

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

กระแสเงินสดที่บริษัทหามาได้ นับว่ามีความสำคัญมากต่อกิจการ ทั้งนี้นอกจากเป็นตัวกำหนดมูลค่าของสินทรัพย์ (หรือมูลค่าทั้งหมดของบริษัท)แล้ว ยังมีผลอย่างมากต่อการดำเนินงานของบริษัท ดังจะเห็นได้จากธุรกรรมแทบทุกอย่างของกิจการต่างต้องเกี่ยวข้องกับเงินสดทั้งสิ้น ไม่ว่าจะเป็นการจ่ายเงินปันผล การใช้จ่ายลงทุนในโครงการลงทุนของบริษัท หรือการซื้อสินทรัพย์ต่าง ๆ เพื่อให้ธุรกิจสามารถดำเนินต่อไปได้ ดังนั้นหากบริษัทมีกระแสเงินสดไม่เพียงพอที่จะใช้ในการดำเนินงาน อาจนำไปสู่ความสูญเสียมากมายต่อกิจการ ยกตัวอย่างเช่น การมีเงินไม่พอเพื่อนำไปชำระหนี้ทางการค้า อันเป็นเหตุให้บริษัทขาดความน่าเชื่อถือ และนำไปสู่ความสัมพันธ์ที่ไม่ดีกับผู้ค้า หรือหากธุรกิจมีกระแสเงินสดไม่เพียงพอเพื่อนำไปใช้ในโครงการลงทุน ธุรกิจอาจต้องเสียโอกาสในการทำกำไรจากโครงการลงทุนนั้นไป ด้วยเหตุนี้บริษัทจึงต้องคาดการณ์กระแสเงินสดที่บริษัทจะได้รับและจ่ายไปในแต่ละช่วงเวลา โดยใช้เครื่องมือในทางบัญชี คือ งบประมาณเงินสด เพื่อทำให้บริษัทสามารถเตรียมเงินสดไว้ให้เพียงพอกับธุรกรรมต่าง ๆ ที่จะเกิดขึ้น

หากฟังจากที่กล่าวมาในข้างต้น อาจดูเหมือนเป็นเรื่องง่าย ๆ ในการที่บริษัทจะบริหารเงินสดให้เพียงพอที่จะใช้จ่ายในกิจการ แต่ในความเป็นจริงแล้ว มิได้เป็นเช่นนั้น เนื่องจากเราต้องไม่ลืมว่าอนาคตเป็นสิ่งไม่แน่นอน การคาดการณ์ธุรกรรมที่จะเกิดขึ้นในอนาคต จึงเป็นสิ่งที่ยากมาก ยกตัวอย่างเช่น เราคาดการณ์ไว้ว่าในช่วงเวลาข้างหน้า เราจะลงทุนในโครงการลงทุนทั้งหมดสองโครงการ คำนวณเบ็ดเสร็จจากงบประมาณเงินสดแล้ว กิจการจะต้องถือเงินสดเพื่อเตรียมการในการทำธุรกรรมเท่ากับยี่สิบล้านบาท แต่ทั้งนี้หากมีค่าใช้จ่ายที่ไม่คาดฝันเกิดขึ้น ธุรกิจอาจต้องเสียหายอย่างหนัก โดยเฉพาะหากโครงการลงทุนทั้งสองเป็นโครงการที่มีความสามารถในการทำกำไรมาก ๆ หรือในกรณีที่ภาวะเศรษฐกิจเกิดขึ้น มีโครงการใหม่ที่นำลงทุนที่มีโอกาสในการทำกำไรสูงผ่านเข้ามา ดังนั้นแล้ว ธุรกิจควรจะถือเงินไว้เผื่อเป็นจำนวนเท่าไรดี จะถือให้มากที่สุดเท่าที่จะทำได้หรือ ซึ่งก็จะทำให้ธุรกิจต้องขายสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนดี ๆ ออกไป แล้วถือเป็นเงินสดที่ไม่ได้ผลตอบแทนใด ๆ เลยหรืออาจได้รับแต่ต่ำมาก ดังนั้นจึงมีน่าจะเป็นคำตอบนี้แน่หรือควรจะไปกู้เงินทุนจากภายนอกดี แล้วหากต้นทุนจากเงินกู้ภายนอกสูงกว่ากำไรที่จะได้จาก

โครงการหรือไม่สามารถหาเงินกู้ได้ ดังนั้น จึงนำไปสู่สิ่งที่น่าสนใจตามมามากว่า บริษัทควรต้องคำนึงถึงปัจจัยใดบ้างในการพิจารณาถือเงินให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสูงสุด

ในทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ได้สร้างเครื่องมือขึ้นมาอันหนึ่ง เพื่อใช้ในการหาระดับการลงทุนที่เหมาะสมของธุรกิจ โดยมีวัตถุประสงค์หลักอยู่ที่กำไรสูงสุด นั่นก็คือ การวิเคราะห์หน่วยสุดท้าย (Marginal analysis) ซึ่งได้อธิบายว่า ระดับการลงทุนที่ทำให้ธุรกิจได้กำไรสูงสุดนั้น ต้องเป็นระดับการลงทุนที่ทำให้ต้นทุนหน่วยสุดท้าย (Marginal cost) ของการลงทุน เท่ากับ รายได้หน่วยสุดท้าย (Marginal benefit) จากการลงทุนนั้นพอดี ด้วยสาเหตุที่ ณ หน่วยลงทุนใด ๆ ที่ทำให้รายได้หน่วยสุดท้ายมากกว่าต้นทุนหน่วยสุดท้ายอยู่ ก็แปลว่า หากผลิตเพิ่มในหน่วยต่อ ๆ ไป ธุรกิจก็ยังได้รับรายรับส่วนเพิ่มมากกว่าต้นทุนส่วนเพิ่มอยู่ ธุรกิจจึงยังคงควรผลิตต่อไปเพื่อรับผลกำไรส่วนเพิ่มนั้น แล้วควรจะหยุด ณ ปริมาณการผลิตที่ทำให้รายได้หน่วยสุดท้ายเท่ากับต้นทุนหน่วยสุดท้ายพอดี เพราะหากผลิตเกินจุดนี้ไป จนทำให้รายได้ส่วนเพิ่มน้อยกว่าต้นทุนส่วนเพิ่มแล้ว ก็แปลว่าธุรกิจเริ่มขาดทุนจากการผลิตเพิ่มขึ้นในหน่วยถัดไป จึงไม่ควรจะผลิตเพิ่มขึ้นอีกต่อไป ในทางการเงินจึงได้นำแนวคิดนี้ มาประยุกต์ใช้ในการบริหารเงินสดของกิจการ โดยระดับการถือเงินสดที่เหมาะสม เพื่อทำให้กิจการได้รับกำไรสูงสุด ก็คือ ณ ระดับการถือเงินสดที่ทำให้ต้นทุนหน่วยสุดท้ายของการถือเงิน เท่ากับรายรับหน่วยสุดท้ายจากการถือเงินนั่นเอง ด้วยเหตุที่ต้องมีการคำนึงถึงต้นทุนเปรียบเทียบกับประโยชน์ที่ได้รับ ในทางการเงิน จึงเรียกมุมมองนี้ว่า "Static tradeoff theory" โดยวัตถุประสงค์กำไรสูงสุดของกิจการในที่นี้ ก็คือ การทำให้เจ้าของกิจการซึ่งก็คือ ผู้ถือหุ้นได้รับความมั่งคั่งสูงสุดจากการลงทุน นั่นเอง จึงทำให้ในบางครั้งมีการเรียกมุมมองนี้ว่า "The perspective of shareholder wealth maximization"

หากเราจะขยายต่อไปว่า แล้วต้นทุนและผลประโยชน์ของการถือเงินคืออะไรบ้าง นักเศรษฐศาสตร์ผู้หนึ่ง - - Keynes (1936) ได้เขียนทฤษฎีเกี่ยวกับแรงจูงใจในการถือเงินไว้ว่ามีด้วยกันทั้งหมด 3 ประการ อันได้แก่ ประการแรก แรงจูงใจในการถือเงินเพื่อใช้จ่ายในการดำเนินงาน (Transaction motive) ซึ่งก็คือ ประโยชน์ที่ธุรกิจจะได้จากการประหยัดต้นทุนในการจัดหาเงินสด อันได้แก่ ค่าธรรมเนียมในการเปลี่ยนสินทรัพย์ชนิดอื่นให้มาเป็นเงินสด¹ และต้นทุนในการจัดหาเงินทุนทั้งจากการระดมทุนและการกู้ยืม ส่วนประการที่สอง คือ แรงจูงใจในการถือเงินเพื่อฉุกเฉิน (Precautionary motive) ซึ่งก็คือ ประโยชน์จากการที่บริษัทสามารถนำเงินสดเหล่านี้มา

¹ พัฒนามาจากแนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนค่านายหน้าในการซื้อขายหลักทรัพย์ (Brokerage costs) ในงานของ Miller and Orr (1996)

เป็นกระแสเงินสดเพื่อใช้ในกิจกรรมและโครงการลงทุนหากมีเหตุการณ์ไม่คาดฝันเกิดขึ้น โดยไม่สามารถหาเงินทุนจากแหล่งอื่นได้² หรือบางทีอาจมีต้นทุนที่สูงเกินไป และประการสุดท้าย แรงจูงใจในการถือเงินเพื่อเก็งกำไร (Speculative motive) ซึ่งก็คือ การถือเงินไว้เพื่อลงทุนในอนาคต หากโอกาสในการลงทุนในอนาคตสูงขึ้นนั่นเอง ส่วนต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการถือเงิน ในที่นี้ได้แก่ ผลตอบแทนที่ควรจะได้รับหากนำเงินสดไปลงทุนในสินทรัพย์อื่นที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า การเสียประโยชน์ทางด้านภาษี ทั้งนี้เพราะผลตอบแทนที่ได้จากการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัท จะถูกคิดภาษีถึงสองครั้ง คือคิดในฐานะผลตอบแทนของบริษัทครั้งหนึ่ง กับในฐานะผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอีกครั้งหนึ่ง (เมื่อเทียบกับการจ่ายเป็นเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น ผลตอบแทนที่ได้ก็就会被หักภาษีแค่ครั้งเดียว) นอกจากนี้ ในงานของ Hurberman (1984), Ang (1991) และ Myers and Rajan (1995) ยังพูดถึง ต้นทุนของสินทรัพย์สภาพคล่องว่า จะทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างหน่วยงาน (Agency problems) ที่รุนแรงกว่า หากเทียบกับการที่มีสินทรัพย์สภาพคล่องน้อย³

อย่างไรก็ดี ในโลกแห่งความเป็นจริง บางครั้งผู้บริหารอาจไม่ได้บริหารกิจการ โดยยึดเอาความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นเป็นหลัก ทั้งนี้เพราะผู้บริหารอาจต้องการบริหารกิจการเพื่อผลประโยชน์ของตน ซึ่งไม่ได้เป็นจุดประสงค์เดียวกันกับผู้ถือหุ้น ในทางการเงินได้พูดถึงปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น (Agency costs of managerial discretion) โดยอธิบายว่า ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะถือเงินเกินกว่าระดับที่เหมาะสม ด้วยเหตุที่การถือเงินจำนวนมาก ๆ จะช่วยลดความเสี่ยงของบริษัทและเพิ่มความมีอิสระในการตัดสินใจให้กับผู้บริหาร⁴ ผู้บริหารจึงมักจะถือเงินเอาไว้เพื่อจุกเงินมากจนเกินไป ดังนั้น บริษัทที่ยังมีปัญหา Agency costs of managerial discretion สูง จึงมักถูกคาดการณ์ว่า จะยิ่งถือสินทรัพย์สภาพ

² ในงานของ Myers (1977) และ Myers and Majluf (1984) ได้พูดถึงการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพอันเกิดจากการที่ธุรกิจมีสภาพคล่องไม่เพียงพอ

³ ในงานศึกษานี้ ขอจำกัดขอบเขตของต้นทุนที่เกิดขึ้นในการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง โดยพิจารณาแต่ต้นทุนที่เกิดขึ้นจากผลตอบแทนที่เสียไปจากการนำเงินสดไปลงทุนในสินทรัพย์อื่นเท่านั้น ด้วยเหตุที่ปัญหาผลกระทบของภาษี และต้นทุนการเกิด Agency Problems เป็นเรื่องที่ใหญ่มาก เราจึงไม่สามารถจะศึกษาผลกระทบทั้งหมดได้ ภายในระยะเวลาที่จำกัด

⁴ การถือเงินไว้ในจำนวนมาก ๆ ก็เปรียบเสมือนกับการมีกระแสเงินสดที่ไม่มีภาระผูกพัน ฝ่ายบริหารจึงมีความยืดหยุ่นมากขึ้นที่จะนำเงินจำนวนนี้ไปใช้จ่ายตามวัตถุประสงค์ของตน ซึ่งอาจจะเป็นโครงการลงทุนที่เสี่ยงเกินกว่าที่ตลาดทุนจะให้เงินลงทุน หรือมีผลตอบแทนที่ต่ำมาก ทั้งนี้เพราะไม่ใช่เงินกู้ จึงไม่ต้องถูกตรวจสอบโดยตลาดทุน

คล่องไวเกินกว่าระดับที่ทำให้ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นสูงสุด โดยจากทฤษฎีกระแสเงินสดที่ไม่มีภาวะผูกพัน (Free cash flow) ของ Jensen (1986) ได้พยายามอธิบายว่า แม้บริษัทจะมีจำนวนเงินสดที่เกินกว่าระดับที่เหมาะสม แต่ด้วยปัญหา Agency cost ฝ่ายบริหารจึงมักไม่เต็มใจจะใช้เงินสดในส่วนที่เกินนั้นเพื่อจ่ายเงินปันผล เนื่องจากจะทำให้ตนมีทรัพยากรอยู่ในมือลดลง เปรียบเสมือนการมีอำนาจที่ลดลง ดังนั้นผู้บริหารจึงมีแนวโน้มที่จะนำเงินสดที่ถือเกินเหล่านั้นไปลงทุน แม้จะในโครงการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนต่ำก็ตาม จึงเป็นเหตุให้แหล่งเงินทุนภายใน มักนำไปสู่การลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ โดยทั้งนี้ Stulz (1990) ได้ชี้ถึงดัชนีที่จะเป็นตัวแสดงระดับของปัญหา Agency cost ของบริษัท โดยคาดว่าบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำ น่าจะมีปัญหา Agency cost สูงกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูง อันเนื่องมาจากโครงการลงทุนของบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำ เป็นโครงการที่มีโอกาสได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนต่ำ จึงยากจะได้รับเงินกู้จากตลาดทุน ฝ่ายบริหารจึงต้องพยายามถือเงินสดให้มาก ๆ เพื่อจะนำไปใช้จ่ายในโครงการลงทุนที่ไม่สามารถกู้เงินได้เหล่านั้น ด้วยเหตุนี้บริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนต่ำมักถูกคาดการณ์ว่าจะพยายามถือสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินในระดับสูงเพื่อนำไปใช้จ่ายลงทุนในช่วงเวลาถัดไปมากกว่า ดังนั้นจึงเป็นอีกสิ่งหนึ่งที่นำศึกษาว่า สินทรัพย์ส่วนเกินของบริษัท จะมีนัยสำคัญต่อนโยบายการลงทุนและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในช่วงเวลาถัดไปอย่างไร โดยเฉพาะพฤติกรรมของบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนต่ำ ว่ามีแนวโน้มที่จะถือเงินสดส่วนเกินเพื่อนำไปใช้จ่ายลงทุนมากกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนสูงอย่างสำคัญ อันเนื่องมาจากการมีปัญหา Agency cost ที่สูงกว่าจริงหรือไม่

1.2 วัตถุประสงค์การศึกษา

- เพื่อทดสอบพฤติกรรมการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัท ว่ามีการปรับตัวเพื่อให้สอดคล้องกับระดับเป้าหมายหรือไม่
- เพื่อทดสอบปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดพฤติกรรมในการปรับตัวของระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทในประเทศไทย
- เพื่อทดสอบปัญหา Agency cost ในการบริหารสินทรัพย์สภาพคล่องของฝ่ายบริหาร

1.3 ขอบเขตการศึกษา

- ข้อมูลที่ใช้ศึกษา เป็นข้อมูลงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Publicly Traded Firms) โดยเริ่มศึกษาจากไตรมาสที่ 4 ปี 2535 จนกระทั่งถึงไตรมาสที่ 4 ปี 2544 รวมเป็นระยะเวลา 37 ไตรมาส หรือประมาณ 9 ปี
- ในงานศึกษานี้จะทดสอบบริษัทในอุตสาหกรรมทุกประเภท ยกเว้นเฉพาะแต่บริษัทในอุตสาหกรรมทางการเงิน อันได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ รวมไปถึงธุรกิจประกันภัย ทั้งนี้เนื่องจากธุรกิจเหล่านี้ มีระเบียบข้อบังคับเกี่ยวกับการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องอยู่ ดังนั้นอาจทำให้ปัจจัยที่กำหนดระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องต่างไปจากทฤษฎีพื้นฐานที่เรานำมาพิจารณา

1.4 ประโยชน์ที่ได้จากการศึกษา

- เพื่อทราบถึงพฤติกรรมการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทในประเทศไทย ว่ามีการปรับตัวเข้าสู่ระดับเป้าหมายหรือไม่ และมีปัจจัยใดบ้าง ที่นำมาพิจารณาในการกำหนดระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัท
- เพื่อทดสอบปัญหา Agency Cost ในการบริหารสินทรัพย์สภาพคล่องของฝ่ายบริหาร ว่ามีแนวโน้มจะบริหารเพื่อประโยชน์ส่วนตน มากกว่าประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหรือไม่ เพราะหากพบปัญหาดังกล่าว จะช่วยเป็นตัวชี้้นำการตรวจสอบฝ่ายบริหารของผู้ถือหุ้น และการพิจารณาลงทุนของนักลงทุนภายนอก ให้ระมัดระวังในการลงทุนมากขึ้นได้ รวมถึงการเป็นแนวทางในการศึกษาให้กับหน่วยงานรัฐบาล เพื่อนำไปใช้พิจารณานโยบาย ในการป้องกันพฤติกรรมดังกล่าว อันอาจนำมาสู่ผลเสียต่อประชาชนส่วนรวมได้

1.5 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา เป็นข้อมูลงบการเงินของบริษัทในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นเฉพาะกลุ่มบริษัทที่อยู่ภายใต้ระเบียบข้อบังคับการดำรงระดับสินทรัพย์สภาพคล่อง อันได้แก่ กลุ่มธนาคาร บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ และบริษัทประกันภัยและประกันชีวิต โดยทั้งนี้ บริษัทที่นำมาศึกษาจะต้องมีข้อมูลครบใกล้เคียงกับระยะเวลาที่นำมาศึกษาให้มากที่สุด โดยผู้ศึกษาได้เริ่มเก็บข้อมูลตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 ของปี 2535 จนถึงปีที่ใกล้เคียงที่สุด คือไตรมาสที่ 4 ของปี 2544 รวมทั้งหมด 37 ไตรมาส เพื่อให้ได้ข้อมูลอนุกรมเวลายาวมากที่สุด ดังนั้น จำนวนบริษัทที่นำมาศึกษาทั้งหมด จึงมีเพียง 213 บริษัท จากทั้งหมด 322 บริษัท ในหมวดอุตสาหกรรมที่เป็นไปได้

1.6 นิยามศัพท์

สินทรัพย์สภาพคล่อง (Liquid asset) ในงานศึกษานี้ หมายถึง เงินสด (Cash) และเงินลงทุนระยะสั้น (Short-term investment) ที่อยู่ในงบดุล ซึ่งใกล้เคียงกับคำจำกัดความของเงินแบบกว้างสุด (L) ที่ใช้ในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยรวมเงินฝากในบัญชีธนาคารทุกประเภท หลักทรัพย์ที่สามารถขายทอดตลาดได้ (Marketable securities) ตั๋วคงคลัง (Treasury paper) และตราสารพาณิชย์ (Commercial paper) โดยบางครั้งในงานศึกษานี้ อาจใช้คำว่า เงินหรือเงินสด (Cash) แทนคำว่าสินทรัพย์สภาพคล่อง เพื่อความสะดวก

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย