

ความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสด ความเสี่ยงและผลตอบแทนที่คาดหวัง Relationship Between Cash Holdings, Risk and Expected Returns

กานต์สินี ตั้งควิเวชกุล* และโรจนา ธรรมจินดา**

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสด ความเสี่ยงและผลตอบแทนที่คาดหวัง โดยมีกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2561 ศึกษาข้อมูลรายปี มีจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 3,431 ชุดข้อมูล จาก 424 บริษัท วิเคราะห์ความสัมพันธ์โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square : OLS)

ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมีผลต่อการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและมีความสัมพันธ์ในเชิงลบ กล่าวคือ เมื่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมีระดับเพิ่มขึ้น บริษัทจะถือครองเงินสดลดลง แต่ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังกับการถือครองเงินสดพบเฉพาะในบริษัทขนาดใหญ่และบริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นสูงเท่านั้น ไม่พบความสัมพันธ์นี้จากกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด บริษัทขนาดเล็ก และบริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นต่ำ จากผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังกับการถือครองเงินสด ของบริษัทในประเทศไทย แตกต่างจากประเทศสหรัฐอเมริกา อาจเนื่องมาจากภาวะเศรษฐกิจที่ขยายตัวในอัตราที่ต่างกัน และแนวคิดเกี่ยวกับการถือครองเงินสดของบริษัทในแต่ละประเทศอาจแตกต่างกัน

Abstract

Objectives of this study were to study the relationship between cash holding, Risk and Expected Returns. The sample group is companies listed on the Stock Exchange of Thailand. The time period used in the study was from 2008 to 2018. Annual data were analyzed in this study. There were 3,431 samples from 424 companies using the least squares (Ordinary Least Square (OLS)) for relationship analysis.

The results of the study showed that the expected rate of return has a statistically significant effect on cash holdings and has a negative correlation, ie, when the expected rate of return rises the company holds lower cash. However, the relationship between expected return and cash holdings is found only in case of large companies and companies with high equity yields. This relationship was not found when doing all listed companies analysis, small companies and companies with low equity yields. It was found that the relationship between expected returns and cash holdings of companies in Thailand were different from the United States. The difference in the relationship between expected returns and cash holdings of the two countries may be due to the difference from the economy growth and different cash holding concepts of companies in both countries.

* นักศึกษาหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

บทนำ

มีหลายแนวคิดที่กล่าวถึงสัดส่วนในการถือครองเงินสด เช่น แนวคิดที่ว่ากิจการควรถือครองเงินสดให้น้อย เพราะเงินสด เป็นสินทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทนต่อผู้ถือครอง ไม่เหมือนกับการนำไปลงทุนใน สินค้าคงคลัง หรือ ลูกหนี้ ซึ่งก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มกับกิจการ บางแนวคิดกล่าวว่าควรถือเงินสดในสัดส่วนที่มากเพื่อป้องกันการขาดสภาพคล่องเมื่อ ต้องใช้จ่ายในยามฉุกเฉินเนื่องจากการจัดหาเงินทุนจากภายนอกนั้นมีต้นทุนสูง จากแนวคิดหลากหลายนี้จึงทำให้เกิดแนวคิด ว่าบริษัทควรมีการถือเงินสดในระดับที่เหมาะสม ในการศึกษานี้จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังกับความ เสี่ยงว่ามีผลต่อนโยบายการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างไร โดยในการศึกษานี้จะใช้แนวความคิดที่อ้างอิงโดย Palazzo (2012) เป็นแนวทางหลักในการวิจัย เพื่อทดสอบการคาดการณ์ด้านความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังกับการถือ ครองเงินสด จะใช้ตัวแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model) เพื่อคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังของ หลักทรัพย์ แล้วนำไปทดสอบว่าความแตกต่างในส่วนของผลตอบแทนที่คาดหวังจะมีความสัมพันธ์กับความแตกต่างในการถือ ครองเงินสดหรือไม่ นอกจากนี้จะทดสอบว่าบริษัทที่มีขนาด (Size) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ต่างกันส่งผลต่อ ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนที่คาดหวังกับการถือครองเงินสดอย่างไร โดยใช้ขนาดและอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเป็นตัวแทน ของความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

แนวคิดและทฤษฎี

1. ทฤษฎีทั่วไปว่าด้วยความต้องการถือเงิน (The general Theory of Employment, Interest and Money)

โดย จอห์น เมย์นาร์ด เคนส์ (Keynes, 1936) โดยเคนส์เห็นว่าแรงจูงใจในการถือเงินของคนหรือหน่วยธุรกิจนั้น ขึ้นอยู่กับ

1) ความต้องการถือเงินเพื่อใช้จ่ายในชีวิตประจำวัน (The Transactions Motive)

โดยทั่วไปแล้ว บุคคลทั่วไปไม่ว่าจะเป็นผู้บริโภคหรือหน่วยธุรกิจ จำเป็นที่จะต้องถือเงินไว้จำนวนหนึ่งเพื่อใช้จ่าย ประจำวันและใช้ชำระค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ในการดำเนินงาน

2) ความต้องการถือเงินเพื่อเก็บไว้ใช้จ่ายฉุกเฉิน (The Precautionary Motive)

เคนส์เห็นว่าคนเราไม่ว่าหน่วยธุรกิจและครัวเรือน อาจมีความจำเป็นที่ไม่สามารถจะคาดการณ์ได้ (Unexpected need) เช่น วัตถุดิบขึ้นราคา เครื่องจักรชำรุดกะทันหัน เกิดอุบัติเหตุ ความต้องการถือเงินประเภทนี้มีสาเหตุมาจากความไม่ แน่นนอนของรายได้รายจ่ายในอนาคต ดังนั้น บุคคลทั่วไปจึงต้องกันเงินไว้จำนวนหนึ่งเพื่อใช้จ่ายได้ทันทีเมื่อถึงคราวจำเป็น

3) ความต้องการถือเงินเพื่อรอจังหวะการลงทุนในอนาคตหรือเพื่อการเก็งกำไร (Speculative Motive) เมื่อมีโอกาส เข้ามา เช่น การขยายธุรกิจ หรือการลงทุนในธุรกิจใหม่ ซึ่งเป็นการตัดสินใจที่ต้องใช้เงินทุนในการดำเนินการ หากกิจการได้มี การสำรองเงินเอาไว้ กิจการก็ไม่จำเป็นต้องพึ่งแหล่งเงินทุนจากภายนอก ซึ่งมีต้นทุนที่สูงกว่า

2. ทฤษฎีตัวแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model)

ทฤษฎี CAPM เป็นแนวความคิดการวิเคราะห์การลงทุนโดยใช้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ คาดไว้ของหลักทรัพย์ กับสัมประสิทธิ์ชี้ความเสี่ยงตัวหนึ่งซึ่งมีความเสี่ยงที่เป็นระบบ เรียกค่าสัมประสิทธิ์นี้ว่า เบต้า (beta) ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กับค่าเบต้าของหลักทรัพย์ สรุปได้ว่า ทฤษฎี CAPM เป็นแนวคิด เกี่ยวกับความเสี่ยงและผลตอบแทน แนวคิดนี้กล่าวว่า ระดับผลตอบแทนที่ควรจะได้จากการลงทุนหนึ่งๆ ควรขึ้นอยู่กับความ เสี่ยงของการลงทุน ถ้าการลงทุนใดมีความเสี่ยงสูง การลงทุนนั้นควรจะได้รับผลตอบแทนสูงเช่นกัน

สามารถเขียนได้ตามสมการ ดังนี้

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f]\beta_i$$

โดยที่ $E(R_i)$ คืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวังจากหลักทรัพย์ i

R_f คืออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

$E(R_m)$ คืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวังจากกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด หรืออัตราผลตอบแทนของตลาด

β_i คือค่าเบต้า (Beta) ของหลักทรัพย์ i

วิธีการดำเนินการวิจัย

การค้นคว้าอิสระฉบับนี้เป็นการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง ความเสี่ยงและผลตอบแทนที่คาดหวัง ว่ามีความสัมพันธ์กับการกำหนดระดับการถือครองเงินสดหรือไม่ โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square : OLS) มาทำการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในการหาความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดและผลตอบแทนที่คาดหวัง จากทฤษฎี CAPM ที่กล่าวว่า ระดับผลตอบแทนที่ควรจะได้จากการลงทุนหนึ่งๆ ควรขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของการลงทุน ถ้าการลงทุนใดมีความเสี่ยงสูง การลงทุนนั้นควรจะได้รับผลตอบแทนสูงเช่นกัน ในการค้นคว้าอิสระฉบับนี้จะหาผลตอบแทนที่คาดหวัง จากทฤษฎี CAPM ซึ่งผลตอบแทนที่คาดหวัง ก็สะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยง กล่าวคือถ้าผลตอบแทนที่คาดหวังสูง ก็จะสะท้อนว่า มีความเสี่ยงสูงเช่นกัน ดังนั้นในการหาความสัมพันธ์ระหว่าง ความเสี่ยงและผลตอบแทนที่คาดหวัง กับการถือครองเงินสดในการศึกษานี้ ต่อจากนี้จะเขียนว่าความสัมพันธ์ของผลตอบแทนที่คาดหวังกับการถือครองเงินสด โดยความเสี่ยงสะท้อนจากผลตอบแทนที่คาดหวัง จึงขอละการเขียนถึงความเสี่ยงในรูปประโยค

การศึกษานี้ใช้กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET : The Stock Exchange of Thailand) โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจกลุ่มการเงิน ซึ่งประกอบด้วยหมวดธุรกิจ ธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต โดยมีระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา 11 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2561 ศึกษาข้อมูลรายปี มีจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 3,431 ชุดข้อมูล จาก 424 บริษัท

สมมติฐาน

1. ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนที่คาดหวังกับการถือครองเงินสด

H_0 : ผลตอบแทนที่คาดหวังกับการถือครองเงินสด ไม่มีความสัมพันธ์กัน

H_1 : ผลตอบแทนที่คาดหวังกับการถือครองเงินสด มีความสัมพันธ์กัน

2. ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนที่คาดหวังกับการถือครองเงินสด โดยจำแนกบริษัทตามความสามารถในการทำกำไรจากการลงทุนในอนาคต

H_0 : ผลตอบแทนที่คาดหวังกับการถือครองเงินสด จากการจำแนกบริษัทที่มีขนาด (Size) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ต่างกัน ไม่มีความสัมพันธ์กัน

H_2 : ผลตอบแทนที่คาดหวังกับการถือครองเงินสด จากการจำแนกบริษัทที่มีขนาด (Size) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ต่างกัน มีความสัมพันธ์กัน

เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสด ความเสี่ยงและผลตอบแทนที่คาดหวัง ใช้แบบจำลองสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression) ในการทดสอบ โดยในสมการถดถอยพหุคูณ ในการทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่ 1 และการทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่ 2 จะมีสมการเป็น

$$\text{CHT} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{LAGCHT} + \alpha_2 \text{RET} + \alpha_3 \text{CFT} + \alpha_4 \text{SIZET} + \alpha_5 \text{NETEQUITYT} + \alpha_6 \text{NETDEBTT} + \alpha_7 \text{NETINVT} + \varepsilon_t$$

โดย CHT	เป็นการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ (cash-to-assets ratio) ระหว่างปีที่ t - 1 กับปีที่ t
LAGCHT	เป็นการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ ระหว่างปีที่ t - 2 กับปีที่ t - 1
RET	เป็นอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) คือค่า $E(R_i)$ ในปีที่ t
CFT	เป็นอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (cash from operating to assets ratio) ในปีที่ t
SIZET	เป็นลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม ในปีที่ t
NETEQUITYT	เป็นอัตราส่วนมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อสินทรัพย์รวม (Equity over total assets ratio) ในปีที่ t
NETDEBTT	เป็นอัตราส่วนมูลค่าของหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (long term debt over total assets) ในปีที่ t
NETINVT	เป็นอัตราส่วนเงินลงทุนสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (net investment over total assets) ในปีที่ t

การทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่ 2 โดยใช้สมการนี้แต่จะมีการจำแนกบริษัท ดังนี้

- 1) จำแนกบริษัทตาม ขนาด (Size) แบ่งเป็น บริษัทขนาดเล็ก กับบริษัทขนาดใหญ่
- 2) จำแนกบริษัทตาม อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) แบ่งเป็นอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นต่ำ และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นสูง

ผลการศึกษา

ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด ในการศึกษาความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่ 1 พบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ เมื่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมีระดับเพิ่มขึ้น ไม่ได้ส่งผลต่ออัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ของบริษัท สรุปได้ว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ไม่ได้มีความสัมพันธ์ต่อระดับการถือครองเงินสดของบริษัท ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ตั้งไว้

ทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่ 2 โดยใช้สมการเดิมแต่จะมีการจำแนกบริษัทตามขนาด (Size) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ต่างกัน การจำแนกบริษัทตามขนาด (Size) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวแทนของความสามารถในการทำกำไร พบว่าสำหรับบริษัทขนาดเล็ก อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ เมื่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมีระดับเพิ่มขึ้น ไม่ได้ส่งผลต่ออัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ของบริษัทขนาดเล็ก สรุปได้ว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ไม่ได้มีความสัมพันธ์ต่อระดับการถือครองเงินสดของบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่สำหรับบริษัทขนาดใหญ่ พบว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม กับการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์

อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.022566 หมายถึง เมื่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมีระดับเพิ่มขึ้น จะทำให้บริษัทขนาดใหญ่มีอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ลดลง กล่าวคือบริษัทขนาดใหญ่จะถือครองเงินสดลดลง สรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานที่ตั้งไว้

ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด ของบริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นต่ำ พบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ เมื่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมีระดับเพิ่มขึ้น ไม่ได้ส่งผลต่ออัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ของบริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นต่ำ สรุปได้ว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ไม่ได้มีความสัมพันธ์ต่อระดับการถือครองเงินสดของบริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นต่ำ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ตั้งไว้

ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด ของบริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นสูง พบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม กับการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.1 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.029013 หมายถึง เมื่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมีระดับเพิ่มขึ้น จะทำให้บริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นสูง มีอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ลดลง กล่าวคือบริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นสูงจะถือครองเงินสดลดลง สรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสด ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานที่ตั้งไว้

การอภิปรายผลการศึกษา

จากผลการศึกษาค่าความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสด ความเสี่ยงและผลตอบแทนที่คาดหวัง สามารถอภิปรายผลการศึกษาดังนี้

1) อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง คาดหวัง ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ เมื่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมีระดับเพิ่มขึ้น ไม่ได้ส่งผลต่ออัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ของบริษัท สรุปได้ว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ไม่ได้มีความสัมพันธ์ต่อระดับการถือครองเงินสดของบริษัท อาจเนื่องมาจากบริษัทในประเทศไทยไม่ได้มีนโยบายการถือเงินสดในปริมาณที่สูง และมีความเป็นไปได้ว่าบริษัทส่วนใหญ่มีแนวคิดว่าการมีเงินสดมากเกินไปอาจทำให้เกิดการสูญเสียโอกาสทางธุรกิจ เพราะเงินสดไม่ก่อให้เกิดรายได้ และผลตอบแทนต่อกิจการทำให้บริษัทในประเทศไทยไม่ได้มีนโยบายการถือเงินสดในปริมาณที่สูง และอาจเป็นเพราะเศรษฐกิจไทยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาอยู่ในช่วงกำลังขยายตัว บริษัทจึงนำเงินสดไปลงทุนมากกว่าถือเงินสดไว้

2) จากการแบ่งบริษัทออกเป็นกลุ่มต่างๆ เพื่อใช้เป็นตัวแทนของความสามารถในการทำกำไรที่ต่างกัน ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2 ของบริษัทขนาดเล็ก พบว่า สำหรับบริษัทขนาดเล็ก อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ เมื่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมีระดับเพิ่มขึ้น ไม่ได้ส่งผลต่ออัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ของบริษัทขนาดเล็ก สรุปได้ว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ไม่ได้มีความสัมพันธ์ต่อระดับการถือครองเงินสดของบริษัทขนาดเล็ก อาจเนื่องมาจากบริษัทขนาดเล็กไม่ได้ใช้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเป็นสิ่งที่กำหนดนโยบายการถือครองเงินสดของบริษัท

3) ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2 ของบริษัทขนาดใหญ่ พบว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม กับการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ เมื่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมีระดับเพิ่มขึ้น จะทำให้บริษัทขนาดใหญ่ถือครองเงินสดลดลง ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานและงานวิจัยของ Palazzo (2012) ที่พบว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง มีความสัมพันธ์ต่อระดับการถือครองเงินสดในทิศทางเดียวกัน บริษัทที่มีผล

ที่มีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเพิ่มสูงขึ้น จะมีการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น ความไม่สอดคล้องนี้อาจเนื่องมาจาก หากบริษัทขนาดใหญ่ของประเทศไทยเห็นโอกาสในการลงทุนที่ทำได้ จะนำเงินสดไปลงทุนมากกว่าถือเงินสดไว้เพื่อรอโอกาส เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทยเติบโตแตกต่างจากประเทศสหรัฐอเมริกา และจากงานวิจัยของ Opler et al (1999) ที่พบว่าบริษัทขนาดใหญ่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายกว่าบริษัทขนาดเล็ก และมีต้นทุนที่ต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก บริษัทขนาดใหญ่จึงถือเงินสดในสัดส่วนที่ต่ำกว่า จึงมีความเป็นไปได้ว่าบริษัทขนาดใหญ่ในประเทศไทยสามารถถือเงินสดในปริมาณน้อยเหมือนกับบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา เพราะสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายจึงไม่ถือเงินสดในปริมาณมาก

4) ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2 ของบริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นต่ำ พบว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ เมื่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมีระดับเพิ่มขึ้น ไม่ได้ส่งผลต่ออัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ของบริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นต่ำ สรุปได้ว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ไม่ได้มีความสัมพันธ์ต่อระดับการถือครองเงินสดของบริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นต่ำ อาจเนื่องมาจากบริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นต่ำ มีลักษณะและปัจจัยภายในคล้ายบริษัทขนาดเล็กที่ไม่ได้ใช้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเป็นสิ่งที่กำหนดนโยบายการถือครองเงินสดของบริษัท

5) ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2 ของบริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นสูง พบว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม กับการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ เมื่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมีระดับเพิ่มขึ้น จะทำให้บริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นสูงถือครองเงินสดลดลง ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานและงานวิจัยของ Palazzo (2012) ที่พบว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง มีความสัมพันธ์ต่อการถือครองเงินสดในทิศทางเดียวกัน บริษัทที่มีผลที่มีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเพิ่มสูงขึ้น จะมีการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น ความไม่สอดคล้องนี้อาจเนื่องมาจากบริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นสูง อาจมีกลยุทธ์การลงทุนเชิงรุก จึงนำเงินสดไปลงทุนเมื่อมีโอกาส ทำให้มีนโยบายการถือครองเงินสดต่ำ และในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา เศรษฐกิจไทยกำลังขยายตัว มีความแตกต่างจากเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกา ทำให้มีการถือครองเงินสดในลักษณะที่แตกต่างกัน

ข้อเสนอแนะ

1) ในการศึกษาที่ใช้ทฤษฎีตัวแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์เพื่อเป็นตัวแทนของความเสี่ยง และผลตอบแทนที่คาดหวัง ซึ่งแตกต่างจาก Palazzo (2012) ที่ใช้ทฤษฎีประเมินอัตราผลตอบแทนจากการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยการคิดลดกระแสเงินสดจากเงินปันผลในอดีต อาจทำให้ผลที่ได้มีความแตกต่างกัน ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจศึกษาว่าถ้าใช้ทฤษฎีที่แตกต่างจากทฤษฎีตัวแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ และทฤษฎีประเมินอัตราผลตอบแทนจากการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยการคิดลดกระแสเงินสดจากเงินปันผลในอดีต มาทำการหาความเสี่ยงและผลตอบแทนที่คาดหวัง จะได้ผลการศึกษาแตกต่างกันหรือไม่อย่างไร และในการศึกษาต่อไปหากมีการเพิ่มตัวแปรการจ่ายเงินปันผลเข้ามาเป็นตัวแปรควบคุม อาจพบว่า บริษัทถือครองเงินสดลดลง เพราะมีการนำเงินไปลงทุน หรือเงินสดลดลงเพราะบริษัทมีการจ่ายเงินปันผล

2) ในมุมมองของบริษัท อาจมีการเปรียบเทียบว่าการใช้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเพื่อกำหนดระดับการถือครองเงินสด จะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีกว่าให้กับบริษัทมากกว่าการไม่ใช้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเพื่อกำหนดระดับการถือครองเงินสดหรือไม่ จากการศึกษาพบว่า บริษัทขนาดใหญ่และบริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นสูง ถ้ามีการคาดการณ์ผลตอบแทนที่คาดหวังสูง ก็อาจกำหนดการถือครองเงินสดต่ำได้ เนื่องจากมีการนำเงินไปลงทุนมาก และบริษัททั้ง 2 กลุ่มนี้มีโอกาสเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่าย จึงไม่จำเป็นต้องสำรองเงินสดในปริมาณมาก

3) ในมุมมองของนักลงทุน นักลงทุนสามารถคาดการณ์ความเสี่ยงของบริษัท จากระดับการถือครองเงินสดของบริษัท และผลตอบแทน นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในบริษัทขนาดใหญ่และบริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นสูงได้ แม้ว่าบริษัททั้ง 2 กลุ่ม จะถือเงินสดในปริมาณน้อย เพราะบริษัทมีการนำเงินไปลงทุน และมีการคาดการณ์ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับสูง และจากการที่บริษัททั้ง 2 กลุ่ม มีการลงทุน แต่ถือเงินสดในปริมาณน้อย สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทขนาดใหญ่และบริษัทที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นสูง มีความสามารถในการจัดหาเงินทุน จึงไม่ถือเงินสดในปริมาณมาก

บรรณานุกรม

- จิรัตน์ สังข์แก้ว. (2545). *การลงทุน*. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- จุฬารัตน์ บุหลันพุกษ์. (2554). *ภาวะเศรษฐกิจต่อการถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ สาขาเศรษฐศาสตร์ คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย).
- พรรณนุภา ฐนนิมิตรกุล. (2559). *การเงินธุรกิจ*. กรุงเทพฯ: ภาควิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ภาณุ เชาว์ปรีชา. (2553). *การถือครองเงินสดของกิจการ*. สืบค้นจาก <http://chaopricha.blogspot.com/2010/01/blog-post.html>
- รัมภาภรณ์ อุทัยพัฒนศักดิ์. (2559). *ความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ : กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ สาขาวิชาการบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- วริยา วงษ์มาก. (2558). *การเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือกับการถือครองเงินสด*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ สาขาวิชาการบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง. (2548). *ความต้องการถือเงิน (Demand for Money)*. สืบค้นจาก <http://www2.fpo.go.th/Source/ECO/ECO22.htm>
- สิริเกียรติ รัชชุตานติ. (2531). *การเงินธุรกิจ*. เชียงใหม่: คณะธุรกิจการเกษตร สถาบันเทคโนโลยีการเกษตรแม่โจ้.
- สุกัญญา ภูสุวรรณรัตน์, และลลิตรา เตชะเสริมสุขกุล. (2560). การทดสอบความสามารถของตัวแบบการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (CAPM) กับตัวแบบสามปัจจัยของ Fama-French ในการพยากรณ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์. *วารสารการจัดการสมัยใหม่*, 15 (2), 101-116.
- สุชาติ มนูญวงศ์พันธุ์. (2551). *การศึกษาการตัดสินใจการถือเงินสดของบริษัทในประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ สาขาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย).
- Baskin, J. (1987). Corporate liquidity in games of monopoly power. *Review of Economics and Statistics*, 69, 312-319.
- Han, S. & Qiu, J. (2007). Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13, 43-57.
- Kim, C. S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335-359.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
- Palazzo, B. (2012). Cash holdings, risk, and expected returns. *Journal of Financial Economics*, 104, 162-185.
- Simutin, M. (2010). Excess cash and stock returns. *Financial Management*, 39(3), 1197-1222.