

การเลือกผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นภายนอกสำหรับ รายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน : กรณีศึกษาในประเทศไทย

ณัฐวีร์ คุณินธุ์

ผู้จัดการด้านสอบบัญชี

บริษัท ดีลอยท์ ทูช โธมัทสு ไชยยศ สอบบัญชี จำกัด

ดร.วัชนีพร เศรษฐฐักโก

รองศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

บทคัดย่อ

บทความวิจัยนี้จัดทำขึ้นเพื่อชี้ให้เห็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเลือกผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นสำหรับรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน โดยใช้การสัมภาษณ์เชิงลึกแบบกึ่งโครงสร้างกับผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการจัดทำรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน และรายงานที่ให้ความเชื่อมั่นของผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นที่เป็นหน่วยงานอิสระภายนอกจำนวน 5 บริษัท ผลการวิจัยพบว่า (1) ความรู้และประสบการณ์ (2) ชื่อเสียงและความน่าเชื่อถือ และ (3) ค่าบริการ เป็นปัจจัยหลัก 3 ประการที่มีอิทธิพลต่อการเลือกผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นสำหรับรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนในประเทศไทย งานวิจัยชิ้นนี้มีข้อจำกัดเพราะใช้ข้อมูลในประเทศไทยเท่านั้น ผลการวิจัยอาจเปลี่ยนไปถ้าทำการวิจัยในประเทศอื่น งานวิจัยในอนาคตควรขยายจำนวนตัวอย่างในการทำวิจัยให้มากขึ้นเพื่อให้ผลวิจัยเป็นที่ยอมรับกันในวงกว้างขึ้น

คำสำคัญ: ผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่น ความน่าเชื่อถือ ความรู้ ชื่อเสียง รายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน ประเทศไทย

Selecting External Assurance Service Providers for Sustainability Reporting: A Case of Thailand

Nattawee Kusin

Audit Manager,

Deloitte Touche Tohmatsu Jaiyos Audit Co., Ltd.

Dr.Watchaneeporn Setthasakko

Associate Professor of Department of Accounting,

Thammasat Business School, Thammasat University

ABSTRACT

This paper attempts to identify factors influencing the selection of external assurance service providers for sustainability reporting. The study employs semi-structured in-depth interviews with directors of five listed companies on the Stock Exchange of Thailand which have independent third party assurance for their sustainability reports. The findings reveal that (1) knowledge and expertise, (2) reputation and credibility, and (3) fee are three primary factors. The study limits itself to Thailand, and therefore findings may not be applicable in other settings. To improve the generalization of the findings, future research should broaden the sample.

Keywords: Assurance Service Providers, Credibility, Knowledge, Reputation, Sustainability Reporting, Thailand

1. บทนำ

การจัดทำรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเนื่องจากความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียของกิจการที่ต้องการทราบผลการดำเนินงานที่นำไปสู่ความยั่งยืนทั้งทางด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม (KPMG, 2015; GRI; 2015; Watchaneeporn Setthasakko, 2016) การจัดทำรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนนิยมจัดทำตามกรอบแนวทางในการจัดทำรายงานที่เป็นสากลหรือ GRI G4 และเพื่อเพิ่มความเชื่อมั่นและน่าเชื่อถือให้กับผู้ใช้รายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนหรือผู้มีส่วนได้เสีย บริษัทจึงได้เพิ่มรายงานที่ให้ความเชื่อมั่นที่ให้เห็นโดยผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่น ซึ่งเป็นหน่วยงานภายนอกที่มีความเป็นอิสระเข้าไปในส่วนสุดท้ายของรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน (Laufer, 2003; Moneva et al., 2006) นอกจากนี้การมีรายงานที่ให้ความเชื่อมั่นยังทำให้บริษัทมีโอกาสปรับปรุงคุณภาพของข้อมูลที่นำมาเปิดเผยรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนให้ดีขึ้น (Ball, Owen & Gray, 2000; Edgley, et al., 2010) บริษัทที่จัดทำรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนสามารถเลือกผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นได้จากผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นที่มาจาก 2 กลุ่มหลัก อันประกอบด้วย ผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นที่นอกกลุ่มผู้ประกอบวิชาชีพบัญชีและผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นที่อยู่นอกกลุ่มผู้ประกอบวิชาชีพบัญชี ทำให้เกิดคำถามขึ้นว่าบริษัทที่จัดทำรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนเซเชเมนต์หรือปัจจัยใดในการเลือกผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่น และได้พบว่างานวิจัยในอดีตในประเทศไทยเกี่ยวกับการให้ความเชื่อมั่นรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนยังไม่ได้มีการวิจัยในส่วนของการเลือกผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นสำหรับรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน ดังนั้น เพื่อเป็นการหาคำตอบในคำถามข้างต้นจึงนำมา ซึ่งการวิจัยเรื่อง “การเลือกผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นภายนอกสำหรับรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน กรณีศึกษาในประเทศไทย”

2. ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

2.1 การให้ความเชื่อมั่นในรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน

การศึกษาในอดีตชี้ให้เห็นว่าการให้ความเชื่อมั่นในรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนนั้น เริ่มต้นขึ้นจากการเรียกร้องของผู้มีส่วนได้เสียให้ตรวจสอบความโปร่งใสและความถูกต้องของข้อมูลที่เผยแพร่ในรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน (Laufer, 2003; Moneva et al., 2006) นอกจากนี้การจัดอันดับหรือการได้รับการรับรองจากองค์กรหรือหน่วยงานที่ทำการจัดอันดับหรือรับรอง ทางด้านการพัฒนาที่ยั่งยืน ยังเป็นปัจจัยสำคัญในการผลักดันให้มีการให้ความเชื่อมั่นในรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน (Park & Brorson, 2005; Clarkson et al., 2015) การให้ความเชื่อมั่นดังกล่าวส่งผลทำให้เพิ่มความน่าเชื่อถือและคุณภาพของการจัดทำรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน (GRI, 2011, 2015) ช่วยพัฒนาและปรับปรุงกระบวนการจัดทำรายงานฯ ให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น (KPMG, 2008; KPMG, 2011) นอกจากนี้ ยังเพิ่มความเต็มใจของนักลงทุนที่จะลงทุนในบริษัทที่จัดทำรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนและมีรายงานที่ให้ความเชื่อมั่นอย่างเป็นทางการจากผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่น มากกว่ารายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนซึ่งไม่มีการให้ความเชื่อมั่น (Cheng et al., 2012) ในปัจจุบันนี้ การให้ความเชื่อมั่นในรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนยังไม่ได้จัดทำตามภาคบังคับตามกฎหมาย ดังนั้น หน่วยงานอิสระภายนอกที่เป็นผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นสำหรับรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนจึงมีการใช้มาตรฐาน และ/หรือวิธีการให้ความเชื่อมั่นที่แตกต่างกัน (Moneva et al., 2006; KPMG, 2008; KPMG, 2011)

2.2 รูปแบบของมาตรฐานงานที่ให้ความเชื่อมั่นอย่างเป็นทางการสำหรับรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน

ปัจจุบันได้พบว่าผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นสำหรับรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน จะใช้มาตรฐานงานให้ความเชื่อมั่นอยู่ 4 รูปแบบ คือ (1) มาตรฐานงานที่ให้ความเชื่อมั่น รหัส 1000: AA1000 Assurance Standard

(AA1000AS) เป็นมาตรฐานที่พัฒนาโดย AccountAbility (2) มาตรฐานงานที่ให้ความเชื่อมั่นรหัส 3000 งานที่ให้ความเชื่อมั่น นอกเหนือจากการตรวจสอบหรือสอบทานข้อมูลทางการเงินในอดีต (ISAE 3000) ซึ่งเป็นมาตรฐานที่พัฒนาโดยคณะกรรมการกำหนดมาตรฐานการสอบบัญชี และงานที่ให้ความเชื่อมั่นระหว่างประเทศ (IAASB) (3) ใช้ทั้งมาตรฐานงานที่ให้ความเชื่อมั่น รหัส 1000: AA1000 Assurance Stand (AA1000AS) และ มาตรฐานงานที่ให้ความเชื่อมั่น รหัส 3000 งานที่ให้ความเชื่อมั่นนอกเหนือจากการตรวจสอบหรือสอบทานข้อมูลทางการเงินในอดีต (ISAE 3000) และ (4) ใช้วิธีการอื่น (GRI, 2013; Watchaneeporn Setthasakko, 2016)

2.3 ผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นสำหรับรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน

ผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นสำหรับรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน แบ่งเป็นกลุ่มย่อย 5 กลุ่มคือ (1) กลุ่มของบริษัทสอบบัญชีและบริการงานให้ความเชื่อมั่นระดับโลก ขนาดใหญ่ 4 แห่ง (Big 4) (2) กลุ่มของหน่วยงานที่ได้รับการอนุญาตให้การรับรอง (Certification Bodies) (3) กลุ่มของผู้เชี่ยวชาญเฉพาะทาง (Specialist Consultancies) และ (5) กลุ่มอื่นๆ เช่น หน่วยงานรัฐบาลองค์กรอิสระไม่แสวงหากำไร และสถาบันการศึกษา เป็นต้น (Corporate Register, 2008) โดยที่การศึกษาวิจัยในอดีตบางงานชี้ให้เห็นว่า กลุ่มของ Big 4 เป็นผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นที่มีคุณภาพสูงเมื่อเทียบกับผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นรายอื่น ๆ (Francis, 2004) เนื่องจาก Big 4 เป็นหน่วยงานที่มีขนาดใหญ่ และมีชื่อเสียงระดับโลก หาก Big 4 ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นผิดพลาดอาจส่งผลกระทบต่อชื่อเสียงของบริษัท ซึ่งอาจทำให้เสียลูกค้าได้ ดังนั้น Big 4 ไม่อาจปล่อยผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นที่ให้บริการมีความผิดพลาดได้ ซึ่งจำเป็นต้องจัดให้มีการควบคุมคุณภาพงาน ให้ความเชื่อมั่นที่จัดทำโดยพนักงานของตน

โดยสรุปแล้ว ผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นสามารถรับรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มหลัก คือ ผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นที่มาจากกลุ่มผู้ประกอบการวิชาชีพบัญชี (Accounting Professional) และผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นที่อยู่นอกกลุ่มผู้ประกอบการวิชาชีพบัญชี (Non-accounting Professional) ซึ่งผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นดังกล่าวจะตรวจสอบหรือสอบทานข้อมูลภายใต้มาตรฐานงานให้ความเชื่อมั่น 2 ประเภท คือ (1) มาตรฐานงานที่ให้ความเชื่อมั่น รหัส 1000: AA1000 Assurance Standard (AA1000AS) และมาตรฐานงานที่ให้ความเชื่อมั่น รหัส 3000 หรือ International Standard on Assurance Engagements (ISAE 3000) (Manetti & Becattii, 2009)

3. วิธีการวิจัยและขอบเขตการวิจัย

งานวิจัยชิ้นนี้เป็นวิจัยเชิงคุณภาพใช้วิธีการสัมภาษณ์เชิงลึกแบบกึ่งโครงสร้างกับผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการจัดทำรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนและมีรายงานที่ให้ความเชื่อมั่นอย่างเป็นอิสระจำนวน 5 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทที่จัดทำรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน และมีการให้ความเชื่อมั่นโดยกลุ่มผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นที่มาจากกลุ่มผู้ประกอบการวิชาชีพบัญชี จำนวน 2 บริษัท ประกอบด้วย บริษัท ก และ บริษัท ข และบริษัทที่จัดทำรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนและมีการให้ความเชื่อมั่นโดยกลุ่มผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นที่อยู่นอกกลุ่มผู้ประกอบการวิชาชีพบัญชี จำนวน 3 บริษัท ประกอบด้วย บริษัท ค บริษัท ง และ บริษัท จ ข้อมูลโดยสรุปของทั้ง 5 บริษัทปรากฏในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ข้อมูลทั่วไปโดยสรุปของบริษัทที่ให้ข้อมูลสัมภาษณ์

	บริษัทใช้ผู้ใช้บริการที่มาจาก กลุ่มผู้ประกอบการวิชาชีพบัญชี		บริษัทใช้ผู้ใช้บริการที่ อยู่นอกกลุ่มผู้ประกอบการวิชาชีพบัญชี		
	บริษัท ก	บริษัท ข	บริษัท ค	บริษัท ง	บริษัท จ
กลุ่มอุตสาหกรรม	อสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง	ธุรกิจการเงิน	ทรัพยากร	อสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง	เทคโนโลยี
ผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่น ประจำปี 2558	Deloitte	Deloitte	Lloyd's Register	Thepat Institute	Lloyd's Register
DJSI Index Member 2558	ใช่	-	ใช่	-	-

ข้อมูลที่ได้จากการสัมภาษณ์เชิงลึกแบบกึ่งโครงสร้างของทั้ง 5 บริษัท ผู้วิจัยได้นำมาวิเคราะห์เนื้อหาด้วยวิธีของ Mile and Huberman (1994) นำไปสู่ผลการวิจัยที่ชี้ให้เห็นปัจจัยหลักที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเลือกผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นภายนอกที่เป็นอิสระ

4. ผลการวิจัย

จากการวิจัยพบว่าปัจจัยหลักที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเลือกผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นภายนอกสำหรับรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนประกอบด้วย

4.1 ความรู้และประสบการณ์ เป็นปัจจัยสำคัญอันดับแรก เนื่องจากบริษัทที่ให้ข้อมูลโดยธุรกิจที่มีลักษณะงานเฉพาะส่งผลทำให้ผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นจำเป็นต้องมีความรู้และประสบการณ์ที่ระดับการตรวจสอบการจัดการสิ่งแวดล้อมและวิศวกรรมสิ่งแวดล้อมเพราะระหว่างกระบวนการตรวจสอบเพื่อใช้รับรองหรือความเชื่อมั่นนั้น พนักงานของผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นต้องปฏิบัติงานร่วมกับพนักงานระดับปฏิบัติการของบริษัทที่มีพื้นฐานความรู้ทางด้านวิศวกรรมสิ่งแวดล้อมและการจัดการสิ่งแวดล้อม ดังคำสัมภาษณ์ต่อไปนี้

“เราจะพิจารณาแผนงานเขาเป็นอย่างไร ใช้คนกี่คน คุณสมบัตินั้น จำนวนคนกี่คน ให้นำ Report ทันด้วย

ทีมงานก็ด้วย เราต้องให้เขานำเสนอมาว่าใครจะมาทำบ้าง เคยมีประสบการณ์ ด้าน Building Material and Fixture Sector มักรึเปล่า Qualification เป็นอย่างไร ซึ่งค่อนข้างสำคัญ แล้วปัญหาเรื่อง Technical เราจะช่วย เราจะไปด้วยกันทั้ง SD ที่โรงงาน และจากส่วนกลาง ดังนั้นจะมี GAP ทางเทคนิค เขาจะต้องพยายามทำความเข้าใจ สิ่งที่เราจะตรวจสอบ เราก็คงอธิบายว่าสิ่งนี้เสี่ยงหรือไม่อย่างไร จึงไม่มีปัญหาเลย ฝ่ายตรวจสอบของเราส่วนใหญ่ก็มาจากสายบัญชีจะตรวจพวก Compliance ตรวจ Data ตรวจ Logic แนวๆ Basic ไม่ได้มีความซับซ้อนมาก ดังนั้นถ้าบัญชีจะมาทำงานตรงนี้ต้องมีการอบรมมาก่อน ส่วนตัวคิดว่าใช้เวลาศึกษาไม่นาน” บริษัท ก

“เขาต้องมีประสบการณ์การตรวจสอบ ต้องมี Kind of knowledge transfer จากเมืองนอก ประสบการณ์ในเมืองไทย ว่าเขาเคยทำให้ที่ไหนมาก่อน เพราะว่าเป็น Nature ของคนทำ Assurance ส่วนใหญ่พวกนี้จะโตมาจาก Accounting Firm Background บางอย่างถ้าเจอกับภาพ Operation ก็จะถูกหลัก เช่น ตรวจอุตสาหกรรมที่มีของเสีย เขาต้องเข้าใจการตรวจสอบว่าผลมันจะต้องมีค่าความคลาดเคลื่อนที่ยอมรับได้ ซึ่งจะให้มันปะ ๆ เหมือนตรวจตัวเงิน ทำอย่างไรมันก็ทำไม่ได้ แต่สำหรับธุรกิจเราไม่ได้เป็นประเด็นมากมาย” บริษัท ข

“ผู้ตรวจต้องมีความรู้ด้านการตรวจสอบแบบบัญชี และความรู้ทางเทคนิคด้านวิศวกรรมสิ่งแวดล้อม เนื่องจากครั้งแรกที่เราใช้ผู้ตรวจที่เป็นผู้สอบบัญชี แม้ว่าเขาจะมีผู้เชี่ยวชาญ ซึ่งเป็นวิศวกรอยู่ในทีมงานแล้ว เขาจะมีปัญหา กับพนักงานของเรา เนื่องจากบางครั้งเขาจะใช้ทีมเด็กที่ ตรวจสอบบัญชีมาตรวจ พนักงานของเราจะไม่เข้าใจว่า ทำไมเรื่องง่าย ๆ ถึงไม่เข้าใจ ทำไมต้องถามกระบวนการนี้ เป็นอย่างไร ต้องอย่าลืมน่าวิศวกรเขาจะคุ้นเคยกับการตรวจ ที่ตรวจโดยวิศวกรด้วยกัน เช่น ISO เขาจะคุยภาษาเดียวกัน มันจึงไม่มีช่องว่างทางด้านเทคนิค แต่ถ้าเป็นผู้สอบบัญชี มาตรวจเขาจะถามใหม่หมด แต่ข้อดีของผู้สอบบัญชีจะละเอียดรอบคอบ เขาจะดูการคำนวณว่าบวก ลบ คูณ หาร ถูกไหม อย่างไรก็ตาม ข้อมูลตัวเลขด้านสิ่งแวดล้อมมันจะ เปะ ๆ เหมือนข้อมูลตัวเลขทางการเงินไม่ได้ มันจะต้องมี ค่าความคลาดเคลื่อนที่ยอมรับได้ด้วย เพราะมันเป็นเรื่อง ปกติของกระบวนการ” บริษัท ค

“เป็นบริษัทที่มีคนที่มีความรู้ทางด้านความยั่งยืน และต้องให้ความรู้ด้านความยั่งยืน รวมถึง Update Trend การจัดทำรายงานให้กับบริษัทต่าง ๆ” บริษัท ง

“ผู้ทวนสอบมีความเข้าใจ ธุรกิจของบริษัทและประการ สุดท้ายมีประสบการณ์ความชำนาญในการให้คำแนะนำ” บริษัท จ

4.2 ชื่อเสียงและความน่าเชื่อถือ เป็นปัจจัยที่บริษัท ที่จัดทำรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนนำมาพิจารณา ประกอบการตัดสินใจเลือกผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่น เนื่องจากผู้ใช้ข้อมูลในรายงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืนมีทั้งใน ประเทศไทยและต่างประเทศ จึงมีส่วนได้เสียจะให้ความสำคัญในเรื่องชื่อเสียงและความน่าเชื่อถือของหน่วยงานที่เป็นผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นทำให้บริษัทที่จัดทำรายงาน เพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน ต้องเลือกหน่วยงานผู้ให้บริการงาน ให้ความเชื่อมั่น ชื่อเสียง และความน่าเชื่อถือในระดับ สากล ดังคำให้สัมภาษณ์ต่อไปนี้

“ที่จริงแล้วรายงานพวกนี้ใครจะอย่างไรก็ได้ เย็น ให้ดูดี ดูหรูเลยก็ได้ ดังนั้น การที่มีผู้ให้ความเชื่อมั่นที่เป็น Third party มากำรันที่ว่าข้อมูลที่อยู่ในรายงานนั้นถูกต้อง แม้ว่าข้อมูลที่เรารายงานไปมันจะถูกดัดแปลงจริง ๆ ก็คือที่คน มากำรันตีความถูกต้องไม่ได้ อันนี้เป็นอันที่เข้าใจ โดยเฉพาะ นักลงทุนสถาบันเขาจะดูเลยว่าใครเป็น ผู้รับรองน่าเชื่อถือ ใหม่ ดังนั้น เราจะเลือกเฉพาะ Top 3 หรือ Top 5 ที่มี ชื่อเสียงและความน่าเชื่อถือมากที่สุด” บริษัท ก

“เขาต้องนำเชื่อถือ ที่เขาเชื่อถือหมายความว่า เป็น บริษัทที่ไม่ยอมเสียชื่อไปง่าย ๆ เพราะว่าถ้าเกิดเราไปใช้ นาย ก นาย ข นาย ค Assume เรา คนที่เขาดู โดยเฉพาะ คนที่อ่านและตีความ Assurance ในต่างประเทศ เขาจะ เชื่อมั่นได้อย่างไร เราไปสอบนำเชื่อถือ ดังนั้น International Credential เป็นสิ่งที่สำคัญ จึงต้องเลือกใหญ่จะเลือกแบบ มีชื่อเสียงในระดับสากล ถ้าในระดับประเทศถ้าพูดตรง ๆ ผมไม่เห็นความสำคัญเลย เพราะว่าคนที่อ่านข้อมูลเรา เขาสนใจว่าตัวเลขการใช้ไฟฟ้าผิดไหม ในประเทศจะน้อยมาก ส่วนใหญ่คนที่เขาสนใจจริง ๆ จะอยู่ในต่างประเทศ และ ก่อนนี้ในตลาด Assurance ในประเทศไทยยังไม่มามี Big 4 และ International Consultants” บริษัท ข

“ประการแรกต้องบริษัทที่ได้รับการยอมรับตาม มาตรฐานสากล” บริษัท จ

4.3 ค่าบริการ เป็นปัจจัยหลักอีกปัจจัยหนึ่งที่มีความ สำคัญ เพราะผู้ใช้บริการจะเปรียบเทียบความคุ้มค่าของ ค่าบริการที่จ่ายไปโดยถือว่าเมื่อทุกหน่วยงานที่เป็นผู้บริการ งานให้ความเชื่อมั่นมีความรู้และประสบการณ์ รวมทั้ง ชื่อเสียงและความน่าเชื่อถืออยู่ในระดับเดียวกัน หน่วยงานใด ยื่นข้อเสนอด้านค่าบริการดีกว่าหน่วยงานนั้นจะได้รับการ คัดเลือกให้เป็นผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นสำหรับรายงาน เพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน ดังคำให้สัมภาษณ์ต่อไปนี้

“ในปริมาณงานเดียวกันใครมี Offer ที่ดีกว่าปริมาณ ดีกว่า ราคาถูกกว่า บางทีราคาหลายคนบอกไม่ใช่ประเด็น แต่พวกนี้มีมือเขาเท่ากัน เราจึงดูว่าแต่ละที่ใครคุ้มค่า ดูจาก

Man hour ของ Expert ใครคุ้มค่างากัน บางรายต้องการเข้ามาในตลาดเมืองไทย เขาก็จะลดให้เยอะ ใส่ Expert เข้าไปเยอะ” บริษัท ก

“นอกจากนี้ราคาก็ต้องเป็นราคาที่ Fair ที่สุด แต่เป็นเพียงเหตุผลประกอบเพราะเราดู International Credential ประกอบกับราคามากกว่า เราไม่เชื่อว่าของราคาถูกจะดีที่สุด” บริษัท ข

“เราไม่ได้เลือกราคาต่ำสุด เพราะเรามีการพิจารณาทางด้านเทคนิคและคะแนน ส่วนราคาจะเป็นส่วนสุดท้ายในการพิจารณาเมื่อก่อนเราต้องโทรไปอ้อนวอนให้หลาย ๆ ที่เข้ามาเสนอราคา เนื่องจากผู้ตรวจหาค่อนข้างยาก แต่ตอนนี้ตลาดค่อนข้างแข่งขันกันสูง สำหรับ Big 4 จะเสนอราคาจะมาค่อนข้างสูง เมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่ใช่ Big 4 ซึ่งราคาจะแตกต่างกันค่อนข้างมาก ยกเว้นหากมีรายใดจะทุ่มสุดตัวเพื่อจะสร้าง Profile เพราะถ้าเขาได้ตัวใหญ่ของประเทศแล้ว เขาก็จะสบายในตลาดนี้ ถ้าเขาตรวจเราได้แล้วก็ไม่น่ามีอุตสาหกรรมไหนที่เขาตรวจไม่ได้” บริษัท ค

5. สรุปผลการวิจัย

การวิจัยพบว่าปัจจัยหลักที่มีส่วนในการตัดสินใจในการเลือกผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นสำหรับบัญชีเพื่อการพัฒนายั่งยืน มีจำนวน 3 ปัจจัยประกอบด้วยกัน (1) ความรู้และประสบการณ์ในการให้ความเชื่อมั่นของธุรกิจที่จัดทำรายงานเพื่อการพัฒนายั่งยืน เนื่องจากบางธุรกิจที่มีความเฉพาะเจาะจง ผู้ให้บริการจะเลือกผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นที่มีความรู้และประสบการณ์ทั้งในด้านสอบบัญชี การจัดการสิ่งแวดล้อมและวิศวกรรมสิ่งแวดล้อม เพื่อลดช่องว่างในการทำงานระหว่างผู้ให้บริการงานให้ความเชื่อมั่นและพันธมิตรระดับปฏิบัติการของผู้ใช้บริการ (2) ชื่อเสียงและความน่าเชื่อถือ เนื่องจากผู้ที่สนใจข้อมูลในรายงานเพื่อการพัฒนายั่งยืนมีทั้งในประเทศและต่างประเทศ ผู้มีส่วนได้เสียเหล่านี้จะให้ความสำคัญว่าใครเป็นผู้ที่ได้รับความเชื่อมั่นในรายงานว่ามีความน่าเชื่อถือในระดับใด ผลหรือไม่ ดังนั้น ผู้ใช้บริการจึงต้องเลือกผู้ให้บริการ

ที่มีชื่อเสียงและความน่าเชื่อถือในระดับสากล (3) ราคา ผู้ใช้บริการจะเปรียบเทียบว่าจำนวนงานระดับเดียวกัน ผู้ให้บริการรายไหนที่มีข้อเสนอด้านราคาที่คุ้มค่างานและน่าสนใจกว่ากัน เช่น มีจำนวนชั่วโมงการทำงานของผู้ให้บริการมากกว่า เป็นต้น อย่างไรก็ตามจะพิจารณาถึงชื่อเสียงและความน่าเชื่อถือประกอบด้วย งานวิจัยชิ้นนี้มีข้อจำกัดเนื่องจากใช้ข้อมูลในประเทศใหม่เท่านั้น ผลการวิจัยอาจเปลี่ยนไปถ้าทำการวิจัยในประเทศอื่น งานวิจัยในอนาคตควรขยายจำนวนตัวอย่างในกรณีตัวอย่างให้มากขึ้นเพื่อให้ผลวิจัยเป็นที่ยอมรับกันในวงกว้างขึ้น

REFERENCES

Ball, A., Owen, D., & Gray, R. (2000). External transparency or internal capture? The role of third party statements in adding value to corporate environmental reports. *Business strategy and the environment*, 9(1), 1–23.

Cheng, M., Green, W., & Ko, J. (2012). The impact of sustainability assurance and company strategy on investors' decisions. *Australian Accounting Review*, 2, 58-74.

Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G., & Tsang, A. (2015). Voluntary External Assurance of Corporate Social Responsibility Reports and the Dow Jones Sustainability Index Membership: International Evidence. *Unpublished working paper, UQ Business School*.

Corporateregister (2008). The csr assurance statement report. London: Corporate register.

Edgley, R. C., Jones, M. J., & Solomon, J. F. (2010). Stakeholder inclusivity in social and environmental report assurance. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 23(4), 532–557.

- Francis, J. R. (2004). What do we know about audit quality?. *The British accounting review*, 36(4), 345–368.
- GRI (Global Reporting Initiative). (2011). *G3.1 Sustainability Reporting Guidelines on Economic, Environmental and Social Performance*. (Amsterdam: GRI).
- GRI (Global Reporting Initiative). (2013). *The external assurance of sustainability reporting. Research and Development Series*. (Amsterdam: GRI).
- GRI (Global Reporting Initiative). (2015). *G4 Sustainability reporting guidelines*. Amsterdam. (Amsterdam: GRI).
- KPMG. (2008). *KPMG International survey of corporate responsibility reporting 2008*. Amsterdam: KPMG Global Sustainability Services.
- KPMG. (2011). *KPMG International survey of corporate responsibility reporting 2011*. Amsterdam: KPMG Global Sustainability Services.
- KPMG. (2015). *KPMG International survey of corporate responsibility reporting 2015*. Amsterdam: KPMG Global Sustainability Services.
- Laufer, W. S. (2003). Social accountability and corporate greenwashing. *Journal of business ethics*, 43(3), 253–261.
- Manetti, G., & Becattii, L. (2009). Assurance services for sustainability reports: Standards and empirical evidence. *Journal of Business Ethics*, 87(1), 289–298.
- Mile, M. B. & Huberman, A. M. (1994), *Qualitative Data Analysis: An Expanded Sourcebook*, 2nd Ed. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Moneva, J. M., Archel, F., & Correa, C. (2006). GRI and the camouflage of corporate unsustainability. In *Accounting forum* (Vol. 30, No. 2, pp. 121–137). Elsevier.
- Park, J., & Brorson, T. (2005). Experiences of and views on third-party assurance of corporate environmental and sustainability reports. *Journal of Cleaner Production*, 13(10), 1095–1106.
- Watchaneeporn Setthasakko. (2016). *Accounting for environmental and social responsibility* (1st Printing). Bangkok: V.J. Printing.

ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือที่มีต่อการถือครองเงินสด

วริยา วงษ์มาก

Advisory associate, Risk Consulting

บริษัท เคพีเอ็มจีมิไช่ย์ ที่ปรึกษาธุรกิจ จำกัด

ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์

รองศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

บทคัดย่อ

อันดับความน่าเชื่อถือหรืออันดับเครดิต (Credit Rating) เป็นข้อมูลหนึ่งที่นักลงทุนใช้ในการประเมินความน่าเชื่อถือของกิจการ เพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารหนี้ และยังสะท้อนถึงต้นทุนในการกู้ยืมเงินในอนาคต งานวิจัยในอดีตชี้ให้เห็นว่า อันดับเครดิตที่กำหนดโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือนั้น ให้ข้อมูลข่าวสารใหม่ที่มีคุณค่าต่อการตัดสินใจเกี่ยวกับสภาพทางการเงินและการดำเนินงานของกิจการ งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต และการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการจัดอันดับจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ในช่วงปี พ.ศ. 2547-2557 จากจำนวนทั้งสิ้น 397 ข้อมูลตัวอย่าง

ผลการศึกษาพบว่า การที่บริษัทได้รับการปรับอันดับเครดิตดีขึ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่า บริษัทที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นมีการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น เพื่อเป็นการที่จะรักษาระดับอันดับเครดิตนั้นไว้ หรือเพื่อเพิ่มโอกาสที่จะได้รับการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นในอนาคต ส่วนการปรับอันดับเครดิตลดลงไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: อันดับเครดิต, การถือครองเงินสด

The Effect of Credit Rating Changes on Corporate Cash Holdings

Variya Vongmak

Advisory Associate, Risk Consulting

KPMG Phoomchai Business Advisory Ltd.

Dr.Monvika Phadoongsitthi

Associate Professor of Department of Accounting,

Thammasat Business School, Thammasat University

ABSTRACT

Credit Rating can be a useful item of information for investors to consider when evaluating a company's creditworthiness to make an investment decision in a debt instrument. Credit rating also reflects future borrowing costs. The literature review has revealed that credit ratings provide relevant information about financial position and operation performance. This study aims to investigate the relationship between changes in credit rating and cash holdings of SET listed firms having a credit rating issued by TRIS Rating Co., Ltd. from 2004 to 2014. The sample consists of 197 firm-year observations.

The results show significant cash policy change following upgrades. Specifically, firms increase their cash holdings following a credit rating upgrade to maintain the new credit rating or to improve the chances of an upgrade in the future. However, the findings provide no evidence of significant relationship between corporate cash holdings and a credit rating downgrade.

Keywords: Credit Rating, Cash Holdings

บทนำ

อันดับความน่าเชื่อถือหรืออันดับเครดิต (Credit Rating) เป็นข้อมูลหนึ่งที่นักลงทุนใช้ในการประเมินความน่าเชื่อถือของกิจการ เพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารหนี้ นอกจากนี้ ยังเป็นข้อมูลที่สะท้อนถึงต้นทุนในการกู้ยืมเงินในอนาคต ซึ่งนักลงทุนสามารถนำมาวิเคราะห์ต้นทุนทางการเงินหรือต้นทุนจากการก่อหนี้ (Cost of Debt) เพื่อประเมินมูลค่าของบริษัท นักลงทุนสามารถพิจารณา Credit Rating ที่ออกโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ เช่น Standard and Poor's Corporation (S&P) Moody's Investor Service (Moody's) บริษัท ฟิทช์ เรตติ้งส์ (ประเทศไทย) จำกัด และบริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด โดยทั่วไปแล้ว สถาบันจัดอันดับเครดิตจะประเมินความเสี่ยงโดยใช้ข้อมูลทั้งส่วนที่ได้มาจากบริษัทที่ประสงค์จะจัดอันดับเครดิตและจากข้อมูลที่สามารถหาได้ในแต่ละอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง จากนั้นจึงกำหนดอันดับเครดิตซึ่งบ่งชี้ถึงความน่าเชื่อถือทางการเงิน ซึ่งนักลงทุนสามารถนำมาใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจจัดสรรระดับความเสี่ยงกับผลตอบแทนที่ต้องการลงทุนได้ในระดับหนึ่ง ดังนั้นผู้บริหารของบริษัทจึงต้องปรับปรุงและรักษาอันดับเครดิตไว้ให้อยู่ในระดับที่ดีที่สุด

มีงานวิจัยจำนวนมากที่พบว่า อันดับเครดิตที่กำหนดโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ นั้น ไม่เพียงแต่ข่าวสารใหม่เพิ่มเติมภายใต้สถานการณ์บางอย่าง เช่น งานวิจัยของ Ederington et al. (1987) พบว่า การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ นั้น สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้ใช้ข้อมูลภายในที่ไม่ได้เปิดเผยสู่สาธารณชนไว้ เช่น รายงานการประชุมของคณะกรรมการ รายงานการวิเคราะห์กำไรแยกตามสายผลิตภัณฑ์ และแผนการรุกผลิตภัณฑ์ใหม่ เป็นต้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Phadoongsitthi (2006) ที่พบว่า นักวิเคราะห์การเงินใช้ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตของตราสารหนี้ในการประมาณอัตราดอกเบี้ยของกำไรและต้นทุน และในขณะเดียวกัน สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือก็มองว่าการปรับประมาณการอัตรา

ดอกเบี้ยของกำไรในระยะยาวเป็นข้อมูลใหม่ที่มีประโยชน์ต่อการประเมินอันดับเครดิตเช่นกัน และ Ederington and Goh (1993) พบว่า ในมุมมองของนักลงทุน อันดับเครดิตที่แสดงสัญญาณที่มีคุณค่าต่อการตัดสินใจเกี่ยวกับสภาพทางการเงินและการดำเนินงานของกิจการ

งานวิจัยจำนวนมากศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอันดับเครดิตและการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างหนี้ รวมถึงปฏิบัติการของตลาดที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต แต่งานวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตที่มีต่อนโยบายด้านสภาพคล่องภายในบริษัทยังคงมีอยู่จำกัด ทั้ง ๆ ที่ความเพียงพอของเงินสดเป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดปัจจัยหนึ่งในการดำเนินธุรกิจ ผลการวิจัยของ Opler et al. (2001) สนับสนุนแนวคิดที่ว่า กิจการมักจะถือสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องเป็นจำนวนมากโดยเฉพาะเงินสด เพื่อคงความสามารถในการลงทุนเชิงกลยุทธ์ในกรณีที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานลดลงและเงินทุนภายนอกมีต้นทุนสูง Samaraniam et al. (2011) ให้ความเห็นว่า เงินสดเป็นปัจจัยที่สำคัญโดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงเศรษฐกิจถดถอย การเกิดปัญหาสินเชื่อดังตัวและสภาพคล่องที่ลดลงในช่วงปลายปี ค.ศ. 2007 ส่งผลกระทบต่อวิธีการดำเนินงานของบริษัทจำนวนมากทั่วโลก บริษัทที่มีเงินสดเพียงพอจะสามารถหลีกเลี่ยงปัญหาการจัดการเงินกู้ที่มีต้นทุนสูงในสภาวะตลาดสินเชื่อดังตัว สอดคล้องกับข้อสังเกตของ Riddick and Whited (2009) ที่ระบุว่า บริษัทในยุโรปและสหรัฐอเมริกาที่มีแนวโน้มในการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น

ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือครองเงินสดของบริษัทเมื่ออันดับเครดิตมีการเปลี่ยนแปลง เนื่องจากเงินสดที่ถือครองไว้เป็นจำนวนมากอาจทำให้ปัญหาตัวแทนในองค์กรทวีความรุนแรงขึ้น และเมื่อองค์กรเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน นโยบายการถือครองเงินสดมักจะเป็นนโยบายเกี่ยวกับสภาพคล่องแรก ๆ ที่ถูกปรับเปลี่ยน งานวิจัยนี้จะศึกษาข้อจำกัดทางการเงิน ซึ่งวัดจากการเปลี่ยนแปลงของ

อันดับเครดิต โดยมีแนวคิดที่ว่า อันดับเครดิตของบริษัทเป็นตัวที่สะท้อนถึงข้อจำกัดด้านการเงินของกิจการที่เพิ่มขึ้นหรือลดลง เนื่องจากอันดับเครดิตจะส่งผลต่อต้นทุนในส่วนหนึ่งของหนี้สินของบริษัท ถ้าบริษัทได้รับการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้น ย่อมแสดงให้เห็นว่า บริษัทมีระดับความสามารถในการชำระหนี้เพิ่มขึ้น ทำให้สามารถกู้เงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกได้ โดยมีต้นทุนการกู้ยืมที่ต่ำกว่า ดังนั้น บริษัทจึงไม่จำเป็นต้องถือครองเงินสดไว้เป็นจำนวนมาก ในทางตรงกันข้าม ถ้าบริษัทได้รับการปรับอันดับเครดิตลดลง แสดงว่า ความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทลดลง ก็จะต้องกู้เงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกโดยมีต้นทุนการกู้ยืมที่สูงขึ้น บริษัทดังกล่าวก็จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งอื่นที่มีต้นทุนที่ต่ำกว่า นั่นคือ แหล่งเงินทุนภายในตามทฤษฎีจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) บริษัทก็จะมีแนวโน้มที่จะใช้จ่ายอย่างระมัดระวังมากยิ่งขึ้น รวมทั้งมีแนวโน้มที่จะถือครองเงินสดมากขึ้น

นอกจากเหตุผลในเรื่องของต้นทุนในการจัดหาเงินทุนแล้ว อีกเหตุผลหนึ่งที่ทำให้บริษัทถือครองเงินสด คือ ต้นทุนในการทำธุรกรรม (Transaction Costs) ที่เพิ่มขึ้น บริษัทจึงสะสมเงินสด เพื่อหลีกเลี่ยงการขาดสภาพคล่องเพราะจะทำให้การเติบโตในระยะสั้นของบริษัทหยุดชะงัก และอาจนำไปสู่การผิดนัดชำระหนี้ได้ อย่างไรก็ตาม Chiew and Pyles (2012) พบว่า การถือครองเงินสดที่มากเกินไปจะทำให้มูลค่าของผู้ถือหุ้นลดลง เนื่องจากมีต้นทุนค่าเสียโอกาสที่เกิดขึ้นจากการถือครองเงินสดแทนการนำเงินนั้นไปลงทุน เพื่อสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับ Lee and Powell (2011) ที่พบว่า บริษัทที่มีระดับเงินสดส่วนเกินชั่วคราวจะมีระดับผลตอบแทนจากการลงทุนที่ปรับความเสี่ยงแล้ว สูงกว่าบริษัทที่มีระดับเงินสดส่วนเกินถาวร แสดงให้เห็นว่า ผลตอบแทนของสหบริษัทที่มีการสะสมเงินสด นอกจากนี้ มูลค่าของเงินเพิ่มของเงินสดจะลดลงตามจำนวนของเงินสด และระยะเวลาการถือเงินสดที่เพิ่มขึ้น

ดังนั้น ผู้วิจัยจะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต และการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการ

ถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้รับการจัดอันดับจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด (TPIS) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2547-2557 และ ไม่รวมบริษัทที่อยู่ในช่วงระหว่างการเงินเนื่องจากมีโครงสร้างทางการเงินที่ค่อนข้างแตกต่างจากอุตสาหกรรมประเภทอื่น การศึกษาวิจัยจะทำให้ผู้วิจัยสามารถเปรียบเทียบข้อจำกัดด้านการเงินซึ่งสะท้อนจากการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตที่มีผลต่อกิจการเดียวกัน และระหว่างกิจการด้วยการสังเกตพฤติกรรมการถือครองเงินสดก่อน และหลังการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต ซึ่งผลการวิจัยที่ได้ นอกจากจะศึกษาถึงผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตเป็นปัจจัยหนึ่งซึ่งส่งผลต่อระดับการถือครองเงินสดของบริษัทหรือไม่ และผู้วิจัยจะนำข้อมูลดังกล่าวไปนำไปใช้ในการวิเคราะห์และประเมินมูลค่าของบริษัทหรือไม่ ยังทำให้ทราบถึงผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตที่มีต่อการถือครองเงินสดจะต่างกันในแต่ละบริษัทหรือไม่ นอกจากนี้ ยังทำให้ทราบถึงบทบาทของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือในตลาดหุ้นไทยว่า การให้ข้อมูลใหม่ส่งผลกระทบต่อนโยบายการบริหารงานของผู้บริหารหรือไม่ โดยพิจารณาจากการตอบสนองของผู้บริหารในการบริหารสภาพคล่องหรือเงินสด

แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

อันดับเครดิต (Credit Rating) สะท้อนถึงระดับความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท อันดับเครดิตที่สูงจะสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทมีความสามารถในการชำระหนี้สูง มีโอกาสที่จะบิดพลิ้วต่ำ ในขณะที่เดียวกันหากมีอันดับเครดิตที่ต่ำก็แสดงถึงความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทต่ำ มีโอกาสที่จะบิดพลิ้วสูง การถูกปรับลดอันดับเครดิตถือเป็นความเสี่ยงทางด้านเครดิต (Credit Risk) ประเภทหนึ่ง มีงานวิจัยจำนวนมากที่ศึกษาว่า ข้อมูลอันดับเครดิตให้ข้อมูลข่าวสารใหม่ที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุนหรือไม่ เนื่องจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือมีการรายงานอันดับเครดิตและการเปลี่ยนแปลงหลายครั้ง ซึ่ง

ข้อมูลดังกล่าวอาจสะท้อนให้เห็นถึงสัญญาณที่น่าเชื่อถือเกี่ยวกับความเสี่ยงทางด้านเครดิตขององค์กร

อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยที่ได้ยังคงไม่สอดคล้องกัน เช่น Weinstein (1977) และ Pinches and Singleton (1978) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างราคาหุ้นกับการเปลี่ยนแปลงของอันดับเครดิต โดยข้อมูลอันดับเครดิตที่ประกาศออกมาสะท้อนถึงข้อมูลสาธารณะที่นักลงทุนทราบกันทั่วไป แต่ Hand et al. (1992) พบว่าการปรับอันดับเครดิตลดลงส่งผลต่อการปรับราคาหุ้นสามัญและหุ้นกู้ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kliger and Sarig (2000) ที่พบว่า ราคาหุ้นสามัญและราคาหุ้นกู้ของบริษัทได้รับผลกระทบจากการปรับเปลี่ยนระบบการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของ Moody's ในเดือนเมษายน ปี ค.ศ. 1982 นอกจากนี้ Goh and Ederington (1993) พบว่า ราคาของหุ้นจะลดลงถ้าอันดับเครดิตถูกปรับลดลง เนื่องจากภาวะทางการเงินของบริษัทมีความเสี่ยงมากขึ้น แต่ราคาหุ้นจะไม่เปลี่ยนแปลงถ้าอันดับเครดิตถูกปรับลดลง เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของหนี้สิน Dichev and Piotroski (2001) พบว่า การปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นส่งผลต่อราคาหุ้นเช่นกัน แต่ก็ส่งผลกระทบที่น้อยกว่าการปรับอันดับเครดิตลดลง

จะเห็นได้ว่า งานวิจัยส่วนใหญ่พบว่า การปรับอันดับเครดิตลดลงจะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น มากกว่าการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้น แสดงว่า สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือให้ข้อมูลใหม่ต่อตลาด Ederington and Goh (1998) ให้ความเห็นว่า สาเหตุที่ข้อมูลเชิงลบมีผลกระทบมากกว่า เพราะบริษัทมักจะเปิดเผยข่าวดีสู่สาธารณะโดยสมัครใจ แต่อาจจะลังเลในการเปิดเผยข่าวที่ไม่ดีออกสู่ตลาด จึงทำให้การปรับอันดับเครดิตลดลงให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจมากกว่าการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ยังเป็นไปได้ว่า สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือใช้วิธีการที่มากกว่าในการตรวจสอบกรณีของบริษัทที่การเปลี่ยนแปลงทางด้านเครดิตสูงขึ้น เนื่องจากต้นทุนในการสูญเสียชื่อเสียงจะสูงมากถ้าสถาบันฯ ไม่สามารถ

ตรวจพบปัญหาทางการเงินที่แอบแฝงอยู่ของบริษัท Jorion and Zhang (2007) อธิบายว่า ผลกระทบที่มากกว่าของการปรับอันดับเครดิตลดลงขึ้นอยู่กับอันดับเครดิตก่อนและหลังการประกาศ

นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอันดับเครดิตกับโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากอันดับเครดิตส่งผลต่อต้นทุนและประโยชน์ที่จัดสรรให้กับผู้ถือหุ้น เช่น Graham and Harvey (2001) พบว่า อันดับเครดิตเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อนโยบายหนี้สินของกิจการเป็นลำดับที่สอง Kisgen (2006) พบว่า บริษัทที่มีแนวโน้มที่จะถูกปรับอันดับเครดิตจะปรับโครงสร้างเงินทุน โดยออกหนี้สินในสัดส่วนที่น้อยลงเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นเนื่องจากประโยชน์และต้นทุนจากโครงสร้างเงินทุนจะเปลี่ยนไปตามระดับของอันดับเครดิตที่เปลี่ยนแปลงไป นอกจากนี้ Khieu and Pyles (2012) พบว่า บริษัทที่มีการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นจะมีหนี้สินระยะยาวในระดับที่เพิ่มขึ้น

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอันดับเครดิตกับการถือครองเงินสดเนื่องจากงานวิจัยดังกล่าวยังคงมีอยู่อย่างจำกัดโดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศไทย โดยใช้กรอบแนวคิดที่พัฒนาโดย Opler et al. (1999) ซึ่งเสนอว่า ระดับการถือครองเงินสดที่เหมาะสมจะถูกกำหนดจากจุดที่มีความเหมาะสมระหว่างประโยชน์จากการก่อหนี้และต้นทุนที่จะเกิดขึ้น ต้นทุนในการถือครองเงินสดประกอบด้วย ต้นทุนค่าเสียโอกาสที่เกิดขึ้นจากการถือครองเงินสดแทนการนำเงินนั้นไปลงทุนและต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ที่อาจเกิดขึ้นจากความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารและระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ ส่วนประโยชน์ของการถือครองเงินสดรวมถึงการรักษาสภาพคล่อง การหลีกเลี่ยงการทำธุรกรรมเกี่ยวกับการกู้ยืมเงินที่ไม่จำเป็น การลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล และปัญหาต้นทุนตัวแทนที่เกิดจากการระดมทุนจากแหล่งเงินภายนอก

มีงานวิจัยจำนวนหนึ่งที่ศึกษาระดับการถือครองเงินสดของกิจการที่มีข้อจำกัดด้านการเงิน และกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดด้านการเงิน เช่น กิจการที่มีแนวโน้มที่จะมีปัญหา

ด้านการเงิน และมีต้นทุนสูงในการระดมทุนจากแหล่งเงินภายนอกจะมีการถือครองเงินสดในระดับที่สูงขึ้น เพื่อคงไว้ซึ่งสภาพคล่อง ดังนั้น กิจกรรมที่ถูกปรับให้อันดับเครดิตลดลงก็จะมีต้นทุนในส่วนของการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกสูงขึ้น ส่งผลต่อต้นทุนเงินลงทุนถั่วเฉลี่ยที่สูงขึ้น ซึ่งต้นทุนดังกล่าวจะถูกนำไปใช้ในการวิเคราะห์มูลค่าโครงการ ทำให้โอกาสที่โครงการจะถูกปฏิเสธมีมากขึ้น รวมถึงส่งผลต่อมูลค่าของบริษัทอีกด้วย กิจกรรมดังกล่าวจึงมีแนวโน้มที่จะถือครองเงินสดในระดับที่สูงขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Opler et al. (1999) ที่พบว่า บริษัทที่มีอันดับเครดิตอยู่ในระดับนำลงทุนจะมีการถือครองเงินสดในระดับที่น้อย เนื่องจากบริษัทมีข้อจำกัดในทางการเงินที่น้อยกว่า

บริษัทที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตจากสถาบันจัดอันดับเครดิตจะสามารถจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกได้ง่ายกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับการจัดอันดับเครดิต แต่ถ้าอันดับเครดิตที่ได้รับมีการปรับลดลง บริษัทที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตก็อาจจะมีปัญหาในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนเช่นกัน Kisgen (2006) พบว่า การที่บริษัทถูกปรับอันดับเครดิตลดลง จะส่งผลให้ต้นทุนการจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกทั้งทางตรงและทางอ้อมสูงขึ้น ผู้บริหารของบริษัทจึงถือครองเงินสดที่เกิดจากกระแสเงินสดภายในกิจกรรม (เคชเชอร์) เพื่อป้องกันปัญหาสภาพคล่องที่เกิดจากการปรับอันดับเครดิตที่อาจเกิดขึ้นอีกในอนาคต Almeida et al. (2004) พบว่า กิจกรรมที่มีข้อจำกัดทางการเงินมีแนวโน้มเก็บรักษาเงินสดจากกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น ในทางตรงกันข้าม กิจกรรมที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงินก็จะมี การถือครองเงินสดที่น้อยกว่า เนื่องจากสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำได้ดีกว่า

จากการศึกษาวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้นมีหลักฐานที่สนับสนุนว่า การเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตส่งผลต่อระดับการถือครองเงินสดของบริษัท ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานดังนี้

H1: การปรับอันดับเครดิตมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงในส่วนการถือครองเงินสด

นอกจากการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตเป็นตัวแปรอิสระหลักที่ผู้วิจัยสนใจศึกษาแล้ว งานวิจัยนี้ได้นำตัวแปรควบคุมที่อาจส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงส่วนการถือครองเงินสด 8 ตัวแปรจากการศึกษางานวิจัยในอดีต ซึ่งประกอบด้วย ขนาดของบริษัท เงินหมุนเวียนสุทธิ โอกาสในการเติบโต ค่าใช้จ่ายลงทุน ลักษณะหนี้สิน กระแสเงินสด ความผันผวนของกำไรสุทธิ และเงินปันผล

ขนาดของบริษัทและเงินหมุนเวียนสุทธิมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการถือครองเงินสด Shleifer and Vishny (1992) เสนอว่า บริษัทที่มีสินทรัพย์เป็นจำนวนมากจะมีต้นทุนในการกู้ยืมต่ำ เนื่องจากบริษัทสามารถขายสินทรัพย์เพื่อเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ง่าย จึงทำให้ประโยชน์ส่วนเพิ่มที่จะได้รับจากการถือครองเงินสดลดลง บริษัทขนาดเล็กมีข้อเสียเปรียบในเรื่องการเข้าถึงข้อมูล จึงอาจมีความกังวลในเรื่องการเข้าถึงแหล่งทุน จึงเลือกที่จะถือครองเงินสดไว้มากกว่า (Mulligan, 1997) และ Gill and Shah (2012) พบว่า ขนาดขององค์กรมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับจำนวนเงินสดที่ถือครอง ในส่วนของเงินหมุนเวียนสุทธิ ซึ่งประกอบด้วยสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องนั้น บริษัทสามารถนำมาใช้แทนเงินสดได้เมื่อมีความต้องการใช้จ่าย ดังนั้นบริษัทที่มีเงินหมุนเวียนสุทธิสูงจะถือครองเงินสดไม่มากนัก (Miller and Orr, 1966 และ Megginson and Wei, 2010)

โอกาสในการเติบโตและค่าใช้จ่ายลงทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการถือครองเงินสด Opler et al. (1999) พบว่า บริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนที่ดีจะมีสัดส่วนของเงินสดเมื่อเปรียบเทียบกับสินทรัพย์ที่ไม่ใช่เงินสดสูงขึ้น เพราะเนื่องจากเกรงว่าต้นทุนของเงินจะสูงขึ้นถ้าบริษัทมีปัญหาด้านการเงินและเศรษฐกิจเริ่มถดถอย นอกจากนี้ Opler et al. (1999) ยังเสนอว่าบริษัทที่ต้องการค่าใช้จ่ายในการลงทุนสูงมีแนวโน้มที่มีสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงด้วยเช่นกัน Jani et al. (2004) สนับสนุนว่า บริษัทที่มีค่าใช้จ่ายลงทุนสูงจะมีการถือครองเงินสดจำนวนมาก เนื่องจากต้องการหลีกเลี่ยงต้นทุนธุรกรรมที่มาจากการใช้

แหล่งเงินทุนภายนอกแม้ว่าจะมีต้นทุนค่าเสียโอกาสที่จะนำเงินจำนวนนั้นไปใช้ประโยชน์อย่างอื่นก็ตาม

สำหรับสัดส่วนหนี้สินนั้น DeLoof (2003) และ Almeida et al. (2004) พบว่า บริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินสูงมีแนวโน้มที่จะถือครองเงินสดส่วนเกินเพิ่มขึ้น เพื่อป้องกันการขาดสภาพคล่องและความเสี่ยงที่จะประสบปัญหาทางด้านการเงิน อย่างไรก็ตาม Ferreira and Vilela (2004) แย้งว่า สัดส่วนหนี้สินแสดงให้เห็นถึงความสามารถของกิจการในการกู้ยืม ดังนั้น กิจการที่มีหนี้สินสูงไม่จำเป็นต้องถือครองเงินสดเป็นจำนวนมาก เพราะสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ ในส่วนของกระแสเงินสดนั้น Ferreira and Vilela (2004) พบว่า กระแสเงินสดเป็นแหล่งของสภาพคล่องจึงลดความต้องการในการถือครองเงินสดของบริษัท แต่ DeLoof (2003) แย้งว่า กระแสเงินสดเป็นแหล่งของเงินสดที่พร้อมใช้ ดังนั้น บริษัทจึงมีแนวโน้มที่จะสะสมเงินสดจากกระแสเงินสด เพื่อใช้จ่ายในโครงการต่างๆ นอกจากนี้ถ้ากระแสเงินสดมีความผันผวน บริษัทมีแนวโน้มที่จะถือครองเงินสดมากขึ้น เนื่องจากเกรงว่ากระแสเงินสดในอนาคตจะลดลง (Opler et al., 1999) ผู้บริหารที่เห็นแก่ประโยชน์ส่วนตนจะต้องการถือครองเงินสดไว้ แม้ว่าโอกาสในการลงทุนจะไม่ดีมากกว่าที่จะนำเงินสดไปจ่ายคืนให้กับผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผล อย่างไรก็ตาม Ferreira and Vilela (2004) แย้งว่า บริษัทที่จ่ายเงินปันผลเป็นประจำแสดงว่าบริษัทนั้นมีความเสี่ยงค่อนข้างน้อย และสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ง่าย บริษัทดังกล่าวจึงไม่จำเป็นต้องถือครองเงินสดไว้เป็นจำนวนมาก

วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอันดับเครดิตกับ การถือครองเงินสด โดยกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการจัดอันดับจากบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด (TRISRET) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2547-2557 โดยไม่รวมบริษัทที่ถูกเพิกถอน หรือเข้าข่ายถูกเพิกถอน บริษัทที่อยู่ระหว่างการ

ฟื้นฟูการดำเนินงาน บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ได้แก่ ธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ และประกันภัย ประกันชีวิต และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และกองทุนเพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ นอกจากนี้ยังมีลักษณะข้อมูลและเกณฑ์ในการจัดทำงบการเงินต่างจากบริษัทในอุตสาหกรรมอื่น ๆ บริษัทที่ผ่านการคัดกรองมีจำนวน 39 บริษัท ซึ่งมีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตทั้งสิ้นจำนวน 70 ครั้ง เป็นการปรับขึ้นอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นจำนวน 54 ครั้งและปรับอันดับเครดิตลดลงจำนวน 16 ครั้ง รวมจำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 391 ข้อมูลตัวอย่าง

สำหรับการวัดการเปลี่ยนแปลงของอันดับเครดิต ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระนั้น ผู้วิจัยกำหนดให้ อันดับเครดิต AAA เป็น 1 AA+ เป็น 2 จนถึงลำดับจนถึง C โดยการวิเคราะห์นี้จะไม่รวมอันดับเครดิต D (Default) เพราะหากบริษัทได้รับเครดิตระดับ Default แล้วจะไม่มีโอกาสปรับอันดับเครดิตสู่อันดับเครดิตที่สูงขึ้นได้ โดยถ้าบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต ตัวแปรนี้จะมีค่าเท่ากับ 1 และค่าเป็น 0 ถ้าไม่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต ในส่วนของตัวแปรการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนการถือครองเงินสด ผู้วิจัยวัดค่าตัวแปรตามงานวิจัยของ Opler et al. (1999) โดยแบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย ความหมายของตัวแปรและการวัดค่าตัวแปรเป็นดังนี้

$$\begin{aligned} \Delta\text{Cash} = & \beta_0 + \beta_1\text{UP} + \beta_2\text{DOWN} + \beta_3\text{MB} \\ & + \beta_4\text{SIZE} + \beta_5\text{CAPX} + \beta_6\text{NWC} \\ & + \beta_7\text{LEV} + \beta_8\text{CF} + \beta_9\text{CFVOL} \\ & + \beta_{10}\text{DIV} + \beta_{11}\text{YEAR} + \varepsilon \end{aligned}$$

โดยที่

Cash = การเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนการถือครองเงินสด วัดค่าจาก $[(\text{Cash Ratio}_t - \text{Cash Ratio}_{t-1}) / \text{Cash Ratio}_{t-1}]$ โดยที่สัดส่วนการถือครองเงินสดคำนวณโดยการหารผลรวมของเงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดด้วยสินทรัพย์รวม

- UP = การปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้น มีค่าเป็น 1 ถ้าบริษัทได้รับการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้น และมีค่าเป็น 0 ถ้าไม่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต
- DOWN = การปรับอันดับเครดิตลดลง มีค่าเป็น 1 ถ้าบริษัทได้รับการปรับอันดับเครดิตลดลง และมีค่าเป็น 0 ถ้าไม่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต
- MB = โอภาสในการเติบโต วัดค่าจาก Market-to-Book Ratio ซึ่งวัดค่าโดยการหารผลรวมของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินและมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นด้วยมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์
- SIZE = ขนาดของบริษัท วัดค่าจากลอการิทึมของสินทรัพย์รวม
- CAPX = ค่าใช้จ่ายลงทุน วัดค่าจากผลต่างระหว่างสินทรัพย์ถาวรปลายปีและต้นปีบวกด้วยค่าเสื่อมราคา หารด้วยสินทรัพย์รวม
- NWC = เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ วัดค่าโดยการบวยกดลูกหนี้ด้วยสินค้างเคลือบด้วยเจ้าหนี้ และหารด้วยสินทรัพย์รวม
- LEV = สัดส่วนหนี้สิน วัดค่าจากการหารผลรวมของหนี้สินระยะยาวและหนี้สินที่ถึงกำหนดชำระภายใน 1 ปีด้วยสินทรัพย์รวม
- CF = กระแสเงินสด วัดค่าโดยการบวกกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีด้วยค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ลบด้วยดอกเบี้ย ภาษีและเงินปันผลจ่าย หารด้วยสินทรัพย์รวม
- CFVOL = ความผันผวนของกระแสเงินสด วัดค่าจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสดในการดำเนินงานย้อนหลัง 5 ปี

- DIV = เงินปันผล กำหนดให้เท่ากับ 1 ถ้าบริษัทมีการจ่ายเงินปันผล และมีค่าเป็น 0 ถ้าบริษัทไม่จ่ายเงินปันผล
- YEAR = ปีของข้อมูล

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ตารางที่ 1 แสดงข้อสรุปค่า ρ ของตัวแปรที่ศึกษาของกลุ่มตัวอย่างจำนวน 37 ตัวอย่าง จำแนกตามลักษณะการเปลี่ยนแปลงของอันดับเครดิต และผลการทดสอบความแตกต่างระหว่าง ρ เฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่างที่อันดับเครดิตเพิ่มขึ้น กับกลุ่มตัวอย่างที่อันดับเครดิตลดลงด้วย t-test ซึ่งจะเห็นได้ว่า ρ เฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนการถือครองเงินสดระหว่างกลุ่มตัวอย่างที่อันดับเครดิตเพิ่มขึ้น และกลุ่มตัวอย่างที่อันดับเครดิตลดลงไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม กลุ่มตัวอย่างที่อันดับเครดิตเพิ่มขึ้นมีโอภาสในการเติบโต ซึ่งวัดจาก Market-to-Book Ratio สูงกว่ากลุ่มตัวอย่างที่อันดับเครดิตลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

จากการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (ไม่ได้แสดงตาราง) พบว่า การปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการปรับอันดับเครดิตลดลงกับการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนการถือครองเงินสด นอกจากนี้ ไม่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระคู่ใดที่มีค่ามากกว่า 0.5 จึงไม่น่าจะมีปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 1 ค่าเฉลี่ยของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาจำแนกตามลักษณะการเปลี่ยนแปลงของอันดับเครดิต

ตัวแปร	กลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต	กลุ่มตัวอย่างที่อันดับเครดิตเพิ่มขึ้น	กลุ่มตัวอย่างที่อันดับเครดิตลดลง	t-test
ΔCash	0.22	1.85	0.28	1.24
MB	1.27	1.53	1.00	4.34**
SIZE	7.46	7.55	7.52	0.20
CAPX	0.05	0.04	0.04	0.11
NWC	0.23	0.21	0.18	0.22
LEV	0.29	0.27	0.34	-1.25
CF	0.03	0.07	-0.06	2.07
CFVOL	0.06	0.04	0.13	-1.19

** ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

โดยที่ ΔCash คือ การเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนการถือครองเงินสด, MB คือ โอกาสในการเติบโต, SIZE คือ ขนาดของบริษัท, CAPX คือ ค่าใช้จ่ายลงทุน, NWC คือ เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ, LEV คือ สัดส่วนหนี้สิน, CF คือ กระแสเงินสด และ CFVOL คือ ความผันผวนของกระแสเงินสด

งานวิจัยนี้ทดสอบความสัมพันธ์โดยใช้วิธี Pooled OLS Regression และยังทดสอบโดยใช้ Fixed Effect Regression ร่วมด้วย เนื่องจากข้อมูลที่น่ามาวิเคราะห์เป็น Panel Data และไม่ได้มาจากการสุ่ม รวมทั้งงานวิจัยนี้ได้ศึกษาการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนการถือครองเงินสด ซึ่งแต่ละกิจการจะมีระดับการถือครองเงินคงคลังต่างกัน โดยอาจจะขึ้นอยู่กับลักษณะและประเภทอุตสาหกรรมของแต่ละกิจการก็ได้ นอกจากนี้ ผู้วิจัยยังได้ทดสอบว่าความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนแบบจำลองมีค่าไม่คงที่หรือไม่โดยใช้ White's test ซึ่งผลการทดสอบพบว่า ไม่มีปัญหาความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนไม่คงที่ (Heteroskedasticity) ผลการทดสอบความสัมพันธ์แสดงในตารางที่ 2

ตารางที่ 2 รายงานผลการทดสอบที่ไม่แตกต่างกันระหว่างวิธี Pooled OLS Regression และ Fixed Effect Regression โดยผลการทดสอบพบว่า การที่บริษัทได้รับการปรับอันดับเครดิตดีขึ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการ

เปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือครองเงินสดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ส่วนการปรับอันดับเครดิตลดลงไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือครองเงินสด ซึ่งตรงกันข้ามสมมติฐานที่กำหนดไว้ว่า การปรับอันดับเครดิตมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือครองเงินสด อาจเป็นไปได้ว่า เงินสดเป็นปัจจัยหนึ่งที่สถาบันจัดอันดับเครดิตนำมาใช้ในการพิจารณาสภาพคล่องของบริษัท ดังนั้น บริษัทที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตขึ้นมีความต้องการที่จะรักษาระดับเครดิตนั้นไว้ จึงมีการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้นเพื่อรักษาสภาพคล่อง สอดคล้องกับการศึกษาของ Joe and Oh (2016) บางส่วนที่พบว่า อันดับเครดิตส่งผลกระทบต่อการจัดการเงินสดของบริษัทในประเทศเกาหลีใต้ โดยบริษัทที่จะถูกปรับอันดับเครดิต ไม่ว่าจะปรับเพิ่มขึ้นหรือลดลงก็ตาม มีแนวโน้มที่จะถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น เพื่อเพิ่มโอกาสที่จะได้รับการปรับอันดับเครดิตให้ดีขึ้น หรือหลีกเลี่ยงโอกาสที่จะถูกปรับอันดับเครดิตลดลง นอกจากนี้ อาจเป็นไปได้ว่า

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการปรับเปลี่ยนอันดับเครดิตและการถือครองเงินสด

ตัวแปรอิสระ	Pooled OLS Regression		Fixed Effect Regression	
	ค่าสัมประสิทธิ์	t	ค่าสัมประสิทธิ์	t
ค่าคงที่	147.65	1.15	2.03	0.55
การปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้น	1.76	3.21***	1.74	2.12***
การปรับอันดับเครดิตลดลง	0.04	0.04	0.21	0.22
โอกาสในการเติบโต	-0.59	-1.52	-0.67	-1.69*
ขนาดของบริษัท	-0.12	-0.25	-0.11	-0.22
ค่าใช้จ่ายลงทุน	-1.57	-0.48	-1.25	-0.63
เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ	-0.73	-0.93	-0.70	-1.02
สัดส่วนหนี้สิน	-0.77	-0.64	-0.91	-0.76
กระแสเงินสด	1.47	1.35	1.42	1.30
ความผันผวนของกระแสเงินสด	1.27	0.71	1.13	0.69
เงินปันผล	0.22	0.28	0.29	0.37
ปีของข้อมูล	-0.07	-1.10		
R-squared	0.04	0.04		

** ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

แม้ว่าการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นอาจทำให้บริษัทมีโอกาสเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกมากขึ้น แต่ต้นทุนของแหล่งเงินทุนภายนอกก็ยังคงสูงกว่าต้นทุนจากการถือครองเงินสดในสถานะเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอน สำหรับตัวแปรควบคุมที่เลือกมาศึกษานั้น ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือครองเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ

สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตและการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการจัดอันดับจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือบริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด (TRIS) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2547-2557

จำนวน 39 บริษัท ซึ่งมีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตทั้งสิ้นจำนวน 70 ครั้ง เป็นการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นจำนวน 54 ครั้งและปรับอันดับเครดิตลดลงจำนวน 16 ครั้ง รวมจำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 397 ข้อมูลตัวอย่าง ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นจากสถาบันจัดอันดับบริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือครองเงินสดของบริษัท ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่า บริษัทที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นมีการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น เพื่อต้องการที่จะรักษาอันดับเครดิตนั้นไว้ หรือเพื่อเพิ่มโอกาสที่จะได้รับการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นในอนาคต ส่วนการปรับอันดับเครดิตลดลงไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือครองเงินสด

ผลการศึกษาจากงานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่า การปรับอันดับเครดิตที่บริษัทได้รับจากสถาบันจัดอันดับเครดิต ซึ่งเปรียบเสมือนสัญญาณเตือนถึงความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท เป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญต่อการตัดสินใจของผู้บริหารในการดำเนินกิจการของบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่ง นโยบายในการบริหารสภาพคล่องหรือเงินสด และยังแสดงให้เห็นว่า ข้อมูลการจัดอันดับเครดิตของสถาบันจัดอันดับเครดิตเป็นข้อมูล que ผู้ที่สนใจสามารถนำไปวิเคราะห์ประกอบการตัดสินใจ

งานวิจัยนี้มีข้อสมมติว่าการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตเกิดขึ้นในช่วงสั้นปี ซึ่งในความเป็นจริงแล้ว สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถืออาจเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตระหว่างปี และอาจมีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตมากกว่า 1 ครั้งในแต่ละปี แต่เนื่องจากข้อจำกัดในการเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินของบริษัท จึงไม่สามารถศึกษาการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตที่เกิดขึ้นระหว่างปีได้ ข้อจำกัดนี้จึงอาจส่งผลกระทบต่อความตรงของผลการวิจัย นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ศึกษาการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตโดยที่ไม่ได้พิจารณาถึงขนาดของการเปลี่ยนแปลง เช่น การปรับอันดับเครดิตจาก A เพิ่มขึ้นเป็น AA จะไม่ต่างจากการปรับอันดับเครดิตจาก A เพิ่มขึ้นเป็น AAA เป็นต้น ซึ่งผู้ที่สนใจศึกษาต่อยอดอาจศึกษาว่าขนาดของการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือครองเงินหรือไม่มี หรืออาจพิจารณาการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตระหว่างระดับ คือ ระดับที่จัดว่าลงทุนได้ (Investment Grade) และระดับเก็งกำไร (Speculative Grade) ซึ่งการปรับอันดับเครดิตในแต่ละระดับอาจส่งผลกระทบต่อ การถือครองเงินสดแตกต่างกัน

REFERENCES

- Almeida, H., Campello, M. and Weisbach, M. (2006). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *Journal of Finance*, 59(4), 1777–1804.
- DeLoof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30, 573–587.
- Dichev, I. and Piotroski, J. (2001). The Long-Run Stock Returns following Bond Rating Changes. *Journal of Finance*, 56(1), 1–21.
- Ederington, L.H. and Goh, J.C. (1998). Bond Rating Agencies and Stock Analysts: Who Knows What When?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(4), 569–585.
- Ederington, L.H., Yawitz, J.B., and Roberts, B.E. (1987). The Information Content of Rating Changes. *Journal of Financial Research*, 10, 211–226.
- Ferreira, M.A. and Vilela, A.S. (2004). Why do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10(2), 295–319.
- Gill, A. and Shah, C. (2012). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 70–79.
- Goh, J.C. and Ederington, L.H. (1993). Is a Bond Rating Downgrade Bad News, Good News, or No News for Stockholders?. *Journal of Finance*, 48(5), 2001–2008.
- Graham, J.R. and Harvey, C. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187–243.

- Hand, J., Holthausen, R., and Leftwich, R. (1992). The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices. *Journal of Finance*, 47, 733–752.
- Jani, E., Hoesli, M., and Bender, A. (2004). Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts. University of Geneva. Available at: http://ssrn.com/abstract_563863.
- Joe, Y.M. and Oh, F.D. (2016). Credit Ratings and Corporate Cash Holdings in Korea. *2016 ASSA/KAEA Meeting Working Paper*, Korea Advanced Institute of Science and Technology.
- Jorion, P. and Zhang, G. (2007). Information Effects of Bond Rating Changes: The Role of the Rating prior to the Announcement. *Journal of Fixed Income*, 16, 45–59.
- Khieu, H.D. and Pyles, M.K. (2012). The Influence of a Credit Rating Change on Corporate Cash Holdings and Their Marginal Value. *Financial Review*, 47, 351–373.
- Kisgen, D. (2006). Credit Ratings and Capital Structure. *Journal of Finance*, 61, 1035–1072.
- Kliger, D. and Sarig, O. (2000). The Information Value of Bond Ratings. *Journal of Finance*, 55, 2879–2902.
- Lee, E. and Powell, R. (2011). Excess Cash Holdings and Shareholder Value. *Accounting and Finance*, 51(2), 549–574.
- Meggison, W.L. and Wei, Z. (2010). Determinants and Value of Cash Holdings: Evidence from China's Privatized Firms. *SSRN Working Paper Series*, 1–37.
- Miller, M.H. and Farr, D. (1966). A Model of Demand for Money by Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 80, 413–435.
- Mulligan, C.B. (1997). Scale Economies, the Value of Time, and the Demand for Money: Longitudinal Evidence from Firms. *Journal of Political Economy*, 105, 1061–1079.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. (2001). Corporate Cash Holdings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14, 55–67.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3–46.
- Phadoongsittih, M. (2006). Factors affecting Changes in Bond Credit Ratings. *Journal of Accounting Profession*, 4, 28–41.
- Pincher, C. and Singleton, J. (1978). The Adjustment of Stock Prices to Bond Rating Revisions: The Australian Evidence. *Journal of Finance*, 33, 29–44.
- Riddick, L. and Whited, T. (2009). The Corporate Propensity to Save. *Journal of Finance*, 64, 1729–1766.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1992). Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach. *Journal of Finance*, 47, 1343–1366.
- Subramaniam, V., Tang, T.T., Yue, H., and Zhou, X. (2011). Firm Structure and Corporate Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance*, 17, 759–773.
- Weinstein, M. (1977). The Effect of a Rating Change Announcement on Bond Price. *Journal of Financial Economics*, 5, 329–350.