

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี เอกสาร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดและทฤษฎี

ในการศึกษาผลกระทบของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคต่อสภาพคล่องของธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2543 และ 2553 มีแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องคือ แนวคิดเกี่ยวกับสภาพคล่องของธุรกิจ แนวคิดเกี่ยวกับอุปสงค์การถือเงิน (The demand for money) และแนวคิดเกี่ยวกับหลักการบริหารเงินสดและสินทรัพย์เทียบเท่าเงินสด (Cash and cash equivalents management) ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

แนวคิดเกี่ยวกับสภาพคล่องของธุรกิจ

เงินสดเป็นสินทรัพย์หมุนเวียนที่ให้ความคล่องตัวกับธุรกิจมากที่สุด ธุรกิจจะต้องถือเงินสดไว้จำนวนหนึ่ง เพื่อประโยชน์ในการดำเนินงาน แต่ในขณะเดียวกันการถือเงินสดก็ทำให้ธุรกิจเสียโอกาสจากการนำเงินสดไปลงทุนให้ได้รับผลตอบแทน ดังนั้นธุรกิจจึงถือเงินสดไว้ในจำนวนต่ำที่สุดเท่าที่จำเป็นสำหรับการดำเนินธุรกิจ เพื่อรักษาสภาพคล่องให้อยู่ในระดับเหมาะสม สำหรับเงินสดส่วนเกินนั้นธุรกิจจะนำไปลงทุนในหลักทรัพย์ที่อยู่ในความต้องการของตลาด และเมื่อมีความจำเป็นต้องใช้เงินสดก็สามารถเปลี่ยนสภาพหลักทรัพย์ที่อยู่ในความต้องการของตลาดนั้นมาเป็นเงินสดได้ทันที ดังนั้นจำนวนเงินสดของธุรกิจที่เก็บรักษาไว้จึงเปลี่ยนแปลงไปโดยสัมพันธ์กับเงินทุนในหลักทรัพย์ที่อยู่ในความต้องการของตลาดด้วย (สิริเกียรติ รัชชานันต์, 2545 : 150) ดังนั้นเงินสดจะถูกกระทบ โดยปัจจัยมากมายหลายประการ ดังต่อไปนี้

1. กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash flow from operating activities) ถ้ารายการอื่นๆ คงที่ และการที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นบวก หมายถึง ธุรกิจจะมีเงินสดในธนาคารเพิ่มขึ้น
2. การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน (Change in working capital) โดยเงินทุนหมุนเวียนสุทธิ (Net working capital) หมายถึง สินทรัพย์หมุนเวียนหักลบด้วยหนี้สินระยะสั้น ถ้าสินทรัพย์หมุนเวียน (ยกเว้นเงินสด) เช่น ลูกหนี้การค้า หรือสินค้าคงเหลือเพิ่มขึ้น จะทำให้เงินสดลดลง ในทางตรงข้ามถ้าสินทรัพย์หมุนเวียนลดลงจะมีผลทำให้เงินสดเพิ่มขึ้น ส่วนในด้านหนี้สิน

ระยะสั้นนั้น ถ้าหนี้สินระยะสั้นเช่น เจ้าหนี้การค้าเพิ่มขึ้น ก็หมายถึงเงินสดเพิ่มขึ้น (ได้แหล่งเงินทุนเพิ่ม) หรือถ้าหนี้สินระยะสั้นลดลงก็จะทำให้เงินสดลดลง (การชำระคืนหนี้ระยะสั้น)

3. สินทรัพย์ถาวร (Fixed assets) ถ้าธุรกิจมีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร ก็จะทำให้เงินสดลดลง ในทางตรงกันข้ามถ้ามีการขายสินทรัพย์ถาวรออกไป เงินสดจะเพิ่มขึ้น

4. การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ (Security transactions) ถ้าธุรกิจมีการจำหน่ายหุ้นสามัญหรือพันธบัตรในระหว่างปี เงินที่ได้รับมาจะทำให้ธุรกิจมีเงินสดเพิ่มขึ้น ในทางตรงกันข้าม ถ้าธุรกิจใช้เงินสดไถ่ถอนพันธบัตร หรือซื้อหุ้นสามัญกลับคืน หรือมีการจ่ายเงินปันผล จะทำให้เงินสดลดลง

จากแต่ละปัจจัยต่างๆ มีผลสะท้อนออกมาอยู่ในงบกระแสเงินสด ซึ่งเป็นการเปลี่ยนแปลงของสถานะเงินสดของธุรกิจ ในงบนี้สามารถแยกการได้มา หรือใช้ไปของเงินสดออกเป็นกิจกรรม 3 กิจกรรมหลักได้แก่

กิจกรรมที่ 1 : กิจกรรมจากการดำเนินงาน เกี่ยวกับการหารายได้ ควบคุมค่าใช้จ่าย หรือต้นทุนของธุรกิจ รวมถึงกำไรสุทธิ ค่าเสื่อมราคา และการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์หมุนเวียน และหนี้สินระยะสั้น (ยกเว้นเงินสด)

กิจกรรมที่ 2 : กิจกรรมด้านการลงทุน เกี่ยวกับการเจริญเติบโต และการลงทุน เป็นการซื้อ ขายสินทรัพย์ถาวร

กิจกรรมที่ 3 : กิจกรรมการจัดหาเงินทุน จากแหล่งเงินทุนต่างๆ ช่วยสนับสนุนการดำเนินงาน และการลงทุน ซึ่งมีต้นทุนและความเสี่ยงแตกต่างกัน เป็นการได้รับเงินสดมาในระหว่างปี โดยการกู้ระยะสั้นหรือการจำหน่ายพันธบัตรหรือหุ้นสามัญ และเนื่องจากการจ่ายเงินปันผล หรือการไถ่ถอนพันธบัตร หรือการซื้อหุ้นสามัญคืน จะทำให้เงินสดลดลง (เริงรัก จำปาเงิน, 2544 : 30-31)

แนวคิดเกี่ยวกับอุปสงค์การถือเงิน (The demand for money)

จำนวนความมั่งคั่งในระบบเศรษฐกิจที่ธุรกิจต้องการถือครองเอาไว้ในรูปของเงิน เรียกว่า อุปสงค์ของเงิน เนื่องจากปริมาณความมั่งคั่งที่มีอยู่จะถูกแบ่งออกเป็นเงิน (Money) และพันธบัตร (Bond) ถ้ารู้ถึงอุปสงค์ของเงิน ก็จะรู้ถึงอุปสงค์ของพันธบัตรด้วย การกำหนดระดับของความมั่งคั่งให้คงที่ การเพิ่มขึ้นในอุปสงค์ของเงินจะหมายถึงการลดลงในอุปสงค์ของพันธบัตร และถ้าอยู่ในดุลยภาพในส่วนของการถือครองเงิน ก็จะอยู่ในดุลยภาพในส่วนการถือครองพันธบัตรด้วย ทั้งนี้การถือครองเงินมีต้นทุนค่าเสียโอกาสในการนำเงินนั้น ไปซื้อพันธบัตรที่สามารถให้ผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยได้

อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินหรืออัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดเป็นต้นทุนค่าเสียโอกาสของการถือครองเงิน และเป็นที่น่าเชื่อว่า เงินจะถูกถือครองเฉพาะเมื่อมันให้บริการที่มีมูลค่าอย่างน้อยสูงเท่ากับต้นทุนค่าเสียโอกาสในการถือครอง โดยบริการที่สำคัญสามประการสำหรับการถือครองเงิน ได้แก่ เงินก่อให้เกิดแรงจูงใจเพื่อการใช้จ่ายในชีวิตประจำวัน (Transactions) การใช้จ่ายในยามฉุกเฉิน (Precautionary) และเพื่อการเก็งกำไร (Speculation) (นิสิต พันธมิตร, 2547 : 295-296)

แนวคิดเกี่ยวกับหลักการบริหารเงินสดและสินทรัพย์เทียบเท่าเงินสด (Cash and cash equivalents management)

เนื่องจากเงินสดเป็นสินทรัพย์หมุนเวียนที่ให้ความคล่องตัวกับธุรกิจมากที่สุด เมื่อพูดถึงสภาพคล่องของธุรกิจมักหมายถึง การถือเงินสดของธุรกิจ การบริหารเงินสดเป็นการบริหารที่เกี่ยวข้องกับประสิทธิภาพในการเก็บรวบรวมเงินสด การจ่ายเงินสด และการลงทุนในหลักทรัพย์ชั่วคราวของเงินสด ผู้บริหารการเงินมีหน้าที่ประเมินแหล่งที่ได้มาและใช้ไปของเงินสด ปริมาณเงินสดคงเหลือจริงจากการดำเนินงาน วัตถุประสงค์การบริหารเงินสดคือ เพื่อให้ธุรกิจมีสภาพคล่อง (Liquidity) และมีความสามารถในการทำกำไร (Profitability) หมายถึง การมีเงินสดเพียงพอในการชำระหนี้ หรือเป็นทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน โดยผู้บริหารการเงินต้องพยายามลดเงินสดส่วนเกินหรือเงินสดที่เหลือไว้โดยเปล่าประโยชน์ (Idle cash) ให้มีน้อยที่สุด และใช้ประโยชน์จากเงินสดที่มีอยู่ให้มากที่สุด ถือเป็นคุณสมบัติสำคัญประการหนึ่งที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน (กิตติชัย กันทะวัง และพรชเนศ อุปวัน, 2551 : ออนไลน์) ซึ่งตามทฤษฎีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ทั่วไป หลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำย่อมมีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสูงกว่าเมื่อเทียบกับหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง เนื่องจากนักลงทุนต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่สูงขึ้นเมื่อต้องถือหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ

การที่ธุรกิจถือเงินสดไว้จะสามารถดำรงความคล่องตัวทางการเงิน แต่จะมีต้นทุนในรูปค่าเสียโอกาส เพราะเงินสดที่ธุรกิจถือไว้ไม่ก่อให้เกิดรายได้ ถ้าหากธุรกิจนำเงินสดจำนวนนั้นไปลงทุน ธุรกิจจะได้ผลตอบแทนจากการลงทุน ในทางตรงข้าม ถ้าธุรกิจต้องกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกเพื่อได้เงินสดมาถือไว้ ธุรกิจจะต้องเสียดอกเบี้ยสำหรับเงินที่กู้ยืมมา (สิริเกียรติ รัชชสถานติ, 2545 : 152)

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

Chang S. Kim *et al.* (1998) ได้ศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่กำหนดสภาพคล่องของธุรกิจ ระหว่างปี 1975 และ 1994 โดยใช้ข้อมูลแบบพาแนล (Panel data) ของธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ ในประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 915 บริษัท ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีการทดสอบเชิงประจักษ์ (Empirical test) พบว่า ธุรกิจมักจะมีการถือเงินสดเพิ่มมากขึ้นเมื่อมีการคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจจะดีขึ้น ดังนั้นธุรกิจจึงมีเงินทุนภายในมากเพียงพอ และมีโอกาสทำกำไรได้มากจากการลงทุนในอนาคตในยามเศรษฐกิจดีขึ้น

Paul A. Natke (2001) ได้ศึกษาเรื่อง ความต้องการสินทรัพย์สภาพคล่องของธุรกิจในสภาพแวดล้อมที่เกิดภาวะเงินเฟ้อ ระหว่างปี 1973 และ 1976 รวมระยะเวลา 4 ปี โดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross sectional data) ของธุรกิจการผลิตในประเทศบราซิล พบว่า อัตราดอกเบี้ยเป็นปัจจัยที่มีผลอย่างมากต่อการกำหนดความต้องการสินทรัพย์สภาพคล่องของธุรกิจ รวมทั้งมีผลต่อความยืดหยุ่นของความต้องการสินทรัพย์สภาพคล่องของธุรกิจ

Christopher F. Baum *et al.* (2008) ได้ศึกษาเรื่อง ความไม่แน่นอนของปัจจัยที่กำหนดสภาพคล่องของธุรกิจ ระหว่างปี 1993 และ 2002 รวมระยะเวลา 10 ปี โดยใช้ข้อมูลพาแนล (Panel data) ของธุรกิจที่ไม่ใช่กลุ่มสถาบันการเงินในประเทศสหรัฐอเมริการวมกว่า 201,552 บริษัท แต่ด้วยข้อจำกัดด้านข้อมูล จึงได้เลือกกลุ่มตัวอย่างธุรกิจการผลิตในมาทำการวิเคราะห์ จำนวนกว่า 700 บริษัท ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลด้วย Dynamic Panel Data หรือ PDD พบว่า ธุรกิจจะมีสัดส่วนของสภาพคล่องที่เพิ่มสูงขึ้น เมื่อเกิดสภาวะความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจ

Arvind Mahajan and Naiwei Chen (2010) ได้ศึกษาเรื่อง ผลกระทบของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคต่อสภาพคล่องของธุรกิจ กรณีศึกษานานาชาติ ระหว่างปี 1994 และ 2005 รวมระยะเวลา 12 ปี ใช้ข้อมูลแบบพาแนล (Panel data) โดยรวมวิเคราะห์ธุรกิจที่ไม่ใช่กลุ่มสถาบันการเงินจาก 34 ประเทศทั่วโลก จำนวน 36,782 บริษัท วิเคราะห์ข้อมูลสภาพคล่องด้านการถือเงินสด (Cash holding) โดยใช้ตัวแบบคงที่ (Fixed effect model) พบว่า ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ อัตราเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP growth rate) ภาวะเงินเฟ้อ (Inflation) อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่แท้จริง (Real short-term interest rate) งบประมาณขาดดุลภาครัฐบาล (Government budget deficit) ส่วนต่างระหว่างดอกเบี้ยของหุ้นกู้กับพันธบัตรรัฐบาล (Credit spread) สินเชื่อภาคเอกชน (Private credit) และอัตราภาษีธุรกิจ (Corporate tax rate) มีผลกระทบโดยตรงต่อการถือเงินสดของธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญ โดยที่อัตราเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP growth rate) ภาวะเงินเฟ้อ (Inflation) และส่วนต่างระหว่างดอกเบี้ยของหุ้นกู้กับพันธบัตรรัฐบาล (Credit spread) ส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องด้านการถือเงินสดของธุรกิจ ส่วนปัจจัยที่มีผลทางลบต่อสภาพคล่อง

ด้านการถือเงินสดของธุรกิจ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่แท้จริง (Real short-term interest rate) งบประมาณขาดดุลภาครัฐบาล (Government budget deficit) สินเชื่อภาคเอกชน (Private credit) และอัตรากำไรธุรกิจ (Corporate tax rate) โดยอธิบายผลการศึกษาดังตาราง 1

ตาราง 1 แสดงอธิบายผลการศึกษานของ Arvind Mahajan and Naiwei Chen (2010)

ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค	ทิศทางของผลกระทบ	ผลการศึกษา
อัตราเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP growth rate)	+	ธุรกิจอาจเพิ่มการถือเงินสดมากขึ้น เมื่ออัตราเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากแสดงถึงภาวะเศรษฐกิจที่กำลังขยายตัว ธุรกิจจึงต้องมีเงินทุนภายในมากเพียงพอ สำหรับเตรียมไว้เพื่อการลงทุนในอนาคต เพื่อให้ได้กำไร จากโอกาสการลงทุนที่สูงขึ้น
ภาวะเงินเฟ้อ (Inflation)	+	ธุรกิจอาจเพิ่มการถือสินทรัพย์เทียบเท่าเงินสดมากขึ้น เมื่อภาวะเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากธุรกิจจะได้รับดอกเบี้ยในรูปตัวเงิน (Nominal interest rate) มากขึ้น จากภาวะเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น
อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่แท้จริง (Real short-term interest rate)	-	ธุรกิจอาจลดการถือเงินสดลง เมื่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่แท้จริงเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากการถือเงินสดของธุรกิจไว้ จะทำให้ธุรกิจมีต้นทุนค่าเสียโอกาสที่เพิ่มสูงขึ้น
งบประมาณขาดดุลภาครัฐบาล (Government budget deficit)	-	ธุรกิจอาจลดการถือเงินสดลง เมื่องบประมาณขาดดุลภาครัฐบาลเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากแสดงถึงการลดลงของอัตราเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP growth rate) ที่เป็นผลทางอ้อมต่อการลดสภาพคล่องด้านการถือเงินสดลง เนื่องจากธุรกิจมีรายได้น้อยลง

ตาราง 1 แสดงอธิบายผลการศึกษาศึกษาของ Arvind Mahajan and Naiwei Chen (2010) (ต่อ)

ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค	ทิศทางของผลกระทบ	ผลการศึกษา
ส่วนต่างระหว่างดอกเบี้ยของหุ้นกู้กับพันธบัตรรัฐบาล (Credit spread)	+	ธุรกิจอาจเพิ่มการถือเงินสดมากขึ้น เมื่อส่วนต่างระหว่างดอกเบี้ยของหุ้นกู้กับพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากเป็นสัญญาณของต้นทุนทางธุรกรรม (Transaction cost) และความเสี่ยงด้านเครดิต (Credit risk) ของธุรกิจที่สูงขึ้น
สินเชื่อภาคเอกชน (Private credit)	-	ธุรกิจอาจลดการถือเงินสดลง เมื่อสินเชื่อภาคเอกชนเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากแสดงถึงความสามารถในการกู้ยืมเงินของธุรกิจที่เพิ่มขึ้น ดังนั้นธุรกิจสามารถกู้ยืมเงินสำหรับการลงทุนได้มากขึ้น
อัตรากำไรธุรกิจ (Corporate tax rate)	-	ธุรกิจอาจลดการถือเงินสดลง เมื่ออัตรากำไรธุรกิจเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากธุรกิจเพิ่มการกักตุนมากขึ้น จากการได้รับประโยชน์ด้านภาษีที่สูงขึ้น