คือ ราคาหุ้นได้รับผลกระทบจากการลดอันดับเครดิต และในการศึกษาของ Dichev and Piotroski (2001) ซึ่งทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหุ้นสามัญภายหลังจากการประกาศเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต พบว่าโดยส่วนใหญ่แล้วผลกระทบจะคงอยู่ในเดือนแรกๆ จนถึง 1 ปี และจะมีผลต่อบริษัทขนาดเล็กและบริษัทที่มีอันดับเครดิตอยู่ในระดับเก็งกำไร (Speculative Grade) อย่างไรก็ตาม จากผลการศึกษาของ ชำนาญกิจโกศล (2011) ที่ทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าวในตลาดเงินของประเทศไทย ทั้งในกรณีที่มีการประกาศเพิ่มและลดอันดับเครดิต ไม่พบการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ การเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือยังมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างทุน จากการศึกษาของ Mittoo and Zhang (2010) ได้ยืนยันผลการศึกษาของ Faulkender and Petersen (2006) ว่าความสามารถในการเข้าถึงตลาดตราสารหนี้มีความสำคัญต่อการตัดสินใจโครงสร้างหนี้สินของบริษัท Graham and Harvey (2001) พบว่า Credit Rating เป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดเป็นอันดับสองในการพิจารณากำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท Kisgen (2006) ได้เสนอแนวคิดการใช้ข้อมูลอันดับความน่าเชื่อถือหรืออันดับเครดิต (Credit Rating) ในการพิจารณากำหนด

โครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยที่การเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทสามารถสังเกตได้จากข้อมูล Credit Rating ของบริษัท โดยบริษัทที่มีแนวโน้มที่จะถูกปรับอันดับเครดิตจะปรับโครงสร้างหนี้มากกว่าบริษัทที่ไม่มีแนวโน้มในการถูกปรับอันดับเครดิต Kisgen (2009) ได้ศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับระดับหนี้สินที่เปลี่ยนแปลงไปหากมีการปรับอันดับเครดิต พบว่าบริษัทที่ถูกปรับอันดับเครดิตลดลงจะมีสัดส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้นลดลง 1.5%-2% หลังจากที่ถูกปรับอันดับ และจะยังเห็นผลลัพธ์ดังกล่าวอย่างชัดเจนกับบริษัทที่จะถูกปรับลดจากระดับลงทุน (Investment Grade) เป็นระดับเก็งกำไร (Speculative Grade) อย่างไรก็ตาม ยังไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในบริษัทที่ถูกปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้น Khieu and Pyles (2011) เสนอว่าบริษัทที่ถูกปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นจะมีหนี้สินระยะยาวเพิ่มขึ้น ในขณะที่บริษัทที่ถูกปรับอันดับเครดิตลดลงจะไม่ก่อหนี้สินในระยะสั้นเพิ่มขึ้นในช่วง 1 ปีหลังจากการถูกปรับลดอันดับเครดิต

ณัฐพล โภยสมบูรณ์ (2553) ได้ศึกษาอันดับความน่าเชื่อถือและโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยพบว่า ข้อมูล Credit Rating ของบริษัทมีผลกระทบต่อการตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท กล่าวคือ บริษัทที่มีแนวโน้มอันดับเครดิตปรับขึ้น (Upgrade) หรือปรับลดลง (Downgrade) ในลักษณะของบริษัทที่อันดับเครดิตมีเครื่องหมายบวก (+) หรือลบ (-) ต่อท้าย จะมีสัดส่วนการจัดหาเงินทุนด้วยการก่อหนี้เมื่อเทียบกับการออกหุ้นสามัญที่มากกว่าบริษัทที่ไม่มีแนวโน้ม Credit Rating มีการเปลี่ยนแปลงในลักษณะของบริษัทที่อันดับเครดิต ไม่มีเครื่องหมายต่อท้าย และบริษัทที่มีแนวโน้มอันดับเครดิตอาจปรับลดลง จะมีผลกระทบต่อการตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทมากกว่าบริษัทที่มีแนวโน้ม Credit Rating อาจปรับขึ้น

2.3 แนวคิดเกี่ยวกับการถือครองเงินสด (Cash Holding)

ในปัจจุบันมีงานวิจัยจำนวนมากที่ศึกษาการถือครองเงินสด (Cash holding) ของบริษัท นับตั้งแต่มีวิกฤตการณ์ทางการเงินระดับโลกเกิดขึ้น โดยปัจจัยที่ทำให้เหตุการณ์ดังกล่าวเกิดขึ้นมาจากการที่บริษัทขาดสภาพคล่องทางการเงิน Song and Lee (2012) ทดสอบผลกระทบจากวิกฤตการณ์ทางการเงินในเอเชียที่ส่งผลกระทบต่อนโยบายการถือครองเงินสดในประเทศแถบเอเชียตะวันออก 8 ประเทศ พบว่า บริษัทในประเทศเอเชียสะสมเงินสดที่ถือครองมากขึ้นจากการลดกิจกรรมการลงทุนหลังจากวิกฤต โดยในงานวิจัยนี้จะใช้กรอบแนวความคิดที่ถูกพัฒนาโดย Opler et al (1999) ซึ่งได้เสนอแนวคิดเรื่องระดับการถือครองเงินสดของกิจการโดยใช้ทฤษฎีทางเลือก (The trade-off theory) มาอธิบาย และใช้ทฤษฎีจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (The pecking order theory) อธิบายถึงต้นทุนธุรกรรมทางการเงิน (Transaction costs) ปัญหาการรับรู้ข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน (Information asymmetry) และ ต้นทุนของตัวแทน (Agency costs)

แนวความคิดเกี่ยวกับการถือครองเงินสด (Cash holding) ได้นำ 2 ทฤษฎีมาอธิบายถึงปริมาณของเงินสดที่บริษัทจะถือครองได้ คือ ทฤษฎีทางเลือก (The trade-off theory) และ ทฤษฎีจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (The pecking order theory) ดังนี้

2.3.1 ทฤษฎีทางเลือก (The trade-off theory)

เป็นทฤษฎีที่ถูกเสนอขึ้นครั้งแรกโดย Modigliani and Miller (1958) กล่าวว่า ภายใต้ตลาดที่มีประสิทธิภาพไม่ว่าบริษัทจะจัดโครงสร้างทุนรูปแบบใดย่อมไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการทั้งสิ้น แต่จะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการตัดสินใจลงทุนของกิจการ ซึ่งในความเป็นจริงนั้นตลาดไม่มีประสิทธิภาพ ดังนั้นจึงทำให้การตัดสินใจโครงสร้างเงินทุนเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ

เงินสดก็คือเงินทุนที่จะช่วยให้บริษัทมีโอกาที่จะเติบโต ประโยชน์ของเงินสดคือ จะช่วยให้บริษัทหลีกเลี่ยงจากต้นทุนที่สูงขึ้นของแหล่งเงินทุนภายนอกและทำให้บริษัทมีสภาพคล่องในความเป็นจริงในการดำเนินในสภาวะตลาดที่ไม่สมบูรณ์ (Imperfect market) บริษัทยังเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ยาก ยิ่งไปกว่านั้นจากสภาวะตลาดที่ไม่แน่นอนจึงทำให้บริษัทเลือกที่จะไม่ลงทุนและนำเงินไปใช้จ่ายต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น และเมื่อพิจารณาโอกาสส่วนเพิ่มจากการถือเงินสด บริษัทสามารถลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ได้ (Default Risk) ได้จากการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999) พบว่าบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ในระดับนำลงทุนจะมีมูลค่าเงินสดที่ถือครองน้อยเนื่องจากสามารถหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกได้ ดังนั้น บริษัทจะต้องเลือกระหว่างการถือเงินไว้เพื่อสภาพคล่องของบริษัทกับการนำเงินไปลงทุนเพื่อทำกำไรและสร้างมูลค่าส่วนเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้น

2.3.2 ทฤษฎีจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (The pecking order theory)

แนวความคิดทฤษฎีจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Myers and Majluf, 1984) มีสมมติฐานว่ามีปัญหา Asymmetric Information คือผู้บริหารรับรู้ข้อมูลภายในมากกว่าข้อมูลภายนอก และจากการศึกษาได้ข้อสรุปว่าไม่มีระดับเงินสดที่ถือครองที่เหมาะสมในอุดมคติ ปริมาณของเงินสดที่ถือครองจะขึ้นอยู่กับ การตัดสินใจในการลงทุนของผู้บริหาร โดยจะเลือกถือครองเงินสดต่อเมื่อมีปัญหาระหว่างกำไรสะสมและความต้องการที่จะลงทุน เนื่องจากแหล่งเงินทุนภายในมีต้นทุนที่ถูกลงที่สุด บริษัทจึงเลือกใช้เงินทุนจากการระดมทุนแหล่งเงินทุนภายใน การก่อหนี้ และสุดท้ายออกหุ้นเพิ่มทุน เมื่อมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานสูง บริษัทจะใช้เงินนั้นในการลงทุนโครงการใหม่ๆ ชำระหนี้สิน จ่ายเงินปันผลและสะสมเงินสดไว้ เมื่อกำไรสะสมเริ่มไม่มีประสิทธิภาพ ไม่สามารถนำไปลงทุนได้อย่างเพียงพอ บริษัทจะใช้เงินสดที่ถือครองอยู่เป็นอันดับแรก

2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตกับการถือครองเงินสดของกิจการ ดังนี้

Baum et al. (2008) ได้ศึกษาเกี่ยวกับความไม่แน่นอนของปัจจัยที่กำหนดสภาพคล่องของธุรกิจระหว่างปี 1993 และ 2002 รวมระยะเวลา 10 ปีโดยใช้ข้อมูลระยะยาว (Panel data) ของธุรกิจที่ไม่ใช่กลุ่มสถาบันการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกา และวิเคราะห์ข้อมูลด้วย Dynamic Panel Data หรือ PDD พบว่า ธุรกิจจะมีสัดส่วนของสภาพคล่องที่เพิ่มสูงขึ้นเมื่อเกิดสภาวะความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจ Han and Qiu (2007) Haushalter et al. (2007) และ Bates et al. (2009) เสนอว่า ความเสี่ยงของการลงทุนในอนาคตที่เพิ่มสูงขึ้นเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้บริษัทถือครองเงินสด เนื่องจากเงินสดมีต้นทุนที่ถูกที่สุดจากทฤษฎีจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (The pecking order theory) ดังนั้นในการทำวิจัยนี้จึงเป็นการศึกษาเพื่อหาความสัมพันธ์ดังกล่าวในเชิงประจักษ์โดยใช้การเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตเป็นตัวสะท้อนถึงความเสี่ยงของบริษัทในอนาคต

เมื่ออันดับเครดิตของบริษัทมีการเปลี่ยนแปลง บริษัทจึงต้องมีการปรับนโยบายทางการเงินเพื่อตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงนั้น เนื่องจากอันดับเครดิตสะท้อนถึงความสามารถในการดำเนินงาน และยังแสดงถึงความสามารถในการชำระหนี้คืนให้แก่เจ้าหนี้ การปรับอันดับเครดิตที่ลดลงหมายความว่าบริษัทที่มีการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกจะมีต้นทุนในส่วนของเจ้าหนี้เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนบริษัท (Weighted Average Cost of Capital; WACC) เพิ่มสูงขึ้น ทำให้ส่งผลกระทบต่อถึงการวิเคราะห์มูลค่าโครงการของบริษัทที่ทำให้มีโอกาสที่จะถูกปฏิเสธมากขึ้นและส่งผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัทอีกด้วย (Net Present Value; NPV) ดังนั้น บริษัทที่แนวโน้มจะถูกปรับอันดับเครดิตลดลงจึงจะพยายามปรับนโยบายเพื่อที่จะป้องกันไม่ให้ถูกลดอันดับ Almeida, Campello and Weisbach (2004) ระบุว่าบริษัทที่แนวโน้มที่จะใช้จ่ายอย่างระมัดระวังมากยิ่งขึ้น จึงทำให้มีเงินสดที่ถือครองเพิ่มมากขึ้น ในทางตรงกันข้ามหากบริษัทได้รับการปรับอันดับเครดิตที่เพิ่มขึ้นจะทำให้แหล่งเงินทุนจากภายนอกมีต้นทุนที่ถูกลง บริษัทจึงไม่จำเป็นต้องถือครองเงินสดเอาไว้เพื่อใช้จ่าย ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานดังนี้

H: การปรับอันดับเครดิตลดลง (เพิ่มขึ้น) ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง)

นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้ศึกษาเพิ่มเติมพบว่า ยังมีปัจจัยอื่นที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสดของกิจการ ซึ่งผู้วิจัยได้กำหนดให้เป็นตัวแปรควบคุมในงานวิจัยนี้ ได้แก่

ขนาดของบริษัท (Size)

Mulligan (1997) เสนอว่าบริษัทขนาดใหญ่มีความต้องการถือเงินสดน้อยกว่าเนื่องจากการประหยัดขนาด (Economies of scale) ในขณะที่บริษัทขนาดเล็กที่ไม่ได้ประโยชน์จากการประหยัดขนาด อีกทั้งยังมีความไม่เท่าเทียมกันในการเข้าถึงข้อมูล (Information asymmetry) ซึ่งบริษัทขนาดเล็กจะเข้าถึงข้อมูลได้น้อยกว่า จึงทำให้บริษัทขนาดเล็กมีความกังวลในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน และเลือกที่จะถือครองเงินสดไว้

โอกาสในการเติบโต (Growth opportunities)

บริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนที่ดีกว่าจะถือเงินสดไว้มากกว่าเพราะเนื่องจากกลัวภาวะความยากลำบากของการเงินและเศรษฐกิจ (Financial distress) ที่จะนำมาซึ่งต้นทุนของเงินที่แพงขึ้น ดังนั้น การถือครองเงินสดและโอกาสในการลงทุนจึงมีความสัมพันธ์ที่เป็นบวก โดย Opler et al (1999) พบว่าโอกาสในการลงทุนสามารถใช้ market-to-book ratios เป็นตัวแทนได้

ค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capital expenditure)

บริษัทต้องการเงินสดหรือสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องจำนวนมากเพื่อที่จะนำมาเป็นค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capital expenditure) Bates et al. (2009) เสนอว่าค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capital expenditure) ใช้เป็นตัวแทนของต้นทุนภาวะประสบความยากลำบากทางการเงิน (Financial distress) หรือโอกาสในการลงทุนของบริษัทได้ Opler et al (1999) เสนอว่าบริษัทที่ต้องการค่าใช้จ่ายในการลงทุนสูงมีแนวโน้มที่จะมีสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง Jani et al (2004) ชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capital expenditure) อยู่ในระดับสูงจะพยายามหลีกเลี่ยงต้นทุนธุรกรรม (Transaction costs) จำนวนมหาศาลที่มาจากแหล่งเงินทุนภายนอก เพราะจะทำให้เกิดต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity costs) ในเงินจำนวนนั้นที่สามารถนำไปใช้ประโยชน์อย่างอื่นแต่ต้องนำมาจ่ายต้นทุนธุรกรรมทางการเงิน ดังนั้น บริษัทที่มีค่าใช้จ่ายในการลงทุนสูงจะมีการถือครองเงินสดมาก เป็นลักษณะความสัมพันธ์ในทางบวก

เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ (Net working capital)

จากแนวความคิดที่ว่ากิจการถือเงินสดเพื่อไว้ใช้ในการดำเนินธุรกิจในชีวิตประจำวัน (Transaction motive) Baumol (1952) และ Miller and Orr (1966) เสนอว่าบริษัทที่มีความต้องการที่จะถือเงินสดไว้เพื่อการใช้จ่าย อย่างไรก็ตาม บริษัทสามารถใช้เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ (Net working capital) แทนเงินสดได้ ดังนั้นหากมีเงินทุนหมุนเวียนสุทธิสูงก็จะถือครองเงินสดต่ำ

ระดับหนี้สิน (Leverage)

Almeida, Campello และ Weisbach (2004) เสนอว่าบริษัทที่มีข้อจำกัดในการลงทุนจะมีความต้องการเงินสดมากกว่าบริษัทที่ไม่มีข้อจำกัดในการลงทุน เช่น หากบริษัทมีการก่อหนี้ที่สูง แสดงว่าบริษัทมีความเสี่ยงที่จะล้มละลายสูง จึงต้องการที่จะครองเงินสดไว้เพื่อรักษา

สภาพคล่อง Acharya, Almeida and Campello (2007) เสนอว่าบริษัทที่มีการสะสมเงินสดแทนที่จะลดหนี้สินเมื่อมีความสัมพันธ์ระหว่างรายได้จากการดำเนินงานกับโอกาสในการลงทุนในระดับต่ำ บริษัทจะออกตราสารหนี้และถือเงินสดเพิ่มมากขึ้นเพื่อที่จะลงทุนส่งผลให้บริษัทมีกระแสเงินสดที่ต่ำลง

กระแสเงินสด (Cash flow) และความผันผวนของกระแสเงินสด (Cash flow volatility)

จากแนวความคิด Opler et al (1999) พบว่าบริษัทที่ความเสี่ยงของกระแสเงินสดมากกว่า มีกระแสเงินสดที่ไม่แน่นอนและมีความสามารถในการเข้าถึงเงินทุนภายนอกในระดับต่ำจะมีการถือครองเงินสดมากกว่า Ferreira and Vilela (2004) เสนอว่าการที่บริษัทมีกระแสเงินสด (Cash flow) จำนวนมากหมายความว่าบริษัทมีสภาพคล่องจึงไม่จำเป็นต้องถือครองเงินสดไว้ อย่างไรก็ตาม Deloof (2003) แย้งว่ายิ่งบริษัทที่มีกระแสเงินสดมากจะสามารถเก็บกระแสเงินสดไว้สำรองได้มากขึ้น นำมาสู่การถือครองเงินสดที่มากขึ้น และให้ความเห็นเพิ่มเติมว่าบริษัทที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดในระดับสูงจะมีการถือครองเงินสดไว้สูง เพราะกลัวว่าจะขาดกระแสเงินสดหรือมีกระแสเงินสดลดลงในอนาคต

เงินปันผล (Dividend)

จากการศึกษาของ Mahrt-Smith, and Servaes (2003) พบว่าบริษัทจะถือเงินสดมากขึ้นเมื่อมีปัญหาตัวแทน (Agency problems) Dittmar and Mahrt-Smith (2007) และ Pinkowitz, Stulz and Williamson (2006) พบว่าเงินสดมีมูลค่าที่น้อยลงเมื่อมีปัญหาตัวแทนระหว่างผู้บริหาร (Insider) กับผู้ถือหุ้น (Outsider) Dittmar and Mahrt-Smith (2007) และ Harford, Mansi and Maxwell (2008) ผู้จัดการที่ไม่ใช่เจ้าของบริษัทจะสร้างเงินสดส่วนเกิน (Excess cash) และใช้จ่ายอย่างรวดเร็ว Jensen (1986) ผู้บริหารที่ไม่ใช่เจ้าของบริษัทมีแนวโน้มที่จะสะสมเงินสดมากกว่าจ่ายเงินปันผลเมื่อบริษัทมีโอกาสในการลงทุนต่ำ และหากพิจารณาในแง่ของต้นทุนบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเป็นประจำจะสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายในได้ในต้นทุนที่ถูกลงเพราะสามารถระดมทุนได้ง่ายจากความเชื่อมั่นของผู้ถือหุ้นจะมีแนวโน้มที่ถือครองเงินสดน้อยกว่า หากต้องการเงินทุนก็สามารถลดการจ่ายเงินปันผลได้ Bates et al (2009) และ Ferreira and Vilela (2004) ระบุว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลแสดงถึงบริษัทที่มีความเสี่ยงที่น้อย สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ง่าย จึงไม่จำเป็นต้องถือครองเงินสด และการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นก็จะทำให้เงินสดของบริษัทลดลง

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

3.1 ข้อมูลและแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้มีลักษณะเป็นข้อมูลทุติยภูมิเก็บข้อมูลเป็นรายปีตั้งแต่ พ.ศ. 2547-2557 ได้แก่

1. ข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เก็บจากฐานข้อมูลในเว็บไซต์ SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ซึ่งเป็นบริการระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ ผลิตโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (<http://www.setsmart.com>)

2. อันดับเครดิตต่อองค์กรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เก็บจากฐานข้อมูลการจัดอันดับเครดิตในเว็บไซต์ของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือบริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด (<http://www.trisrating.com>)

3.2 วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์เชิงปริมาณโดยเก็บข้อมูลลักษณะเป็น Cross sectional และ Time series (Panel data) สามารถสร้างสมการในรูปแบบของการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณเชิงเส้นโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary least squares) หาความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดส่วนเกินกับการปรับเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต โดยงานวิจัยนี้กำหนดตัวแปรต่างๆ ดังต่อไปนี้

1. ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ได้แก่ อันดับเครดิต (Credit Rating) เพื่อที่จะระบุว่าเป็นการปรับเพิ่มขึ้น (Upgrade) หรือลดลง (Downgrade) ผู้วิจัยกำหนดให้ อันดับเครดิต AAA เป็น 1 AA+ เป็น 2 ตามลำดับจนถึง C อย่างไรก็ตาม การวิเคราะห์หาความสัมพันธ์นี้จะไม่รวมถึงการวิเคราะห์เครดิตที่ได้รับอันดับเครดิต D (Default) เพราะว่าหากได้รับเครดิตในระดับ Default แล้วจะไม่มีโอกาสปรับอันดับเครดิตสู่อันดับเครดิตที่สูงขึ้นได้ Jarrow et al (1997) ถือว่าการบิดพลิ้วเป็นเงื่อนไขที่เกิดขึ้นถาวร (Absorbing state) จากข้อกำหนดดังกล่าว ผู้วิจัยกำหนดให้การปรับเพิ่มขึ้น (Upgrade) หรือลดลง (Downgrade) เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy) โดยกำหนดให้ ถ้าหากเกิดการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตจะเป็น “1” และหากไม่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตจะเป็น “0”

2. ตัวแปรตาม (Dependent Variable) ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของมูลค่าการถือครองเงินสด (Cash Holdings)

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องมีการทดสอบมูลค่าการถือครองเงินสด (Cash Holdings) ในหลายแนวคิด ซึ่งในที่นี้ผู้วิจัยจะเลือกแนวคิดของ Opler et al. (1999) เป็นหลัก ซึ่งทดสอบโดยใช้อัตราการถือครองเงินสดของกิจการสามารถวัดได้จากมูลค่าของเงินสด (Cash) ตามบัญชีและหลักทรัพย์ตามความต้องการของตลาด (Marketable Securities) เฉลี่ยด้วยมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด (Total Assets) ทางบัญชีของกิจการ ณ สิ้นปี

$$\text{Cash Ratio} = \frac{\text{เงินสด} + \text{หลักทรัพย์ตามความต้องการของตลาด}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

ดังนั้น

$$\Delta \text{Cash Holdings} = \frac{\text{Cash Ratio}_t - \text{Cash Ratio}_{t-1}}{\text{Cash Ratio}_{t-1}}$$

3. ตัวแปรควบคุม (Control Variable)

จากการทบทวนวรรณกรรมมีตัวแปรที่ส่งผลต่อการถือครองเงินสดดังตารางต่อไปนี้ ตารางที่ 3.1 แสดงรายละเอียดของตัวแปรควบคุม

สัญลักษณ์	ชื่อตัวแปร	คำอธิบาย
MB	Market-to-book ratio	มูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชีหักด้วยมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการทางบัญชีบวกด้วยมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ยด้วยมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดทางบัญชี
Size	ขนาดของบริษัท	ลอการิทึมของสินทรัพย์ทั้งหมดตามมูลค่าทางบัญชี
CPX	ค่าใช้จ่ายในการลงทุน	มูลค่าสินทรัพย์ถาวรที่มีตัวตนตอนสิ้นปีลบมูลค่าสินทรัพย์ถาวรที่มีตัวตนตอนต้นปีบวกค่าเสื่อมราคาเฉลี่ยด้วยมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดทางบัญชี
NWC	เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ	มูลค่าตามบัญชีของลูกหนี้บวกด้วยสินค้าคงเหลือลบด้วยเจ้าหนี้เฉลี่ยด้วยมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด

ตารางที่ 3.1 แสดงรายละเอียดของตัวแปรควบคุม (ต่อ)

สัญลักษณ์	ชื่อตัวแปร	คำอธิบาย
LEV	ระดับหนี้สิน	หนี้สินระยะยาวบวกด้วยหนี้สินที่ถึงกำหนดชำระภายใน 1 ปี เฉลี่ยด้วยมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดทางบัญชี
CF	กระแสเงินสด	กำไรก่อนจ่ายดอกเบี้ยและภาษีบวกค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายลบด้วยดอกเบี้ย ภาษี และเงินปันผลจ่ายเฉลี่ยด้วยมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดทางบัญชี
CFVOL	ความผันผวนของกระแสเงินสด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสดในการดำเนินงานจากข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี โดยกำหนดให้แต่ละบริษัทต้องมีข้อมูลย้อนหลังอย่างน้อย 3 ปี
DIV	เงินปันผล	ตัวแปรหุ่นกำหนดให้เป็น “1” เมื่อบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลและเป็น “0” เมื่อบริษัทไม่จ่ายเงินปันผล

สามารถสร้างเป็นสมการในการทดสอบความสัมพันธ์ได้ดังต่อไปนี้

$$\Delta \text{Cash Holdings} = \alpha + \beta_1 \text{Up} + \beta_2 \text{Down} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\Delta \text{Cash Holdings} = \alpha + \beta_1 \text{Up} + \beta_2 \text{Down} + \beta_3 \text{MB} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{CPX} + \beta_6 \text{NWC} + \beta_7 \text{LEV} + \beta_8 \text{CF} + \beta_9 \text{CFVOL} + \beta_{10} \text{DIV} + \beta_{11} \text{Year} + \varepsilon \quad (2)$$

ผู้วิจัยต้องการทดสอบว่า อัตราส่วนการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง) ถ้าหากได้รับการปรับอันดับเครดิตลดลง (เพิ่มขึ้น) จึงทดสอบสมมติฐานดังนี้

$$H_0: \beta_1 \geq 0$$

$$H_1: \beta_1 < 0$$

และ

$$H_0: \beta_2 \leq 0$$

$$H_1: \beta_2 > 0$$

อย่างไรก็ตามข้อมูลที่นำมาวิเคราะห์เป็นข้อมูลที่มีลักษณะเป็น Panel Data ซึ่งสามารถวิเคราะห์ได้ 3 รูปแบบดังนี้

1. วิธี Pooled OLS Regression เป็นการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary least squares) ตามปกติตั้งในสมการที่ 2

2. วิธี Fixed Effect Regression Model (FE) ใช้ในการวิเคราะห์ในกรณีที่มีตัวแปรสำคัญบางตัวแปรถูกมองข้าม (Omitted variables) และมีอิทธิพลคงที่อยู่เฉพาะภายในหน่วยสำรวจ ไม่แปรไปตามเวลา (Time-invariant) ซึ่งเป็นปัจจัยที่แตกต่างกันในแต่ละบริษัทและมีอิทธิพลที่คงที่อยู่ตลอดเวลา จึงต้องมีการควบคุมผลกระทบของตัวแปรดังกล่าว เนื่องจากวิธี pooled OLS ไม่ได้พิจารณาถึงความผันแปรตามเวลาและความผันแปรตามหน่วยสำรวจนี้ไว้

3. วิธี random effect model (RE) นิยมใช้สำหรับการสุ่มตัวแปรที่สุ่มมาจากประชากรของหน่วยสำรวจที่มีจำนวนมาก และอาจทำให้ผลลัพธ์ที่ได้มีค่าเบี่ยงเบนไปจากค่าเฉลี่ยที่แท้จริง

สำหรับการศึกษาความสัมพันธ์ในงานวิจัยนี้จะมีการพิจารณาความสัมพันธ์ในรูปแบบ Fixed Effect Regression Model (FE) เพิ่มเติม โดยจากการทบทวนวรรณกรรมในงานวิจัยของ Opler et al (1999) ที่ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการถือครองเงินสด และ Bates (2009) ที่ศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อทางเลือกถือครองเงินสดของบริษัท ได้มีการศึกษาโดยใช้ Fixed Effect Regression Model (FE) ดังกล่าวด้วย ซึ่งสาเหตุที่เลือกพิจารณา Fixed Effect Regression Model (FE) เพราะจากการเก็บข้อมูลหน่วยสำรวจไม่ได้มาจากการสุ่มจากกลุ่มประชากร นอกจากนี้งานวิจัยนี้ได้ศึกษาการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าของการถือครองเงินสดเฉพาะภายในกิจการ ซึ่งแต่ละกิจการจะมีระดับการถือครองเงินสดแตกต่างกันไปโดยอาจจะขึ้นอยู่กับอุตสาหกรรมของแต่ละกิจการ จากลักษณะของกิจการที่ต่างกันนี้การวิเคราะห์วิธี Pooled OLS Regression ในสมการที่ 2 อาจจะทำให้ได้ผลลัพธ์ที่ผิดเพี้ยนไปจึงต้องมีการวิเคราะห์ Fixed Effect ประกอบด้วย

บทที่ 4 ผลการวิจัย

งานวิจัยนี้ได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาและการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณเชิงเส้นโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary least squares) หาความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดส่วนเกินกับการปรับเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตโดยผลการวิเคราะห์ข้อมูลเป็นดังนี้

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

จากการเก็บข้อมูลกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือบริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด (TRIS) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2547- 2557 มีจำนวนบริษัททั้งสิ้น 143 บริษัท โดยเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 109 บริษัท เมื่อหักบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน บริษัทที่เพิ่งได้รับการจัดอันดับเครดิต และบริษัทที่มีข้อมูลที่ต้องการศึกษาไม่ครบถ้วน ทำให้เหลือจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 39 บริษัท มีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตทั้งสิ้นจำนวน 70 ครั้ง เป็นการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นจำนวน 54 ครั้งและปรับอันดับเครดิตลดลงจำนวน 16 ครั้ง

ตารางที่ 4.1 จำนวนการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตรายปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2547-2557

ปี	2547	2548	2549	2550	2551	2552	2553	2554	2555	2556	2557
Upgrade	2	5	5	4	5	2	6	7	1	7	10
Downgrade	0	0	1	2	2	1	0	4	1	4	1

จากการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (ตารางที่ 4.2) พบว่า ค่าเฉลี่ยของตัวแปรการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าการถือครองเงินสด (Δ Cash Holdings) ของกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตลดลงได้ถือเงินสดเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าการถือครองเงินสดของกลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ นอกจากนี้เมื่อพิจารณาตัวแปร Market-to-book ratio (MB) และกระแสเงินสด (CF) ซึ่งเป็นตัวแปรที่แสดงถึงกระแสเงินสดที่ใช้ในการดำเนินงานของกิจการ กลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตลดลงมีการใช้เงินสดและการใช้จ่ายเงินทุนหมุนเวียนน้อยกว่ากลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการปรับอันดับเครดิต

เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญและยังน้อยกว่ากลุ่มตัวอย่างที่ไม่ได้รับการปรับอันดับเครดิตอีกด้วย ทำให้เห็นว่าบริษัทมีความระมัดระวังในการใช้จ่ายมากขึ้นเมื่อได้รับการปรับอันดับเครดิตลดลงและอาจส่งผลให้บริษัทมีเงินสดที่ถือครองเพิ่มขึ้น

ตารางที่ 4.2 แสดงค่าเฉลี่ยของตัวแปรต่างๆ แยกตามลักษณะการเปลี่ยนแปลงของอันดับเครดิตและการทดสอบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่างที่อันดับเครดิตเพิ่มขึ้นกับกลุ่มตัวอย่างที่อันดับเครดิตลดลง ด้วยวิธี T-test

ตัวแปร	กลุ่มตัวอย่างที่ไม่มี การเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต	กลุ่มตัวอย่างที่อันดับ เครดิตเพิ่มขึ้น	กลุ่มตัวอย่างที่อันดับ เครดิตลดลง	T-test
Δ Cash Holdings	0.2207	1.8511	0.2758	1.2020
MB	1.2718	1.5256	0.9981	4.6386**
Size	7.4576	7.5465	7.5162	0.1954
CPX	0.0483	0.0424	0.0385	0.1809
NWC	0.2330	0.2078	0.1914	0.2232
LEV	0.2931	0.2661	0.3360	-1.2445
CF	0.0323	0.0677	-0.0638	2.0647*
CFVOL	0.0581	0.0378	0.1276	-1.1887

โดยที่ Δ Cash Holdings คือ การเปลี่ยนแปลงของมูลค่าการถือครองเงินสด, MB คือ Market-to-book ratio, Size คือ ขนาดของบริษัท, CPX คือ ค่าใช้จ่ายในการลงทุน, NWC คือ เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ, LEV คือ ระดับหนี้สิน, CF คือ กระแสเงินสด, CFVOL คือ ความผันผวนของกระแสเงินสด และ DIV คือ เงินปันผล

***, **, และ * เป็นระดับนัยสำคัญที่ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

เมื่อพิจารณากลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นพบว่า ค่าเฉลี่ยของตัวแปรการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าการถือครองเงินสด (Δ Cash Holdings) เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าการถือครองเงินสดของกลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต โดยทิศทางดังกล่าวขัดแย้งกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งเป็นประเด็นที่จะทำการศึกษาต่อไป นอกจากนี้ในส่วนของตัวแปรอื่นๆ คือ ขนาดของบริษัท (Size) ค่าใช้จ่ายในการลงทุน (CPX) เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ (NWC) ระดับหนี้สิน (LEV) และความผันผวนของกระแสเงินสด (CFVOL) ยังไม่พบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญของค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่มตัวอย่างที่อันดับเครดิตเพิ่มขึ้นกับกลุ่มตัวอย่างที่อันดับเครดิตลดลง

นอกจากนี้ในตารางที่ 4.3 ได้ทำการทดสอบ Pairwise Correlation เพื่อหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระต่างๆ พบว่า ไม่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร

คู่ใดมีค่ามากกว่า 0.8 ดังนั้นในการทดสอบความสัมพันธ์ในงานวิจัยนี้จึงไม่พบกับปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กัน (Multicollinearity) และเมื่อพิจารณาค่า p-value เพื่อระบุความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม พบว่าการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าการถือครองเงินสด (Δ Cash Holdings) อย่างมีนัยสำคัญโดยมีความสัมพันธ์เป็นบวก แต่ในส่วนของ การปรับอันดับเครดิตลดลงยังไม่พบว่ามี ความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญแต่อย่างใด



ตารางที่ 4.3 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

	Δ Cash	MB	Size	CPX	NWC	LEV	CF	CFVOL	DIV	Up
Holdings										
MB	-0.0484									
Size	-0.0383	0.2943***								
CPX	-0.0231	0.2693***	0.1053**							
NWC	-0.0191	-0.3434***	-0.3124***	-0.3610***						
LEV	-0.0532	-0.0171	0.4006***	-0.0055	-0.0017					
CF	0.0404	0.1753***	0.3614***	0.1565***	-0.0547	0.1339***				
CFVOL	0.0174	-0.0332	-0.3058***	-0.1452***	-0.0633	-0.1799***	-0.4585***			
DIV	0.0056	0.1055**	-0.0422	-0.0165	0.1128**	-0.1373***	-0.0419	0.0167		
Up	0.1516***	0.1656***	0.0587	-0.0291	-0.0282	-0.0577	0.0684	-0.0603	0.0456	
Down	-0.0094	-0.1104**	0.0180	-0.0274	-0.0265	0.0533	-0.0997**	0.1062**	0.0025	-0.0813

***, **, และ * เป็นระดับนัยสำคัญที่ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

4.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณเชิงเส้น

ในการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณเชิงเส้นเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดส่วนเกินกับการปรับเปลี่ยนอันดับเครดิต ได้ทำการทดสอบ White's test ในตารางที่ 4.4 เพื่อทดสอบความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนในแบบจำลองมีค่าไม่คงที่ พบว่าค่า P - value เท่ากับ 0.6486 ดังนั้น การวิเคราะห์ความสัมพันธ์นี้จึงไม่มีปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroskedasticity)

ตารางที่ 4.4 แสดงผลการทดสอบ White's test เพื่อทดสอบความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนในแบบจำลองมีค่าไม่คงที่

White's test for H_0 :homoskedasticity
against H_a :unrestricted heteroskedasticity

$$\text{chi2}(73) = 67.85$$

$$\text{Prob} > \text{chi2} = 0.6486$$

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	chi2	Df	P
Heteroskedasticity	67.85	73	0.6486
Skewness	12.62	11	0.3187
Kurtosis	1.02	1	0.3127
Total	81.49	85	0.5878

จากตารางที่ 4.5 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดส่วนเกินกับการปรับเปลี่ยนอันดับเครดิตในสมการที่ 1 พบว่าการที่บริษัทได้รับการปรับอันดับเครดิตขึ้น (Up) ส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงมูลค่าการถือครองเงินสดของบริษัทที่ระดับนัยสำคัญ 1% แต่ขัดแย้งกับสมมติฐานที่ตั้งไว้คือค่าประสิทธิ์ของตัวแปรดังกล่าวมีค่าเป็นลบ ซึ่งจากผลการทดสอบพบความสัมพันธ์ที่เป็นบวก หมายความว่าเมื่อบริษัทได้รับการปรับอันดับเครดิตขึ้น (Upgrade) จะส่งผลให้บริษัทมีการถือครองเงินสดเพิ่มมากขึ้น 1.63% ในส่วนของการปรับอันดับ

เครดิตลดลงมีทิศทางความสัมพันธ์เป็นบวกกับการเปลี่ยนแปลงมูลค่าการถือครองเงินสดซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่คาดไว้ แต่ก็ยังไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 4.5 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดส่วนเกินกับการปรับเปลี่ยนอันดับเครดิตสมการที่ 1, 2 และ Fixed Effect Regression

	1	2	FE
Intercept	0.220683 (1.09)	147.6447 (1.15)	2.030159 (0.55)
Up	1.630374 (3.04)***	1.761608 (3.21)***	1.743119 (3.12)***
Down	0.055087 (0.06)	0.040621 (0.04)	0.213739 (0.22)
MB		-0.58752 (-1.52)	-0.66861 (-1.69)*
Size		-0.12455 (-0.25)	-0.10779 (-0.22)
CPX		-1.56951 (-0.48)	-2.04544 (-0.63)
NWC		-0.72582 (-0.93)	-0.79734 (-1.02)
LEV		-0.77359 (-0.64)	-0.91361 (-0.76)
CF		1.470716 (1.35)	1.424286 (1.3)
CFVOL		1.265093 (0.77)	1.132601 (0.69)

***, **, และ * เป็นระดับนัยสำคัญที่ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ โดยค่าสถิติ t

ตารางที่ 4.5 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดส่วนเกินกับการปรับเปลี่ยน
อันดับเครดิตสมการที่ 1, 2 และ Fixed Effect Regression (ต่อ)

	1	2	FE
DIV		0.217473	0.290094
		(0.28)	(0.37)
Year		-0.07247	
		(-1.12)	
R-squared	0.023	0.0411	0.0391
N	397	397	397

***, **, และ * เป็นระดับนัยสำคัญที่ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ โดยค่าสถิติ t

เมื่อทำการทดสอบโดยใส่ตัวแปรควบคุมต่างๆ เพิ่มเข้าไปตั้งในสมการที่ 2 และการทดสอบโดยใช้วิธี Fixed Effect Regression Model (FE) ก็ยังพบว่าการปรับอันดับเครดิตขึ้น (Upgrade) ส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงมูลค่าการถือครองเงินสดของบริษัทที่ระดับนัยสำคัญ 1% โดยค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกเช่นเดียวกัน ในส่วนของการปรับอันดับเครดิตลดลงก็ยังไม่ส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงมูลค่าการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

จากผลการทดสอบที่พบความสัมพันธ์ที่เป็นบวกของการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้น (Upgrade) กับการเปลี่ยนแปลงมูลค่าการถือครองเงินสด (Δ Cash Holdings) ซึ่งตรงข้ามกับสมมติฐานที่คาดไว้ อาจเนื่องมาจาก บริษัทอาจจะต้องการรักษาอันดับเครดิตของตนไว้จากการได้รับปรับอันดับเครดิตขึ้นในระยะยาว ถึงแม้ว่าสัดส่วนการถือครองเงินสด (Cash Ratio) จะไม่ได้นำมาเป็นส่วนหนึ่งในการพิจารณาอันดับเครดิตโดยตรง แต่เงินสดก็เป็นปัจจัยหนึ่งที่นำมาพิจารณาสภาพคล่องของบริษัท Seifert and Gonenc (2015) ได้ศึกษาอัตราการออมเงินของบริษัทพบว่ามีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการรักษาความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับหนี้สินและนักลงทุน หรืออาจเป็นไปได้ว่าการปรับอันดับเครดิตอาจจะพิจารณาจากข้อมูลย้อนหลังไม่ได้พิจารณาเพียงแค่ข้อมูลปัจจุบันเพียงอย่างเดียว จึงทำให้ผลที่ได้ไม่เป็นไปตามที่คาด นอกจากนี้ Cossin and Hricko (2004) ระบุว่าบริษัทจะวัดผลประโยชน์ที่ได้จากการถือครองเงินสดไว้กับการใช้แหล่งเงินทุนอื่นและจะเลือกแหล่งเงินทุนที่ทำให้ได้ประโยชน์กับบริษัทมากที่สุดคือมีต้นทุนต่ำที่สุด ดังนั้นการได้รับปรับอันดับเครดิตขึ้นอาจจะทำให้ต้นทุนของแหล่งเงินทุนภายนอกถูกลง แต่อาจจะยังสูงกว่าต้นทุนจากการเลือกที่จะถือครองเงินสดไว้

ทำให้บริษัทเลือกที่จะใช้เงินสดเป็นแหล่งเงินทุนของบริษัท ซึ่งอาจจะมาจากปัจจัยในมหภาคเช่น สถานะเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอนและนโยบายอัตราดอกเบี้ยของธนาคารแห่งประเทศไทย

นอกจากนี้ตัวแปรควบคุมที่ได้มาจากการทบทวนวรรณกรรมพบว่ามีเพียง Market-to-book ratio (MB) เท่านั้นที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการเปลี่ยนแปลงมูลค่าการถือครองเงินสด (Δ Cash Holdings) โดย Market-to-book ratio เป็นตัวแทนของโอกาสในการลงทุนของบริษัท และจากการวิเคราะห์พบลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับมูลค่าการถือครองเงินสดในทางลบ ดังนั้นสามารถอธิบายได้ว่า เมื่อโอกาสในการลงทุนเพิ่มขึ้นจะทำให้บริษัทมีการถือครองเงินสดลดลง ซึ่งผลการวิจัยดังกล่าวตรงกันข้ามกับงานวิจัยที่ผ่านมาเหตุผลอาจเนื่องมาจาก Ferreira and Vilela (2004) ระบุว่าบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำจะสะสมเงินสดไว้เพื่อลงทุนในโครงการที่เห็นว่ามีโอกาสในการเติบโตถึงแม้ว่า NPV ของโครงการนั้นจะเป็นลบก็ตาม Bates et al (2009) ศึกษาการถือครองเงินสดโดยใช้ทฤษฎีตัวแทน (The agency theory) ในการอธิบายความสัมพันธ์โดยระบุว่าโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์เป็นลบกับการถือครองเงินสด เพราะการกู้เงินหรือการระดมทุนจำเป็นต้องเปิดเผยข้อมูลของบริษัทให้กับบุคคลภายนอกได้รับรู้ แต่เมื่อบริษัทมีโอกาสนำไปลงทุนต่ำบริษัทอาจจะไม่ยอมเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวให้กับบุคคลภายนอกได้รับรู้ บริษัทจึงมีแนวโน้มที่จะเลือกถือครองเงินสดไว้ใช้ในการดำเนินกิจการแทน

ในส่วนของตัวแปรควบคุมที่เหลือ ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Size) ค่าใช้จ่ายในการลงทุนสุทธิ (NWC) ระดับหนี้สิน (LEV) กระแสเงินสด (CF) และความผันผวนของกระแสเงินสด (CFVOL) พบว่ามีทิศทางความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงมูลค่าการถือครองเงินสด (Δ Cash Holdings) เป็นไปตามสมมติฐานที่คาดไว้ ส่วนตัวแปรเงินทุนหมุนเวียน (CPX) และเงินปันผล (DIV) มีทิศทางความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่คาด แต่อย่างไรก็ตามจากการทดสอบความสัมพันธ์ยังไม่พบว่าตัวแปรที่เหลือดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงมูลค่าการถือครองเงินสด (Δ Cash Holdings) อย่างมีนัยสำคัญ

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

งานวิจัยนี้มีจุดประสงค์เพื่อที่จะศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ของบริษัทกับการถือครองเงินสด (Cash holding) ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยมีสมมติฐานว่าหากบริษัทได้รับการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้น บริษัทจะสามารถกู้เงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกได้ถูกลง บริษัทจึงไม่จำเป็นต้องถือครองเงินสดจำนวนมาก ดังนั้นจึงมีการถือครองเงินสดน้อยลง ในทางตรงกันข้ามหากบริษัทได้รับการปรับอันดับเครดิตลดลง บริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ในต้นทุนที่แพงขึ้น ทำให้บริษัทเลือกที่จะใช้เงินสดเพราะมีต้นทุนที่ถูกลงกว่า จึงเริ่มมีการสะสมเงินสดมากขึ้นทำให้มีการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น โดยการศึกษาในงานวิจัยนี้จะใช้แนวความคิดที่ถูกพัฒนาโดย Opler et al (1999) เป็นแนวทางหลักในการวิจัย

จากการวิเคราะห์ข้อมูลที่มีลักษณะเป็น Panel Data ด้วยวิธี Pooled OLS Regression และ วิธี Fixed Effect Regression Model (FE) พบว่าการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นส่งผลต่อการถือครองเงินสด (Cash holding) อย่างมีนัยสำคัญและจะส่งผลในทางบวกกล่าวคือ หากบริษัทได้รับการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นจากสถาบันจัดอันดับบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด บริษัทมีแนวโน้มที่จะถือครองเงินสดเพิ่มมากขึ้น ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งสาเหตุอาจเกิดจากบริษัทยังต้องการที่จะรักษาระดับอันดับเครดิตของตนไว้จากการได้รับปรับอันดับเครดิตขึ้นในระยะยาว จึงมีการรักษาระดับการถือครองเงินสดเอาไว้หรืออาจเป็นไปได้ว่าการพิจารณาปรับอันดับเครดิตอาจจะพิจารณาจากข้อมูลย้อนหลังไม่ได้พิจารณาเพียงแค่ข้อมูลปัจจุบันเพียงอย่างเดียว นอกจากนี้ถึงแม้ว่าการได้รับปรับอันดับเครดิตขึ้นอาจจะทำให้ต้นทุนของแหล่งเงินทุนภายนอกถูกลง แต่ต้นทุนจากการเลือกสะสมเงินสดไว้เพื่อใช้ในการดำเนินกิจการของบริษัทอาจจะยังถูกกว่าทำให้บริษัทยังเลือกที่จะถือครองเงินสดเพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตามจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในส่วนของการปรับอันดับเครดิตลดลงพบว่าไม่ได้ส่งผลต่อการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ

ผลจากการศึกษาในงานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่าการปรับอันดับเครดิตที่บริษัทได้รับจากสถาบันจัดอันดับเครดิตซึ่งเปรียบเสมือนสัญญาณเตือนถึงความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท เป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญต่อการตัดสินใจของผู้บริหารในการดำเนินกิจการของบริษัท โดยนโยบายในการบริหารสภาพคล่องหรือเงินสดจะเป็นแนวทางหนึ่งที่ผู้บริหารเลือกใช้เมื่อได้รับการปรับอันดับเครดิต นอกจากนี้ยังแสดงให้เห็นว่าข้อมูลจากการจัดอันดับเครดิตของสถาบันจัดอันดับเครดิตที่ถูกเผยแพร่

นั้นมีบทบาทสำคัญในตลาดหุ้นไทย และเป็นแหล่งข้อมูลหนึ่งที่มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholders) ของบริษัทสามารถนำข้อมูลจากการจัดอันดับเครดิตไปใช้ในการตัดสินใจต่างๆ ได้ ซึ่งจะช่วยลดปัญหาการรับรู้ข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน (Information asymmetry) ในตลาดได้

5.2 ข้อจำกัดในงานวิจัย

ในงานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตของบริษัทโดยพิจารณาการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตในช่วงสิ้นปี ซึ่งในความเป็นจริงการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตดังกล่าวอาจจะได้รับการจัดอันดับในช่วงระหว่างปี รวมทั้งการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตในแต่ละปีอาจจะมีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตมากกว่า 1 ครั้ง แต่เนื่องจากข้อจำกัดในการเก็บข้อมูลจากงบการเงินของบริษัททำให้ไม่สามารถเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงในช่วงระยะเวลาก่อนและหลังที่มีการเปลี่ยนแปลงในช่วงระหว่างปีได้ ซึ่งปัจจัยดังกล่าวอาจส่งผลให้ผลการวิจัยมีความคลาดเคลื่อนได้

5.3 ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยต่อเนื่อง เนื่องจากในงานวิจัยนี้ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ของบริษัทกับการถือครองเงินสด (Cash holding) ของบริษัท ซึ่งก่อนที่จะมีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตจะมีการประกาศแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตก่อนในบางครั้ง อาจจะทำให้บริษัทมีการตอบสนองต่อการประกาศข้อมูลอันดับเครดิตดังกล่าวไปแล้วก่อนหน้าที่จะมีการปรับอันดับเครดิต โดยหากนำข้อมูลดังกล่าวมาพิจารณาเพิ่มเติมอาจจะทำให้ได้ผลวิจัยที่มีความชัดเจนยิ่งขึ้น นอกจากนี้ในการวิเคราะห์อันดับความน่าเชื่อถือยังสามารถขยายขอบเขตการพิจารณาเป็นการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตที่มากกว่า 1 ชั้น เช่น การปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นจาก A เป็น AA- เป็นต้น จะมีผลต่อการถือครองเงินสด (Cash holding) อย่างไร หรืออาจพิจารณาการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตระหว่างระดับคือระดับที่จัดว่าลงทุนได้ (Investment Grade) และระดับเก็งกำไร (Speculative Grade) ซึ่งการปรับอันดับเครดิตในแต่ละระดับอาจจะส่งผลกระทบต่อผลกระทบมากน้อยต่างกัน

รายการอ้างอิง

เอกสารอื่นๆ

ณัฐพล โกยสมบูรณ์. (2553). การศึกษาอันดับความน่าเชื่อถือและโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

พิชา ชำนาญกิจโกศล. (2554). ผลกระทบของการประกาศเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตโดยบริษัททริสเรตติ้ง จำกัดที่มีผลต่อราคาหุ้นของบริษัทที่มีการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด. วิธีการจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป. สืบค้นเมื่อวันที่ 28 พฤศจิกายน 2558, จาก <http://www.trisrating.com/th/ratingcriteria-t/60-ratingmethodologycorporate.html>

Articles

Acharya, Viral A., Heitor Almeida, and Murillo Campello. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies, *Journal of Financial Intermediation* 16, 515–554.

Almeida, Heitor, Murillo Campello, and Michael S. Weisbach. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance* 59, 1777–1804.

Bates, T. W., K. M. Kahle, and R. M. Stulz. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?. *Journal of Finance* 64, 1985–2021.

Baumol, W. J. (1952). The transactions demand for money: an inventory theoretic approach. *The Quarterly Journal of Economics* 66, 545–556.

Carosso, V. P. (1987). *The Morgans: Private International Bankers. 1854-1913.* Cambridge, MA: Harvard University Press.

Choy, E., S. Gray, and V. Ragunathan. (2006). The effect of credit rating changes on Australian stock returns. *Accounting and Finance* 46, 755–770.

- Cossin, D., & Hricko, T. (2004). The benefits of holding cash: a real options approach. *Managerial Finance*, 30(5), 29-43.
- Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 30 Nos. 3/4, pp. 573-587.
- Dichev, I. D., & Piotroski, J. D. (2001). The Long-Run Stock Return Following Bond Ratings Changes. *Journal of Finance*, 56, 173-203.
- Dittmar, Amy, Jan Mahrt-Smith, and Henri Servaes. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 111-133.
- Faulkender, M. and R.Wang, (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance*, 61,1957-1990.
- Ferreira, M.A. and Vilela, A.S. (2004), Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, Vol. 10 No. 2, pp. 295-319.
- Foley, C. F., J. C. Hartzell, S. Titman, and G. Twite. (2006). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of Financial Economics* 86, 579-607.
- Graham, J. R., & Campbell, R. H. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
- Han, S., and J. Qiu. (2007). Corporate precautionary cash holdings, *Journal of Corporate Finance* 13, 43-57.
- Harford, Jarrad, Sattar Mansi, and William Maxwell. (2008). Corporate governance and a firm's cash holdings. *Journal of Financial Economics* 87, 535-555.
- Haushalter, D., S. Klasa, and W. Maxwell. (2007). The influence of product market dynamics on the firm's cash holdings and hedging behavior. *Journal of Financial Economics* 84, 797-825.
- Hinh D. Khieu, M. K. P. (2012). The Influence of a Credit Rating Change on Corporate Cash Holdings and Their Marginal Value. *The Financial Review*, 351-373.
- Jani, E., Hoesli, M. and Bender, A. (2004), Corporate cash holdings and agency conflicts. Geneva, University of Geneva. Available.

- Jensen, Michael. (1986). Agency costs of free cash flow corporate finance and takeovers, *American Economic Review* 76, 323–329.
- Jung, B., Soderstrom, N., & Yang, Y. S. (2013). Earnings Smoothing Activities of Firms to Manage Credit Ratings. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 645-676.
- Karni, E. (1973). The transactions demand for cash: incorporation of the value of time into the inventory approach. *Journal of Political Economy* 81, 1216–1225.
- Khieu, H. and M. Pyles. (2011). Debt maturity structure and corporate investments following a credit rating change. Working paper, University of Southern Indiana.
- Kisgen, D. (2006). Credit ratings and capital structure. *Journal of Finance*, 61(3), 1035-1072.
- Kisgen, D. (2009). Do firms target credit ratings or leverage levels?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44, 1323–1344.
- Lee, E., & Powell, R. (2011). Excess cash holdings and shareholder value. *Accounting & Finance*, 51(2), 549-574.
- Miller, M. H., and D. Orr. (1966). A model of demand for money by firms. *The Quarterly Journal of Economics* 80, 413–435.
- Millon, M. H., & Anjon, V. T. (1985). Moral hazard and information sharing: A model of financial information gathering agencies. *Journal of Finance*, 40, 1403-1422.
- Mittoo, U. and Z. Zhang, (2010). Bond market access, credit quality, and capital structure: Canadian evidence. *The Financial Review* 45, 579–602.
- Mulligan, Casey B. (1997). Scale economies, the value of time, and the demand for money: Longitudinal evidence from firms. *Journal of Political Economy* 105, 1061–1079.
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson, (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics* 52, 3–46.

- Pinches, G. and J. Singleton, (1978). The adjustment of stock prices to bond rating revisions: The Australian evidence. *Journal of Finance* 33, 29–44.
- Pinkowitz, Lee, Rene M. Stulz, and Rohan Williamson. (2006). Do firms in countries with poor protection of investor rights hold more cash?. *Journal of Finance* 61, 2725–2751.
- Riddick, L., and T. Whited. (2009). The corporate propensity to save. *Journal of Finance*, 64, 1729–1766.
- SADDOUR, K. (2006). The Determinants and the Value of Cash Holdings: Evidence from French firms. (PhD), Université Paris Dauphine.
- Seifert, B., & Gonenc, H. (2015). Channels of cash savings: international evidence. *Review of Behavioural Finance*, 7(2), 134-150.
- Song, K., & Lee, Y. (2012). Long-Term Effects of a Financial Crisis: Evidence from Cash Holdings of East Asian Firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(03), 617-641.
- THOMAS W. BATES, K. M. K., and RENE M. STULZ. (2009). Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?. *THE JOURNAL OF FINANCE*, LXIV(5).
- Tobin, J. (1956). The interest–elasticity of the transactions demand for money, *The Review of Economics and Statistics* 48, 241–247.
- Vincent P. Carosso, *The Morgans: Private International Bankers 1854-1913* (Cambridge, MA:Harvard University Press, 1987), p. 437.
- Wasiuzzaman, S. (2014). Analysis of corporate cash holdings of firms in Malaysia. *Journal of Asia Business Studies*, 8(2), 118-135. doi:10.1108/jabs-10-2012-0048
- Weinstein, M. (1977). The effect of a rating change announcement on bond price, *Journal of Financial Economics* 5, 329–350.

ภาคผนวก



ภาคผนวก ก.

สัญลักษณ์และนิยามอันดับเครดิต

AAA อันดับเครดิตสูงสุด มีความเสี่ยงต่ำที่สุด ผู้ออกตราสารหนี้มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์สูงสุด และได้รับผลกระทบน้อยมากจากการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ

AA มีความเสี่ยงต่ำมาก ผู้ออกตราสารหนี้มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์สูงมาก แต่อาจได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ มากกว่าอันดับเครดิตที่อยู่ในระดับ AAA

A มีความเสี่ยงในระดับต่ำ ผู้ออกตราสารหนี้มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์สูง แต่อาจได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ มากกว่าอันดับเครดิตที่อยู่ในระดับสูงกว่า

BBB มีความเสี่ยงในระดับปานกลาง ผู้ออกตราสารหนี้มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์ที่เพียงพอ แต่มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ มากกว่า และอาจมีความสามารถในการชำระหนี้ที่อ่อนแอลงเมื่อเทียบกับอันดับเครดิตที่อยู่ในระดับสูงกว่า

BB มีความเสี่ยงในระดับสูง ผู้ออกตราสารหนี้มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์ต่ำกว่าระดับปานกลาง และจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ ค่อนข้างชัดเจน ซึ่งอาจส่งผลให้ความสามารถในการชำระหนี้ที่อยู่ในเกณฑ์ที่ไม่เพียงพอ

B มีความเสี่ยงในระดับสูงมาก ผู้ออกตราสารหนี้มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์ต่ำ และอาจจะหมดความสามารถหรือความตั้งใจในการชำระหนี้ได้ตามการเปลี่ยนแปลงของสถานการณ์ทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ

C มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้สูงที่สุด ผู้ออกตราสารหนี้ไม่มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ย และคืนเงินต้นตามกำหนดอย่างชัดเจน โดยต้องอาศัยเงื่อนไขที่เอื้ออำนวยทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ อย่างมากจึงจะมีความสามารถในการชำระหนี้ได้

D เป็นระดับที่อยู่ในสภาวะผิดนัดชำระหนี้โดยผู้ออกตราสารหนี้ไม่สามารถชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นได้ตามกำหนด

อันดับเครดิตจาก AA ถึง C อาจมีเครื่องหมายบวก (+) หรือลบ (-) ต่อท้ายเพื่อจำแนกความแตกต่างของคุณภาพของอันดับเครดิตภายในระดับเดียวกัน

ทริสเรทติ้งยังกำหนด “แนวโน้มอันดับเครดิต” (Rating Outlook) เพื่อสะท้อนความเป็นไปได้ของการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตของผู้ออกตราสารหนี้ในระยะปานกลางหรือระยะยาว โดยทริสเรทติ้งจะพิจารณาถึงโอกาสที่จะเกิดการเปลี่ยนแปลงของภาวะอุตสาหกรรมและสภาพแวดล้อมทางธุรกิจในอนาคตของผู้ออกตราสารหนี้ที่อาจกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ ส่วนแนวโน้มอันดับเครดิตของตราสารหนี้โดยส่วนใหญ่จะเท่ากับแนวโน้มอันดับเครดิตขององค์กรผู้ออกตราสารหนี้ๆ หรือองค์กรซึ่งรับภาระผูกพันในการชำระหนี้ของตราสารหนี้ๆ ทั้งนี้ แนวโน้มอันดับเครดิตแบ่งออกเป็น 4 ระดับ ได้แก่

Positive หมายถึง อันดับเครดิตอาจปรับขึ้น

Stable หมายถึง อันดับเครดิตอาจไม่เปลี่ยนแปลง

Negative หมายถึง อันดับเครดิตอาจปรับลดลง

Developing หมายถึง อันดับเครดิตอาจปรับขึ้น ปรับลดลง หรือไม่เปลี่ยนแปลง

ภาคผนวก ข.

อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการพิจารณาจัดอันดับเครดิตของธุรกิจทั่วไป

อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร

อัตรากำไรเบื้องต้นต่อยอดขาย (%) = กำไรเบื้องต้น / ยอดขาย

อัตรากำไรสุทธิต่อยอดขาย (%) = กำไรสุทธิ / ยอดขาย

อัตรากำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขาย (%) = (กำไรจากการดำเนินงาน + ค่าเสื่อมราคาและ
ค่าตัดจำหน่าย) / ยอดขาย

อัตราผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%) = กำไรก่อนภาษีและดอกเบี้ยจ่าย / เงินทุนถาวร

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย (%) = กำไรสุทธิ / สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นถัวเฉลี่ย (%) = กำไรสุทธิ / ส่วนของผู้ถือหุ้นถัวเฉลี่ย

อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน

หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า) = หนี้สิน / ส่วนของผู้ถือหุ้น

เงินกู้ระยะยาวต่อแหล่งเงินทุนระยะยาว (%) = เงินกู้ระยะยาว / แหล่งเงินทุนระยะยาว

เงินกู้รวมต่อแหล่งเงินทุน (%) = เงินกู้รวม / แหล่งเงินทุน

อัตราส่วนสภาพคล่อง

อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า) = สินทรัพย์หมุนเวียน / หนี้สินหมุนเวียน

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว (เท่า) = (เงินสดและเงินฝากธนาคาร + หลักทรัพย์ในความต้องการ
ของตลาด + ลูกหนี้บริษัทที่เกี่ยวข้อง + ลูกหนี้การค้า) / หนี้สินหมุนเวียน

อัตราส่วนความเพียงพอของเงินสด

เงินทุนจากการดำเนินงานต่อเงินกู้รวม (%) = เงินทุนจากการดำเนินงาน / เงินกู้รวม

เงินสดจากการดำเนินงานปลอดภาระต่อเงินกู้รวม (%) = เงินสดจากการดำเนินงานปลอดภาระ /
เงินกู้รวม

อัตรากำไรก่อนภาษีและดอกเบี้ยจ่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า) = อัตรากำไรก่อนภาษีและดอกเบี้ยจ่าย / ดอกเบี้ยจ่าย

อัตรากำไรก่อนภาษีและดอกเบี้ยจ่ายต่อดอกเบี้ยจ่ายที่คำนึงถึงค่าเช่า (เท่า) = อัตรากำไรก่อนภาษีและดอกเบี้ยจ่าย + ค่าเช่า / ดอกเบี้ยจ่าย + ค่าเช่า

อัตรากำไรก่อนภาษีและดอกเบี้ยจ่ายต่อดอกเบี้ยจ่ายที่คำนึงถึงค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า) = อัตรากำไรก่อนภาษีและดอกเบี้ยจ่าย + ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย / ดอกเบี้ยจ่าย

อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพ

อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (เท่า) = ยอดขาย / สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย

อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (เท่า) = ยอดขาย / สินทรัพย์ถาวรถัวเฉลี่ย

ระยะเวลาเก็บหนี้ (วัน) = (ลูกหนี้บริษัทที่เกี่ยวข้อง + ลูกหนี้การค้า x 365) / ยอดขาย

ระยะเวลาถือสินค้าคงเหลือ (วัน) = (สินค้าคงเหลือ x 365) / ต้นทุนขาย

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาววริยา วงษ์มาก
วันเดือนปีเกิด	18 กุมภาพันธ์ 2536
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2557: บริหารธุรกิจบัณฑิต (การจัดการธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

