

พฤติกรรมการณ์อสังหาริมทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทในประเทศไทย



นางสาวนพวรรณ โอภาณุรักษ์

ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์


คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2545

ISBN 974-17-1447-5

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE BEHAVIOR OF CORPORATE LIQUID ASSETS HOLDINGS IN THAILAND



Miss Noppawan Opanurak

ศูนย์วิทยพัชการ

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Economics in Economics

Department of Economics

Faculty of Economics

Chulalongkorn University

Academic Year 2002

ISBN 974-17-1447-5

หัวข้อวิทยานิพนธ์                      พฤติกรรมการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทในประเทศไทย  
โดย    นางสาวนพวรรณ โอภาณุรักษ์  
สาขาวิชา                                    เศรษฐศาสตร์  
อาจารย์ที่ปรึกษา                          รองศาสตราจารย์ ดร.ไศตติธ วัลลิกะมาต  
อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม (ถ้ามี)                      -

---

คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิตวิทยาลัยรับนี้เป็นส่วน  
หนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

.....  
(รองศาสตราจารย์ ดร.สุทธิพันธ์ จิราธิวัฒน์)                      คณบดีคณะเศรษฐศาสตร์

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

.....  
(อาจารย์ ดร.ธวัชชัย จิตรภาชนะนันท์)                      ประธานกรรมการ

.....  
(รองศาสตราจารย์ ดร.ไศตติธ วัลลิกะมาต)                      อาจารย์ที่ปรึกษา

.....  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สันติ ธิรพัฒน์)                      กรรมการ

.....  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.โสภณ ชันติอาคม)                      กรรมการ

นางสาวนพวรรณ โอภาณุรักษ์ : พฤติกรรมการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทใน  
ประเทศไทย. (The Behavior of Corporate Liquid Assets Holdings in Thailand) อ.ที่  
ปรึกษา : รองศาสตราจารย์ ดร.โสทธิธร มัลลิกะมาส, 112 หน้า. ISBN 974-17-1447-5

งานศึกษานี้ จัดทำขึ้นเพื่อทดสอบพฤติกรรมการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัท  
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2536 - 2544 โดยใช้ข้อมูลงบการเงิน  
บริษัทแบบรายไตรมาสและอาศัยการประมาณค่าตามแบบจำลอง Time-series Autoregression,  
แบบจำลอง Fixed Effect Panel Data และแบบจำลอง Cross-sectional Regression

ผลการศึกษาพบว่า บริษัทเหล่านี้มีพฤติกรรมการถือสินทรัพย์สภาพคล่องเพื่อให้สอดคล้อง  
กับระดับเป้าหมาย โดยระดับเป้าหมายนี้ได้ถูกกำหนดอย่างมีนัยสำคัญจากปัจจัยที่เกี่ยวข้อง  
กับการไหลเวียนของกระแสเงินสดรับและจ่าย อันได้แก่ ขนาดบริษัท ความแปรปรวนของกระแส  
เงินสด กระแสเงินสดรับ และปัจจัยด้านการจ่ายเงินปันผล ซึ่งมีผลต่อระดับการถือสินทรัพย์สภาพ  
คล่องในทิศทางที่สูงขึ้น ส่วนปัจจัยค่าใช้จ่ายในการลงทุน และระดับเงินทุนหมุนเวียนสุทธิ มีผลต่อ  
การถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทในทิศทางที่ลดลง ในขณะที่เดียวกันไม่พบว่าโอกาสในการ  
เติบโตมีผลต่อระดับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัท

นอกจากนั้น การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างเงินสดส่วนเกินกับค่าใช้จ่ายลงทุนในช่วง  
เวลาถัดไปเปรียบเทียบกับระหว่างบริษัทสองกลุ่ม พบว่าบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำมีความ  
พยายามสะสมสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกินเพื่อนำไปใช้จ่ายลงทุนในช่วงเวลาถัดไปอย่างเห็นได้  
ชัด สิ่งนี้จึงยืนยันให้เห็นถึงปัญหา Agency Cost ของบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำเหล่านี้ใน  
การใช้แหล่งเงินทุนภายในไปลงทุนอย่างไม่มีประสิทธิภาพ เพื่อผลประโยชน์แก่ฝ่ายบริหาร โดยเป็น  
การสร้างต้นทุนให้กับผู้ถือหุ้นและนักลงทุนแทน สอดคล้องกับแนวคิด Free Cash Flow ของ  
Jensen (1986)

ภาควิชา.....เศรษฐศาสตร์..... ลายมือชื่อนิสิต.....นพวรรณ โอภาณุรักษ์.....  
สาขาวิชา.....เศรษฐศาสตร์..... ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....ดร.โสทธิธร มัลลิกะมาส.....  
ปีการศึกษา ..... 2545.....

#4385575029 : MAJOR ECONOMICS

KEY WORD : LIQUID ASSETS / CASH / EXCESS CASH

NOPPAWAN OPANURAK : THE BEHAVIOR OF CORPORATE LIQUID ASSETS  
HOLDINGS IN THAILAND. THESIS ADVISOR : Assoc. Prof. SOTHITORN  
MALLIKAMAS, PhD. 112 pp. ISBN 974-17-1447-5

This study examined the behavior of non-financial firms in liquid assets holdings. The focus of this study was on the firms listed on the Stock Exchange of Thailand during the year 1993 – 2001. Data came from the Quarterly financial statement. Time-series Autoregressive (AR) Model, Fixed-Effect Panel Data Model, and Cross-sectional Regression Model were adopted to estimate the behavior.

The empirical results expressed that these firms had the target level of liquid assets holdings which depended positively on firm size, the level of cash flow, cash flow variation and dummy variable of dividend payout, conversely on the level of net working capital and capital expenditure, and unrelated with growth opportunities

In addition, when testing relationship between excess liquid assets holdings and capital expenditure in the next period, we found evidence that firms with low growth opportunities tended to accumulate more liquid assets for capital expenditures investment. This evidence indicated the agency problem in managing liquid assets of these firms, which led to the inefficiency in the utilization of internal capital and the costs to shareholders and external investors of these problem firms. Therefore, this finding was consistent with the Free Cash Flow theory of Jensen (1986).

Department .....Economics..... Student's signature ..... นพวิมล นพวิมล .....  
Field of study .....Economics..... Advisor's signature ..... ส.พ.ท. มัลลิกามาส .....  
Academic year .....2002.....

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ดีด้วยความช่วยเหลือของรองศาสตราจารย์ ดร.โสติศธร มัลลิกะมาส อาจารย์ ดร.ธวัชชัย จิตรภาษนันท์ ผศ.ดร.สันติ ภิรพัฒน์ และอาจารย์ ดร. โสภณ ชันติอาคม ที่กรุณาให้ความช่วยเหลือและสละเวลาในการเป็นที่ปรึกษา และกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ รวมถึงอาจารย์ทุกท่านในหลักสูตรเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต ที่ได้ให้คำอบรมและชี้แนะตลอดระยะเวลาที่ศึกษาในหลักสูตรนี้ ผู้เขียนจึงขอกราบขอบพระคุณอาจารย์ทุกท่านเป็นอย่างยิ่ง

ที่สำคัญที่สุด ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณบิดามารดา และทุกคนในครอบครัวที่คอยให้ความรัก ความห่วงใย ความเอาใจใส่ และเป็นกำลังใจให้โดยตลอด

สุดท้าย ขอขอบคุณความดีและกำลังใจพิเศษจากพล รวมถึงรอยยิ้ม ความห่วงใย คำทักทาย และคำปรึกษาของเพื่อน ๆ ทุกคนในชม. โดยเฉพาะอย่างยิ่งบี จ้อย แซฟ พี่จ๋อน สุดผึ้ง หนึ่ง หลง โอบอล หนึ่ง แอน หลี นุ่น พิณ หนู่ย โก้ พี่เอ็ดดี้ ฯลฯ และที่ขาดไม่ได้ ขอขอบคุณในความกรุณาจากพี่น้อง พี่ลาวัลย์ พี่นิตนอย พี่บุ่ม พี่ดาว พี่เบน และพี่เจ้าหน้าที่ทุกคน ที่คอยให้คำปรึกษาและช่วยเหลือตลอดหลักสูตรการศึกษานะคะ ขอขอบคุณมาก ๆ ทุกคนคะ

นพวรรณ โอภาณุรักษ์

ศูนย์วิทยพัทยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ธันวาคม 2545

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย .....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ .....	จ
กิตติกรรมประกาศ .....	ฉ
สารบัญ .....	ช
สารบัญตาราง .....	ญ
สารบัญภาพ .....	ฎ
บทที่	
1 บทนำ	
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา .....	1
1.2 วัตถุประสงค์การศึกษา .....	4
1.3 ขอบเขตการศึกษา .....	5
1.4 ประโยชน์ที่ได้จากการศึกษา .....	5
1.5 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา .....	6
1.6 นิยามศัพท์ .....	6
2 วรรณกรรมปริทัศน์	
2.1 วรรณกรรมปริทัศน์ที่เกี่ยวกับระดับการถือสิทธิ์สภาพคล่องที่เหมาะสม และปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดพฤติกรรมการถือสิทธิ์สภาพคล่อง	
2.1.1 วรรณกรรมทางด้านแนวคิด .....	7
2.1.2 วรรณกรรมทางด้านงานวิจัยเชิงประจักษ์ .....	15
2.2 วรรณกรรมปริทัศน์ที่เกี่ยวกับพฤติกรรมการถือสิทธิ์สภาพคล่องส่วนเกิน	
2.2.1 วรรณกรรมทางด้านแนวคิด .....	26
2.2.2 วรรณกรรมทางด้านงานวิจัยเชิงประจักษ์ .....	29
3 แบบจำลองและวิธีการศึกษา	
3.1 แบบจำลองที่ 1	
3.1.1 รูปแบบแบบจำลอง .....	33

บทที่

3.1.2	แบบจำลอง .....	34
3.1.3	นิยามและวิธีคำนวณตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา .....	34
3.1.4	วิธีการประมาณการ .....	35
3.1.5	สมมติฐานการศึกษา .....	35
3.2	แบบจำลองที่ 2	
3.2.1	รูปแบบแบบจำลอง .....	35
3.2.2	แบบจำลอง .....	36
3.2.3	นิยามและวิธีคำนวณตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา .....	37
3.2.4	วิธีการประมาณการ .....	40
3.2.5	สมมติฐานการศึกษา .....	40
3.3	แบบจำลองที่ 3	
3.3.1	ขั้นตอนการศึกษา .....	43
3.3.2	แบบจำลอง .....	44
3.3.3	นิยามและวิธีคำนวณตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา .....	45
3.3.4	วิธีการประมาณการ .....	47
3.3.5	สมมติฐานการศึกษา .....	47
4	ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ	
4.1	ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติโดยรวม .....	49
4.2	ผลการแสดงค่าสถิติแยกตามแบบจำลอง	
4.2.1	แบบจำลองที่ 1 .....	51
4.2.2	แบบจำลองที่ 2 .....	52
4.2.3	แบบจำลองที่ 3 .....	56
5	ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทางเศรษฐมิติ	
5.1	แบบจำลองที่ 1 .....	59
5.2	แบบจำลองที่ 2 .....	60
5.3	แบบจำลองที่ 3 .....	66



บทที่

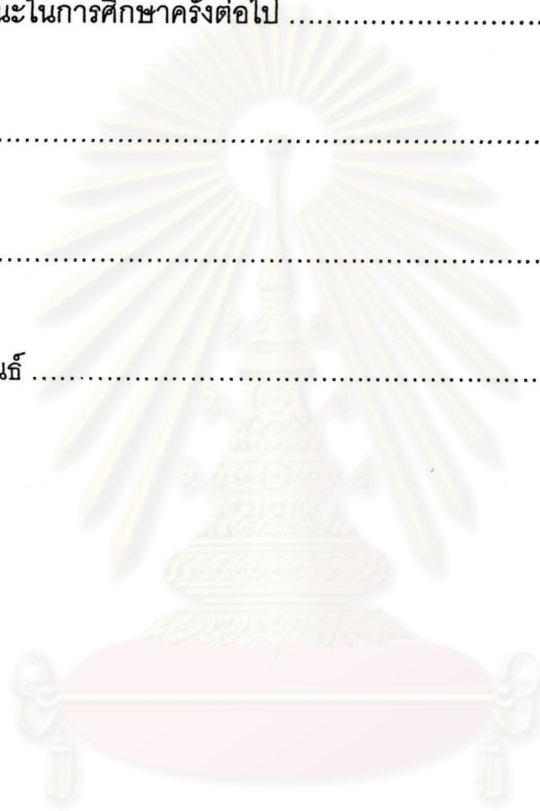
6 สรุปและข้อเสนอแนะ

6.1 สรุปผลการศึกษา .....	70
6.2 ข้อจำกัดในการศึกษา .....	69
6.3 ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป .....	69

รายการอ้างอิง .....	74
---------------------	----

ภาคผนวก .....	77
---------------	----

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์ .....	112
----------------------------------	-----



ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่	
2.1	เปรียบเทียบแนวคิดในมุมมอง Static Tradeoff กับ Financing Hierarchy ..... 14
2.2	สรุปผลศึกษางานวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับปัจจัยกำหนดระดับสินทรัพย์สภาพคล่อง ..... 24
2.3	สรุปผลศึกษางานวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการถือสินทรัพย์สภาพคล่องส่วนเกิน ..... 32
4.1	แสดงสัดส่วนสินทรัพย์สภาพคล่องต่อสินทรัพย์สุทธิเฉลี่ยในแต่ละไตรมาส ..... 51
4.2	แสดงค่าสถิติของปริมาณเงินสดส่วนเกิน ในแบบจำลองที่ 3 ..... 56
4.3	แสดงค่าสถิติของค่าใช้จ่ายในการลงทุนในไตรมาสหน้า ในแบบจำลองที่ 3 ..... 57
4.4	แสดงค่าสถิติของเงินปันผลจ่ายในไตรมาสหน้า ในแบบจำลองที่ 3 ..... 58
5.1	แสดงผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ในแบบจำลองที่ 2 ..... 65
5.2ก	แสดงผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ในแบบจำลองที่ 3ก..... 67
5.2ข	แสดงผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ในแบบจำลองที่ 3ข ..... 68

ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาพที่	หน้า
2.1 แสดงระดับสินทรัพย์สภาพคล่องที่เหมาะสม ตามทฤษฎี Static Tradeoff .....	9
4.1 แสดงอัตราการเติบโตของผลผลิตอุตสาหกรรมรายปี .....	50
4.2 แสดงสัดส่วนสินทรัพย์สภาพคล่อง ค่าใช้จ่ายลงทุน และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์สุทธิเฉลี่ยรายปี ของบริษัทตัวอย่างที่นำมาศึกษา .....	50
4.3 แสดงอัตราการจ่ายเงินปันผลเฉลี่ยรายปี ของบริษัทตัวอย่างที่นำมาศึกษา .....	51
4.4 แสดงแผนภาพการกระจายของสัดส่วนสินทรัพย์สภาพคล่องต่อสินทรัพย์สุทธิ .....	52
4.5 แสดงแผนภาพการกระจายของระดับสินทรัพย์รวม .....	52
4.6 แสดงแผนภาพการกระจายของสัดส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม .....	53
4.7 แสดงแผนภาพการกระจายของสัดส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์สุทธิ .....	53
4.8 แสดงแผนภาพการกระจายของความแปรปรวนของกระแสเงินสด .....	54
4.9 แสดงแผนภาพการกระจายของสัดส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิต่อระดับสินทรัพย์สุทธิ ..	54
4.10 แสดงแผนภาพการกระจายของสัดส่วนค่าใช้จ่ายลงทุนต่อระดับสินทรัพย์สุทธิ .....	55
4.11 แสดงแผนภาพการกระจายของสัดส่วนเงินปันผลจ่ายต่อระดับสินทรัพย์สุทธิ .....	55
5.1 แสดงข้อมูลการแจกแจงความถี่ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ในแบบจำลองที่ 1 .....	59