

บทที่ 5

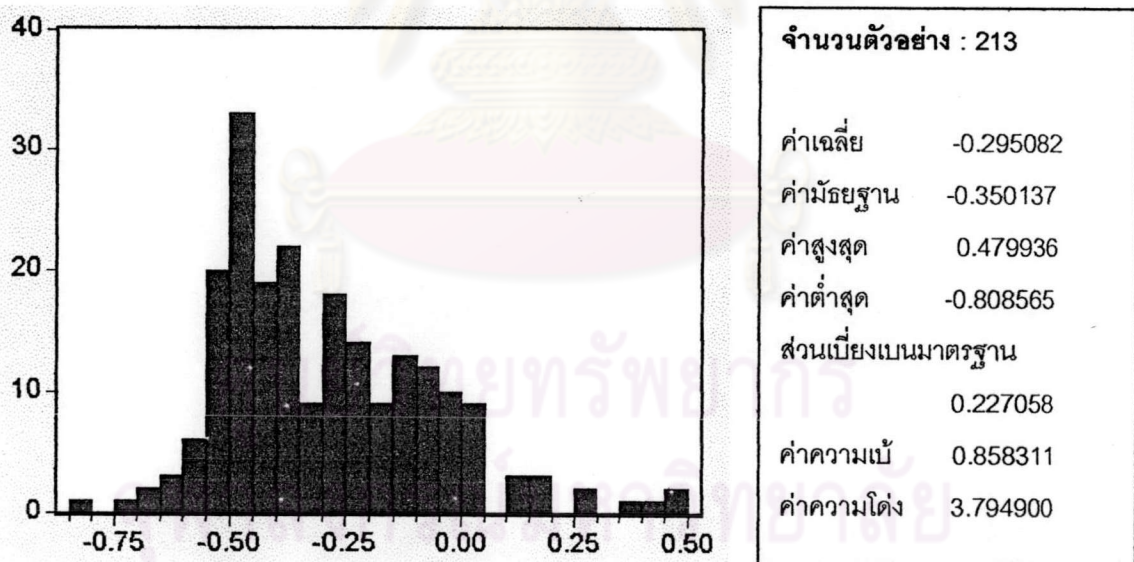
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทางเศรษฐมิติ

5.1 แบบจำลองที่ 1

การวิเคราะห์หาค่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของระดับสินทรัพย์สภาพคล่องในไตรมาสนี้ กับการเปลี่ยนแปลงของระดับสินทรัพย์สภาพคล่องในไตรมาสที่แล้ว ของบริษัทต่าง ๆ โดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลาในการประมาณค่าสมการถดถอย ดังรูปแบบสมการที่ 5.1 ดังนี้

$$\Delta \text{LIQRAT}_t = \alpha + \beta (\Delta \text{LIQRAT}_{t-1}) + \varepsilon_t \quad \dots (5.1)$$

ผลการศึกษาพบว่า เมื่อนำค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ได้จากการประมาณค่าในสมการที่ 5.1 ของข้อมูลอนุกรมเวลาในแต่ละบริษัท มาพิจารณาการแจกแจงความถี่ดังภาพที่ 5.1



ภาพที่ 5.1 แสดงการแจกแจงความถี่ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ได้จากประมาณค่าข้อมูลอนุกรมเวลาของบริษัทต่าง ๆ ในแบบจำลองที่ 1 : $\Delta \text{LIQRAT}_t = \alpha + \beta (\Delta \text{LIQRAT}_{t-1}) + \varepsilon_t$

โดย Δ แทนการเปลี่ยนแปลงจากไตรมาสนี้กับไตรมาสที่แล้ว ตัวแปร LIQRAT แทนสัดส่วนสินทรัพย์สภาพคล่องต่อสินทรัพย์สุทธิ จากข้อมูลงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 213 บริษัท ในช่วงไตรมาสที่ 1 ปี 2536 – ไตรมาสที่ 4 ปี 2544

ค่ามัธยฐาน (median) ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ซึ่งถือเป็นตัวแทนของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของบริษัททั้งหมด มีค่าเป็นลบ (เท่ากับ -0.3501) จึงแสดงถึงการปรับตัวของการเปลี่ยนแปลงระดับสินทรัพย์สภาพคล่องจากไตรมาสหนึ่งไปสู่อีกไตรมาสหนึ่งอย่างมีเป้าหมาย กล่าวคือ หากในไตรมาสนี้ ระดับสินทรัพย์สภาพคล่องมีการเปลี่ยนแปลงมากขึ้น (ลดลง) ในไตรมาสถัดไป ระดับสินทรัพย์สภาพคล่องจะมีการเปลี่ยนแปลงลดลง (เพิ่มขึ้น) เพื่อให้ระดับสินทรัพย์สภาพคล่องเข้าสู่ค่ากลางค่าใดค่าหนึ่ง (mean reverting) โดยค่าสัมบูรณ์ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (coefficient) ที่เท่ากับ 0.3501 นี้ แสดงถึงการปรับตัวของการเปลี่ยนแปลงในระดับสินทรัพย์สภาพคล่องที่ค่อนข้างช้าในการเข้าสู่ค่าเป้าหมาย

5.2 แบบจำลองที่ 2

การวิเคราะห์หาค่าความสัมพันธ์ระหว่างระดับสินทรัพย์สภาพคล่องกับปัจจัยที่คาดว่าเป็นตัวกำหนดระดับสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลแบบ Panel มาประมาณค่าในแบบจำลองแบบ Fixed Effects ดังสมการในแบบจำลองที่ 2 ดังนี้

$$\text{LIQRAT}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{SIZE}_{it} + \beta_2 \text{MBRAT}_{it} + \beta_3 \text{CFRAT}_{it} + \beta_4 \text{VARCF}_{it} \\ + \beta_5 \text{CAPRAT}_{it} + \beta_6 \text{NWCRA}_{it} + \beta_7 \text{DUMDIV}_{it} + \mu_{it}$$

... (5.2)

ผลการประมาณค่าสมการถดถอยในแบบจำลอง Fixed Effects นี้ พบว่าค่า R^2 มีค่าเท่ากับ 0.684702 และค่า Adjusted R^2 มีค่าเท่ากับ 0.672499 โดยเมื่อพิจารณาถึงค่า F-statistic ซึ่งมีค่าเท่ากับ 2038.769 ด้วยนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 จึงแสดงถึงความเชื่อถือได้ของสมการถดถอยนี้ถึงร้อยละ 99 ในส่วนของค่า Durbin-Watson นั้นมีค่าเท่ากับ 2.262972 ซึ่งเป็นการแสดงถึงการไม่มีปัญหา Autocorrelation ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่าสมการถดถอยนี้เป็นสมการที่สามารถนำมาใช้ได้ดีสมการหนึ่ง (แสดงผลในตารางที่ 5.2)

เมื่อพิจารณาผลการศึกษาในตารางที่ 5.2 พบว่าปัจจัยที่มีผลกระทบต่อระดับสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีทั้งหมดหกปัจจัย ได้แก่

1) ขนาดบริษัท (ตัวแปร SIZE)

ผลการศึกษาในตารางที่ 5.1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างระดับสินทรัพย์สภาพคล่องกับขนาดบริษัท เท่ากับ 0.031736 ด้วยนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% จากเครื่องหมายของค่าความสัมพันธ์ที่เป็นบวกนี้เอง จึงแสดงให้เห็นว่า ยิ่งบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้น บริษัทจะยิ่งถือสินทรัพย์สภาพคล่องไว้ในระดับที่มากขึ้น สอดคล้องกับคำอธิบายของทฤษฎี Financing Hierarchy ที่อธิบายการเปลี่ยนแปลงระดับสินทรัพย์สภาพคล่อง โดยอาศัยการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดรับและจ่าย โดยบริษัทที่มีขนาดใหญ่ เป็นบริษัทที่คาดว่าจะประสบความสำเร็จสูง จึงมีกระแสเงินสดไหลเวียนเข้ามาในบริษัทมากกว่าเมื่อเทียบกับสัดส่วนของบริษัทเล็ก จึงเป็นผลให้ระดับสินทรัพย์สภาพคล่องคงอยู่ในสัดส่วนที่สูงกว่า

ดังนั้น ผลการศึกษาดังกล่าว จึงไม่สอดคล้องกับสมมติฐานการศึกษาที่คาดไว้เบื้องต้นตามทฤษฎี Static Tradeoff ซึ่งได้อธิบายถึงทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างขนาดบริษัทกับระดับสินทรัพย์สภาพคล่องในทางตรงข้ามกัน อันเนื่องมาจากความน่าจะมีการประหยัดจากขนาดในการบริหารสินทรัพย์สภาพคล่อง จึงทำให้บริษัทที่มีขนาดใหญ่ สามารถถือสินทรัพย์สภาพคล่องได้ในสัดส่วนที่ต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก

2) กระแสเงินสดรับจากการดำเนินงาน (ตัวแปร CFRAT)

ผลการศึกษาในตารางที่ 5.1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างระดับสินทรัพย์สภาพคล่องกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัท เท่ากับ 0.242361 ด้วยนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% จากเครื่องหมายของค่าความสัมพันธ์ที่เป็นบวกนี้เอง จึงแสดงให้เห็นว่า ยิ่งบริษัทมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานสูงขึ้น บริษัทจะยิ่งมีสินทรัพย์สภาพคล่องในระดับที่สูงขึ้น สอดคล้องกับคำอธิบายของทฤษฎี Financing Hierarchy ที่อธิบายการเปลี่ยนแปลงระดับสินทรัพย์สภาพคล่อง โดยอาศัยการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดรับและจ่าย โดยหาก

ช่วงใดบริษัทมีกระแสเงินสดรับจากการดำเนินงานสูง ก็จะทำให้ระดับสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทสูงตามไปด้วย ตามกระแสเงินสดที่ไหลเข้ามาในกิจการ

ดังนั้น ผลการศึกษาดังกล่าว จึงไม่สอดคล้องกับสมมติฐานการศึกษาที่คาดไว้เบื้องต้นตามทฤษฎี Static Tradeoff ที่คาดว่าความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับระดับสินทรัพย์สภาพคล่องจะมีทิศทางเป็นลบ ด้วยเหตุที่กระแสเงินสดนั้นถือเป็นแหล่งสภาพคล่องที่ดีที่บริษัทสามารถใช้สำรองได้หากขาดแคลนสินทรัพย์สภาพคล่อง ดังนั้นหากในช่วงเวลาใดที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสูง บริษัทจึงสามารถถือสินทรัพย์สภาพคล่องในระดับที่ต่ำได้

3) ความแปรปรวนของกระแสเงินสดรับ (ตัวแปร VARCF)

ผลการศึกษาในตารางที่ 5.1 แสดงถึงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างระดับสินทรัพย์สภาพคล่องกับความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัท มีค่าเท่ากับ 0.060786 ด้วยนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นถึง 95% จากเครื่องหมายของค่าความสัมพันธ์ที่เป็นบวกนี้เอง จึงแสดงให้เห็นว่า หากบริษัทยังมีความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานสูงขึ้นไปเรื่อย ๆ บริษัทจะยิ่งต้องดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องให้อยู่ในระดับที่สูงขึ้น สอดคล้องกับสมมติฐานการศึกษาที่ได้คาดไว้เบื้องต้น ตามทฤษฎี Static Tradeoff ซึ่งอธิบายความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ยิ่งมีมากขึ้นเท่าไร บริษัทจะยิ่งต้องพยายามดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องไว้ในระดับสูง เพื่อไว้เผื่อใช้ในธุรกรรมต่าง ๆ ในช่วงที่บริษัทมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานลดลง

4) ระดับค่าใช้จ่ายลงทุน (ตัวแปร CAPRAT)

ผลการศึกษาในตารางที่ 5.1 แสดงถึงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างระดับสินทรัพย์สภาพคล่องกับค่าใช้จ่ายในการลงทุน มีค่าเท่ากับ -0.006933 ด้วยนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% จากเครื่องหมายของค่าความสัมพันธ์ที่เป็นลบนี้เอง จึงแสดงให้เห็นว่า ยิ่งบริษัทมีค่าใช้จ่ายลงทุนสูงขึ้นไปเรื่อย ๆ บริษัทจะยิ่งมีสินทรัพย์สภาพคล่องในระดับที่ลดลงเท่านั้น สอดคล้องกับคำอธิบายของทฤษฎี Financing Hierarchy ที่อธิบายว่า หากช่วงใดบริษัทมีค่าใช้จ่ายในการลง

ทุนสูง ก็จะทำให้บริษัทมีกระแสเงินสดจ่ายไหลออกมากขึ้น จึงทำให้ระดับสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทลดลงตามกระแสเงินสดที่จ่ายออกไป

ดังนั้น ผลการศึกษาของความสัมพันธ์ดังกล่าว จึงไม่สอดคล้องกับสมมติฐานการศึกษาที่ได้คาดไว้เบื้องต้น โดยอาศัยทฤษฎี Static Tradeoff ในการอธิบายถึงค่าใช้จ่ายในการลงทุนว่าเป็นการลงทุนที่มีปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลสูง ทำให้กู้เงินได้ยาก ดังนั้นหากในช่วงเวลาใด บริษัทมีค่าใช้จ่ายในการลงทุนยิ่งมาก บริษัทก็จะต้องยิ่งเตรียมสินทรัพย์สภาพคล่องที่เป็นแหล่งเงินทุนภายในไว้ในระดับสูงขึ้นไป เพื่อให้สอดคล้องกัน

5) สินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิ (ตัวแปร NWC)

ผลการศึกษาในตารางที่ 5.1 ได้แสดงถึงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างระดับสินทรัพย์สภาพคล่องกับสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิของบริษัท ซึ่งมีค่าเท่ากับ -0.044052 โดยมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

จากเครื่องหมายของค่าความสัมพันธ์ที่เป็นลบนี้เอง จึงแสดงให้เห็นว่า ยิ่งบริษัทมีสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิสูงขึ้นเท่าไร บริษัทจะยิ่งมีสินทรัพย์สภาพคล่องในระดับที่ลดลงเท่านั้น สอดคล้องกับทั้งสมมติฐานตามทฤษฎี Static Tradeoff ที่งานศึกษานี้คาดไว้เบื้องต้น และทฤษฎี Financing Hierarchy โดยทฤษฎี Static Tradeoff อธิบายถึงความสามารถในการทดแทนกันได้สูงระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิกับสินทรัพย์สภาพคล่อง ดังนั้นหากเกิดกรณีที่สินทรัพย์สภาพคล่องเกิดขาดมือ บริษัทก็สามารถนำสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิไปขาย เพื่อนำเงินสดมาใช้ได้ ด้วยเหตุนี้หากบริษัทมีระดับสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิสูง จึงไม่จำเป็นต้องถือสินทรัพย์สภาพคล่องไว้ในระดับสูง ส่วนทฤษฎี Financing Hierarchy ได้ใช้มุมมองของการไหลเข้าออกของกระแสเงินสดอธิบายช่วงที่บริษัทมีการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนสูงว่าเป็นเหตุให้ เงินสดในมือของบริษัทเหลือลดน้อยลง

6) การจ่ายเงินปันผล (ตัวแปร DUMDIV)

ผลการศึกษาในตารางที่ 5.1 แสดงถึงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างระดับสินทรัพย์สภาพคล่องกับตัวแปรหุ้นเงินปันผลจ่ายของบริษัท มีค่าเท่ากับ 0.030798 ด้วยนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% จากเครื่องหมายของค่าความสัมพันธ์ที่เป็นบวกนี้เอง จึงแสดงให้เห็นว่าในปีที่มีการจ่ายเงินปันผล บริษัทจะมีการถือสินทรัพย์สภาพคล่องในสัดส่วนที่มากกว่าปีที่ไม่ได้มีการจ่ายเงินปันผล สอดคล้องกับทั้งสมมติฐานของทฤษฎี Static Tradeoff ที่เราได้คาดไว้เบื้องต้น และทฤษฎี Financing Hierarchy โดยทฤษฎี Static Tradeoff อธิบายถึงค่าเสียโอกาสในการขาดแคลนสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทว่าจะยิ่งสูงขึ้นในปีที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล เพราะการมีเงินสดไม่พอจ่ายเงินปันผลในปลายปีนั้น จะนำไปสู่การเสียชื่อเสียง หรือต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากภายนอกที่สูงกว่า ดังนั้นจึงทำให้โดยเฉลี่ยในแต่ละไตรมาสของปีที่มีการจ่ายเงินปันผลนั้น บริษัทต้องดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องให้อยู่ในระดับที่สูงกว่าปีที่ไม่ได้มีการประกาศจ่ายเงินปันผล ส่วนทฤษฎี Financing Hierarchy ได้อาศัยหลักของการไหลเข้าและออกของกระแสเงินสดเพื่ออธิบายระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัท โดยในปีที่บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลนั้น บริษัทจำเป็นต้องกั้นเงินในแต่ละไตรมาสไว้เพื่อจ่ายเงินปันผล จึงเป็นเหตุให้ระดับสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทอยู่ในสัดส่วนที่สูงกว่า เมื่อเทียบกับปีที่ไม่ได้มีการจ่ายเงินปันผล

อย่างไรก็ดี เราพบว่ามีเพียงปัจจัยเดียวที่ไม่มีผลกระทบต่อระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นคือ โอกาสในการเติบโต (ตัวแปร MBRT) ซึ่งอาจทำให้สามารถตีความได้ 2 กรณี คือ บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูง อาจไม่ได้พยายามรักษาระดับสินทรัพย์สภาพคล่องให้อยู่ในระดับสูงตามค่าเสียโอกาสในการลงทุนที่สูงขึ้นหากเกิดการขาดแคลนเงินสด ตามการคาดการณ์ของทฤษฎี Static Tradeoff หรืออาจเป็นไปได้อีกทางหนึ่งว่า บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำ กลับพยายามดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องให้อยู่ในระดับที่สูงด้วย เพื่อนำสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินเหล่านั้นไปใช้จ่ายลงทุนให้เกิดประโยชน์แก่ฝ่ายบริหาร อันนำไปสู่ปัญหา Agency Cost ตามการคาดการณ์ของทฤษฎี Free Cash Flow ดังจะทำการทดสอบต่อไปในแบบจำลองที่ 3

ตารางที่ 5.1 แสดงผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของปัจจัยกำหนดระดับ
สินทรัพย์สภาพคล่องบริษัท ในแบบจำลองที่ 2

ตัวแปรตาม คือ สัดส่วนสินทรัพย์สภาพคล่องต่อสินทรัพย์สุทธิ โดยสินทรัพย์สุทธิ คำนวณจากสินทรัพย์รวมที่หักด้วย
สินทรัพย์สภาพคล่องแล้ว ตัวแปรอิสระ ได้แก่ ขนาดบริษัท คำนวณจากค่า natural log ของสินทรัพย์รวมบริษัทที่ถูก
ปรับด้วยดัชนี CPI (ปีฐาน = ปี 2537) แล้ว โอกาสในการเติบโต คำนวณจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมบริษัทหาร
ด้วยมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวมบริษัท กระแสเงินสดรับ ค่าใช้จ่ายลงทุน และสินทรัพย์หมุนเวียน จะถูกคิดเป็น
สัดส่วนกับสินทรัพย์สุทธิ ความแปรปรวนของกระแสเงินสดรับ คำนวณจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสด
ที่ได้จากการดำเนินงาน และสุดท้ายตัวแปรหุ่นเงินปันผลจ่าย จะแทนปีที่มีการจ่ายเงินปันผลด้วย 1 นอกนั้นให้เป็น 0
โดยข้อมูลทั้งหมดนี้มาจากข้อมูลงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงไตรมาส
ที่ 1 ปี 2536 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี 2544 รวมจำนวนค่าสังเกตทั้งหมด 5,852 ค่า ซึ่งเป็นลักษณะของข้อมูลแบบ Panel มา
ทำการประมาณค่าแบบ Fixed-effects Regression และอาศัยการคำนวณค่า t-statistics ตามวิธี heteroskedasticity-
consistent standard errors ของ White's(1980)

ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์	ทิศทางความสัมพันธ์	สอดคล้องกับทฤษฎี
ขนาดบริษัท (SIZE)	0.031736 * (1.984327)	(+)	Financing Hierarchy
โอกาสในการเติบโต (MBRAT)	-0.001429 (-0.385124)	(-)	
กระแสเงินสดรับ (CFRAT)	0.242361 ** (4.449829)	(+)	Financing Hierarchy
ความแปรปรวนของ กระแสเงินสดรับ(VARCF)	0.060786 * (2.441246)	(+)	Static Tradeoff
ค่าใช้จ่ายลงทุน (CAPRAT)	-0.006933 * (2.009907)	(-)	Financing Hierarchy
สินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิ (NWCRAT)	-0.044052 ** (-2.535970)	(-)	Static Trade-off และ Financing Hierarchy
ตัวแปรหุ่นเงินปันผลจ่าย (DUMDIV)	0.030798 ** (4.905608)	(+)	Static Trade-off และ Financing Hierarchy

R-squared 0.684702 Mean dependent var 0.086114 Durbin-Watson stat 2.262972
Adjusted R-squared 0.672499 S.D. dependent var 0.301221 F-statistic 1134.833
S.E. of regression 0.206572 Sum squared resid 167.3868 Prob(F-statistic) 0.000000

หมายเหตุ ตัวเลขบรรทัดบน แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ตัวเลขในวงเล็บแสดงค่า t-statistics

** แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

* แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

5.3 แบบจำลองที่ 3

5.3.1 แบบจำลองที่ 3ก

การวิเคราะห์หาค่าความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินในไตรมาสนี้ ที่มีผลกระทบต่อค่าใช้จ่ายลงทุนในไตรมาสหน้า โดยแบ่งข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross section) ออกตามสัดส่วน MV/BV และปริมาณเงินสดส่วนเกิน และอาศัยการประมาณค่าในสมการถดถอยตามแบบจำลองที่ 3ก ดังนี้

$$\text{CAPITAL}_{i,t+1} = \alpha^c + \beta_1^c \text{EXCESS}_{i,t} + \mu_{it} \quad \dots (5.3ก)$$

จากการประมาณค่ารูปแบบสมการ 5.3ก จะได้ผลการศึกษาดังแสดงไว้ในตารางที่ 5.2ก พบว่าบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูงนั้น สินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินไม่สามารถอธิบายผลของค่าใช้จ่ายลงทุนที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาถัดไปได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่หากพิจารณาถึงค่าสัมประสิทธิ์แล้ว พบว่ามีทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินกับค่าใช้จ่ายลงทุนในช่วงเวลาถัดไปที่แน่นอน กล่าวคือ ในการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์สภาพคล่องในแต่ละควอเตอร์นั้น จะมีผลต่อค่าใช้จ่ายลงทุนในทิศทางที่มากขึ้นเรื่อย ๆ

ส่วนผลการศึกษาของบริษัทที่มีการเติบโตต่ำ พบว่าสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินมีความสัมพันธ์กับค่าใช้จ่ายลงทุนในทิศทางที่เป็นบวก กล่าวคือยิ่งบริษัทมีสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินมากขึ้น จะมีผลต่อค่าใช้จ่ายลงทุนในช่วงเวลาถัดไปให้สูงขึ้น โดยหากสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินนั้นอยู่ในระดับที่สูงมาก (คือในระดับควอเตอร์ที่ 3 และ 4) ระดับสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินนั้นจะมีผลในการกำหนดค่าใช้จ่ายลงทุนในช่วงเวลาถัดไปอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินกับค่าใช้จ่ายลงทุนในควอเตอร์ที่ 3 มีค่าเท่ากับ 0.617983 และสูงขึ้นไปถึง 5.135050 ในควอเตอร์ที่ 4 ด้วยนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% และ 99% ตามลำดับ จากผลการศึกษาดังกล่าว จึงแสดงให้เห็นความสำคัญของการต้องพึ่งพิงแหล่งเงินทุนภายในที่มีต่อการใช้จ่ายลงทุนของบริษัทที่มีการเติบโตต่ำอย่างสำคัญ

ตารางที่ 5.2ก แสดงผลการประมาณการค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินสดส่วนเกินในไตรมาสนี้ กับค่าใช้จ่ายลงทุนในไตรมาสหน้า โดยแบ่งข้อมูลออกตามสัดส่วน MV/BV และปริมาณเงินสดส่วนเกิน ตามแบบจำลองที่ 3

ตัวแปรตามคือ ค่าใช้จ่ายลงทุนในไตรมาสหน้า ตัวแปรอิสระคือ ปริมาณเงินสดส่วนเกินในไตรมาสนี้ โดยปริมาณเงินสดส่วนเกินจะคิดเฉพาะที่เป็นบวกเท่านั้น ดังนั้น ในแต่ละไตรมาส บริษัทที่มีปริมาณเงินสดส่วนเกินเป็นบวก จะถูกนำมาจัดลำดับควอไทล์ โดยในแต่ละไตรมาสเป็นอิสระต่อกัน จากนั้นจึงนำบริษัทในแต่ละควอไทล์การมีปริมาณเงินสดส่วนเกินนั้น ๆ มาจัดลำดับตามสัดส่วน MV/BV (สัดส่วนมูลค่าตามราคาบัญชีหารด้วยมูลค่าตามราคาตลาดของสินทรัพย์) โดยบริษัทที่มีสัดส่วน MV/BV สูง (ต่ำ) ก็คือบริษัทที่อยู่ในควอไทล์ที่มีค่าสูงสุด (ต่ำสุด)

ในตาราง จึงเป็นการแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินสดส่วนเกินในไตรมาสนี้กับค่าใช้จ่ายลงทุนในไตรมาสหน้า จากกลุ่มข้อมูลที่มีการไขว้กันระหว่างสัดส่วน MV/BV ที่สูงกับต่ำ และลำดับควอไทล์ของปริมาณเงินสดส่วนเกิน

ประเภทบริษัท ตามสัดส่วน MV/BV	ลำดับควอไทล์ของบริษัทตามปริมาณเงินสดส่วนเกิน			
	ควอไทล์ 1 (ต่ำสุด)	ควอไทล์ 2	ควอไทล์ 3	ควอไทล์ 4 (สูงสุด)
สัดส่วน MV/BV สูง	-0.031004 (-1.592116)	0.004308 (0.888883)	0.0062407 (-1.362662)	0.540307 (1.33263)
สัดส่วน MV/BV ต่ำ	0.002308 (1.708487)	0.1061018 (0.693567)	2.617983 * (-2.002235)	5.135050 ** (3.649273)

หมายเหตุ ตัวเลขบรรทัดบน แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ตัวเลขในวงเล็บ คือค่า t-statistic

** แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

* แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

5.3.2 แบบจำลองที่ 3ข

การวิเคราะห์หาค่าความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินในไตรมาสนี้ ที่มีผลกระทบต่อเงินปันผลจ่ายในไตรมาสหน้า โดยแบ่งข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross section) ออกตามสัดส่วน MV/BV และปริมาณเงินสดส่วนเกิน และอาศัยการประมาณค่าในสมการถดถอยตามแบบจำลองที่ 3ข ดังนี้

$$\text{DIV}_{i,t+1} = \alpha^D + \beta_1^D \text{EXCESS}_{i,t} + \beta_2^D \text{DUMCRIS}_t + \mu_{it} \quad \dots (5.3ข)$$

จากการประมาณค่ารูปแบบสมการ 5.3x จะได้ผลการศึกษาดังแสดงไว้ในตารางที่ 5.2x พบว่าในบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูง สิทธิทรัพย์สินภาคส่วนเกินจะมีผลต่อการจ่ายเงินปันผลในช่วงเวลาถัดไปอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เฉพาะเมื่อบริษัทมีสิทธิทรัพย์สินภาคส่วนเกินในสัดส่วนที่สูงมากเท่านั้น กล่าวคือ ในควอไทล์ที่ 3 และ 4 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.070635 และ 1.702604 ตามลำดับ ณ ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติ 95%

ตารางที่ 5.2x แสดงผลการประมาณการค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินสดส่วนเกินในไตรมาสนี้ กับเงินปันผลจ่ายในไตรมาสหน้า โดยแบ่งข้อมูลออกตามสัดส่วน MV/BV และปริมาณเงินสดส่วนเกิน ตามแบบจำลองที่ 3

ตัวแปรตามคือ ค่าใช้จ่ายลงทุนในไตรมาสหน้า ตัวแปรอิสระคือ ปริมาณเงินสดส่วนเกินในไตรมาสนี้ โดยปริมาณเงินสดส่วนเกินจะคิดเฉพาะที่เป็นบวกเท่านั้น ดังนั้น ในแต่ละไตรมาส บริษัทที่มีปริมาณเงินสดส่วนเกินเป็นบวก จะถูกนำมาจัดลำดับควอไทล์ โดยในแต่ละไตรมาสเป็นอิสระต่อกัน จากนั้นจึงนำบริษัทในแต่ละควอไทล์การมีปริมาณเงินสดส่วนเกินนั้น ๆ มาจัดลำดับตามสัดส่วน MV/BV (สัดส่วนมูลค่าตามราคาบัญชีหารด้วยมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์) โดยบริษัทที่มีสัดส่วน MV/BV สูง (ต่ำ) ก็คือบริษัทที่อยู่ในควอไทล์ที่มีค่าสูงสุด (ต่ำสุด)

ในตาราง จึงเป็นการแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินสดส่วนเกินในไตรมาสนี้กับเงินปันผลจ่ายในไตรมาสหน้า จากกลุ่มข้อมูลที่มีการไขว้กันระหว่างสัดส่วน MV/BV ที่สูงกับต่ำ และลำดับควอไทล์ของปริมาณเงินสดส่วนเกิน

ประเภทบริษัท ตามสัดส่วน MV/BV	ลำดับควอไทล์ของบริษัทตามปริมาณเงินสดส่วนเกิน			
	ควอไทล์ 1 (ต่ำสุด)	ควอไทล์ 2	ควอไทล์ 3	ควอไทล์ 4 (สูงสุด)
สัดส่วน MV/BV สูง	-0.007382 (-1.455217)	0.065731 (1.940796)	0.070635 * (-2.380311)	1.702604 * (-2.161803)
สัดส่วน MV/BV ต่ำ	0.001802 (1.89499)	-0.057332 (-1.175809)	0.066794 ** (-3.878237)	0.238945 * (1.965166)

หมายเหตุ ตัวเลขบรรทัดบน แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ตัวเลขในวงเล็บ คือค่า t-statistic

** แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

* แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ในขณะที่เดียวกัน ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินกับเงินปันผลจ่ายในช่วงเวลาถัดไปของบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำ พบว่ามิได้มีการเพิ่มขึ้นในทิศทางเดียวกันอย่างสำคัญ แต่ผลการศึกษาแสดงให้เห็นข้อสำคัญประการหนึ่งซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีการเติบโตสูง กล่าวคือ สินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินของบริษัทในช่วงเวลานี้ จะมีผลต่อการจ่ายเงินปันผลในช่วงเวลาหน้า ก็ต่อเมื่อระดับสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินในช่วงเวลานี้อยู่ในระดับที่สูงมาก (คืออยู่ในระดับควอไทล์ที่ 3 และ 4) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ = 0.066794 และ 0.238945 ณ ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 99% และ 95 % ตามลำดับ

หากเรานำผลการศึกษา มาเปรียบเทียบระหว่างบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูง และต่ำ เราจะพบว่า สินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกิน มีการนำไปใช้เพื่อใช้จ่ายลงทุนอย่างสำคัญในบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำ โดยมีสัดส่วนที่สูงกว่ามากเมื่อเทียบกับบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนสูง ด้วยเหตุนี้ จึงน่าจะสรุปได้ถึง พฤติกรรมการบริหารสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำเหล่านี้ ถึงแนวโน้มในการพยายามถือสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินเอาไว้ เพื่อนำไปใช้จ่ายลงทุนในโครงการลงทุนในช่วงเวลาถัดไป โดยความสัมพันธ์มีแนวโน้มสูงขึ้นเรื่อยๆ อย่างสำคัญ เมื่อระดับของสินทรัพย์สภาพคล่องสูงขึ้น ในขณะที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลในระดับต่ำเท่านั้น ด้วยเหตุนี้ จึงน่าจะสะท้อนให้เห็นถึงปัญหา Agency cost ในการบริหารสินทรัพย์สภาพคล่องที่สูงกว่าของบริษัทเหล่านี้ โดยฝ่ายบริหารพยายามถือสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกิน เพื่อนำไปใช้จ่ายในโครงการลงทุนในช่วงเวลาถัดไป มากกว่าที่จะนำไปจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น ทั้ง ๆ ที่บริษัทมีโอกาสนำเงินไปลงทุนที่ต่ำ

ศูนย์วิจัยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย