

สินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้นภายใต้ IFRS ของตลาดทุนไทย

ดร.วรรณิ์ เตโชโยธิน

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ธนฤทธิ์ นามพาโชค

ผู้ช่วยผู้สอบบัญชี

บริษัท ดีลรอยท์ ทัช โธมัทสு ไชยยศ สอบบัญชี จำกัด

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่อง และสภาพคล่องของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายใต้สภาพแวดล้อมทางการบัญชีที่มีการนำมาตรฐานรายงานการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) มาใช้ ผลวิจัยพบว่าสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้นมีความสัมพันธ์กันในทางบวก เป็นไปตามสมมติฐานว่าสินทรัพย์สภาพคล่องลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล นักลงทุนให้ความสำคัญกับทั้งคุณสมบัติด้านความโปร่งใส (Transparency) และความคล่อง (Liquidity) ของสินทรัพย์สภาพคล่อง จึงพบความสัมพันธ์เชิงบวกไม่ว่าสินทรัพย์สภาพคล่องจะถูกวัดด้วยวิธีใด เงินสดอย่างเดี่ยวยกเว้นเงินสดบวกกับสินทรัพย์ประเภทอื่น บ่งบอกถึงรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพจากการใช้ IFRS ของประเทศไทย เนื่องจากในประเทศที่สภาพแวดล้อมการบัญชีที่ไม่ดี นักลงทุนจะให้ความสำคัญกับเงินสดเท่านั้น เพราะมีมูลค่าที่ชัดเจนและโปร่งใสมากกว่าสินทรัพย์รายการอื่น แต่เมื่อเลือกลงทุนในหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำ นักลงทุนกลับให้ความสำคัญกับความคล่อง (Liquidity) นั่นคือ เฉพาะเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้น สอดคล้องกับแนวคิดที่นักลงทุนเลือกลงทุนในหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำด้วยความคาดหวังว่าจะได้รับผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล

คำสำคัญ: สินทรัพย์สภาพคล่อง สภาพคล่องของหุ้น ความโปร่งใส ความคล่อง การใช้ IFRS

Asset Liquidity and Stock Liquidity under IFRS Adoption of Thailand

Dr.Wanee Taechoyotin

*Assistant Professor of Department of Accounting,
Thammasat Business School, Thammasat University*

Thanarit Nampachoke

*Audit Assistant,
Deloitte Touche Tohmatsu Jaiyos Auditing Limited.*

ABSTRACT

This study examines the relationship between asset liquidity and stock liquidity in the Stock Exchange of Thailand where IFRS is fully adopted. We find the significant positive relationship between asset liquidity and stock liquidity regardless of how asset liquidity is measured; cash only or cash plus other assets. This finding indicates good accounting environment in the Stock Exchange of Thailand which is different from the countries with weak accounting environment that investors rely more on cash. When invest in illiquid stocks, investors rely on cash only. Demand for dividends might be the reason why the significant positive relationship between cash and stock liquidity is found

Keywords: Asset Liquidity, Stock Liquidity, Transparency, Liquidity, IFRS Adoption

บทนำ

สภาพคล่องของหุ้น (Stock Liquidity) หรือระดับความยากง่ายในการซื้อขายหุ้น โดยไม่ทำให้ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีสาระสำคัญ ได้รับความสนใจจากนักวิจัยในฐานะที่เป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นหรือผลตอบแทนจากการลงทุนนอกเหนือจากความเสี่ยงเป็นการนำเสนอที่แตกต่างจากทฤษฎีการลงทุนแบบดั้งเดิมที่ไม่ได้คำนึงถึงสภาพคล่องของหุ้นในการกำหนดราคาหุ้น อย่างไรก็ตาม หลังจากที่หลักฐานเชิงประจักษ์ไม่สามารถอธิบายถึงพฤติกรรมของราคาหุ้นด้วยทฤษฎีความเสี่ยง Amihud และ Mendelson (1986) จึงได้นำเสนอว่าราคาหุ้นน่าจะมีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องของหุ้น หรือพูดอีกนัยหนึ่ง สภาพคล่องของหุ้นมีส่วนในการกำหนดผลตอบแทนของหุ้น นั่นคือ นักลงทุนมีความคาดหวังว่าจะได้ผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยกับการลงทุนในหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำ ส่งผลให้หุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำจะมีต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น ดังนั้น ผู้บริหารที่ต้องการให้ต้นทุนการเงินต่ำลงจึงควรใช้มาตรการที่เพิ่มสภาพคล่องของหุ้น เช่น การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทให้มากขึ้นเพื่อลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน (Amihud, Hameed, Kang and Zhang (2015))

งบการเงินเป็นเครื่องมือสำคัญในการสื่อสารระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน Gopalan, Kadan and Pevzner (2012) ได้วิจัยว่าสินทรัพย์สภาพคล่องที่นำเสนอในงบการเงินมีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องของหุ้นหรือไม่ **สินทรัพย์สภาพคล่อง** หมายถึง สินทรัพย์ที่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้อย่างรวดเร็วและมีต้นทุนการเปลี่ยนต่ำ โดยมีสมมติฐาน 2 ประการ คือ *Valuation Uncertainty Hypothesis* และ *Utilization Uncertainty Hypothesis* ภายใต้สมมติฐาน *Valuation Uncertainty Hypothesis* สินทรัพย์สภาพคล่องมีมูลค่าที่ค่อนข้างแน่นอน จึงลดความเสี่ยงของการประเมินมูลค่าและดึงดูดความสนใจของนักลงทุน ดังนั้นหุ้นที่มีสินทรัพย์สภาพคล่องสูงจะมีสภาพคล่องของหุ้นสูงด้วย ในทางตรงข้าม *Utilization Uncertainty Hypothesis*

คาดการณ์ว่าสินทรัพย์สภาพคล่องบ่งบอกถึงโอกาสในการขยายการลงทุนที่มีความไม่แน่นอน ดังนั้น บริษัทที่มีสินทรัพย์สภาพคล่องสูง จึงมีความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดในอนาคตมาก นักลงทุนที่ไม่ต้องกังวลความเสี่ยงจากหลักเลียงที่จะลงทุน ทำให้มีสภาพคล่องของหุ้นต่ำ ถึงแม้จะทดสอบด้วยหลักฐานเชิงประจักษ์ โดยใช้ตัวอย่างของหุ้นในสหรัฐอเมริกา Gopalan, Kadan and Pevzner (2012) พบความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้น สนับสนุนสมมติฐาน *Valuation Uncertainty Hypothesis* นั่นคือ สินทรัพย์สภาพคล่องลดความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดมูลค่าหุ้น ส่งผลให้หุ้นที่มีสภาพคล่องสูง

Charoenwong, Chong and Yang (2014) ได้ทดสอบสมมติฐานของ Gopalan, Kadan and Pevzner (2012) กับตัวอย่างใน 47 ประเทศทั่วโลก พบว่าสินทรัพย์สภาพคล่องมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้น สนับสนุนสมมติฐาน *Valuation Uncertainty Hypothesis* เช่นเดียวกับหุ้นในตลาดทุนของสหรัฐอเมริกา อย่างไรก็ตาม ความสำคัญของสินทรัพย์สภาพคล่องต่อการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับสภาพแวดล้อมทางการบัญชีด้วย ประเทศที่มีรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพ ความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้นจะอ่อนกว่าประเทศที่มีรายงานทางการเงินที่ด้อยคุณภาพ นอกจากนี้ความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งสองจะอ่อนลงหลังจากการนำมาตราฐานรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) มาใช้ Charoenwong, Chong and Yang (2014) แสดงให้เห็นว่า เมื่อรายงานทางการเงินมีความโปร่งใส นักลงทุนจะพึ่งพิงข้อมูลของสินทรัพย์สภาพคล่องน้อยลง และสามารถใช้อ้างอิงจากงบการเงินและแหล่งอื่นได้เต็มที่ ไม่ถูกจำกัดเฉพาะสินทรัพย์สภาพคล่องที่มีความเสี่ยงในการประเมินมูลค่าน้อยกว่าข้อมูลจากแหล่งอื่น

Charoenwong, Chong and Yang (2014) พยายามทดสอบว่าความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้นที่สนับสนุน *Valuation Uncertainty*

Hypothesis นั้นเกิดจากคุณสมบัติด้านความโปร่งใส (Transparency) หรือคุณสมบัติด้านความคล่อง (Liquidity) ความโปร่งใสมากนำไปสู่ความเสี่ยงที่ต่ำของการประเมินราคาหุ้น ส่วนความคล่องมากนำไปสู่ความเสี่ยงที่ต่ำของการดำเนินงานเพราะบริษัทที่มีสภาพคล่องต่ำมีโอกาสที่กิจการต้องปิดตัวลงได้ทั้งที่มีสินทรัพย์จำนวนมาก ดังนั้นทั้งคุณสมบัติด้านความโปร่งใสมากและความคล่องมากล้วนเป็นปัจจัยที่จูงใจให้นักลงทุนเลือกลงทุนในหุ้นนั้น ทำให้สภาพคล่องสูง หลังจากทดสอบรายการสินทรัพย์ในงบแสดงฐานะการเงินกับสภาพคล่องของหุ้นที่ละรายการ Charoenwong, Chong and Yang (2014) สรุปว่าเงินสดและสินทรัพย์หมุนเวียนมีความสำคัญต่อสภาพคล่องของหุ้น อันเนื่องมาจากทั้งความโปร่งใสและความคล่อง ในขณะที่สินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่มีสภาพคล่องเลยแต่กลับมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้น เป็นเพราะคุณสมบัติความโปร่งใส แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ถาวรและสภาพคล่องของหุ้น

ตลาดทุนของประเทศไทยจัดอยู่ในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ เป็นตลาดที่มีความเสี่ยงสูง เนื่องจากอ่อนไหวต่อปัจจัยทั้งภายนอกและภายในประเทศ ซึ่งอาจส่งผลให้มีความเสี่ยงสูงในการประเมินมูลค่าหุ้น สินทรัพย์สภาพคล่องจึงน่าจะมีความสำคัญสูงในการประเมินมูลค่าหุ้น เพราะมีความโปร่งใสชัดเจน อย่างไรก็ตาม ในแง่ของสภาพคล่องด้านการบัญชีแล้ว ต้องนับว่าตลาดทุนของประเทศไทยมีการเปิดเผยข้อมูลที่ดี มีมาตรฐานการรายงานทางการเงินที่เป็นสากล สอดคล้องกับมาตรฐานรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) ซึ่ง Charoenwong, Chong and Yang (2014) พบว่าภายใต้สภาพคล่องมีการรายงานทางการเงินที่ดี สินทรัพย์สภาพคล่องจะมีความสำคัญลดลงต่อการประเมินมูลค่าหุ้น เพราะนักลงทุนไม่จำเป็นต้องพึ่งพิงกับสินทรัพย์สภาพคล่องแต่เพียงอย่างเดียว จึงมีความน่าสนใจว่า ในตลาดทุนของประเทศไทยสินทรัพย์สภาพคล่องยังส่งผลต่อสภาพคล่องของหุ้นหรือไม่

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่อง และสภาพคล่องของหุ้น โดยใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550-2556 จำนวน 345 บริษัท 1,725 ตัวอย่าง ครอบคลุมตัวแปรใช้วิธีการวัดเดียวกับ Gopalan, Kadam and Pevzner (2012) สำหรับสินทรัพย์สภาพคล่องจะกำหนดค่าความคล่องตั้งแต่ 0 ถึง 1 ให้กับสินทรัพย์แต่ละรายการในงบแสดงฐานะการเงินแล้วจึงคำนวณค่าเฉลี่ยของน้ำหนัก ความคล่องเท่ากับ 0 คือไม่มีสภาพคล่องและ หมายถึง สภาพคล่องสูงสุด หลังจากนั้นสร้างตัวชี้วัด 3 ตัวที่ให้ค่าน้ำหนักต่างกัน สำหรับสินทรัพย์แต่ละรายการ ตัวชี้วัดที่ 1 สินทรัพย์สภาพคล่องหมายถึง งบการเงินสดและรายการเทียบเท่า

เนื่องจากสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีใช้เงินสด ประกอบด้วยทั้งหลักทรัพย์เพื่อค้า ลูกหนี้การค้า และสินค้าคงเหลือ ซึ่งมีสภาพคล่องที่แตกต่างกันมาก แต่ตัวชี้วัดทั้ง 3 ตัวดังกล่าวมิได้แยกรายการสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่างกันออกม งานวิจัยนี้จึงเพิ่มตัวชี้วัดอีก 1 ตัว โดยแยก “หลักทรัพย์เพื่อค้า” ออกมาต่างหากจากสินทรัพย์หมุนเวียนอื่น และให้ค่าน้ำหนักเท่ากับเงินสด คือ 1 เนื่องจากหลักทรัพย์เพื่อค้า หมายถึงหลักทรัพย์ที่อยู่ในความต้องการของตลาด และเชื่อกันว่ามีสภาพคล่องใกล้เคียงเงินสดมากที่สุด จึงถูกกำหนดให้แสดงเป็นรายการลำดับถัดจากบรรทัด “เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด” ในงบแสดงฐานะการเงิน (Department of Business Development, 2017)

ผลการวิจัยพบว่า สินทรัพย์สภาพคล่องที่วัดโดยตัวชี้วัดทั้ง 4 ตัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้นสนับสนุน *Valuation Uncertainty Hypothesis* นั่นคือสินทรัพย์สภาพคล่องมีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุนน้อย ทำให้มีความเสี่ยงเกี่ยวกับ

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์น้อย ส่งผลให้มีสภาพคล่องของหุ้นสูง โดยตัวชี้วัดที่มีความหนักแน่นมากที่สุด คือ ตัวชี้วัดที่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน และตัวชี้วัดที่รวมทั้งสินทรัพย์หมุนเวียนและสินทรัพย์ถาวร ตัวชี้วัดที่มีความหนักแน่นรองลงมาคือ ตัวชี้วัดที่รวมเฉพาะเงินสด และตัวชี้วัดที่มีความอ่อนที่สุดคือ ตัวชี้วัดที่ให้ค่าน้ำหนักกับเงินสดและหลักทรัพย์เพื่อค่าเท่ากัน การที่นักลงทุนใช้ข้อมูลสินทรัพย์หมุนเวียนที่ไม่ใช่เงินสดและสินทรัพย์ถาวรในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหุ้นบ่งบอกถึงความน่าเชื่อถือของรายงานทางการเงินที่สอดคล้องกับแนวคิด IFRS ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลในรายงานการเงินตัวอื่นนอกเหนือจากเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด เพราะในประเทศที่สภาพแวดล้อมทางการบัญชีด้วยคุณภาพ นักลงทุนจะให้ความสำคัญกับเงินสด (Charoenwong, Chong and Yang (2014)) เนื่องจากมีความชัดเจนในเรื่องของมูลค่ามากกว่าสินทรัพย์รายการอื่น ในขณะที่เดียวกันนักลงทุนก็เข้าใจถึงความคล่องที่แตกต่างกันของสินทรัพย์แต่ละรายการ ดังจะเห็นได้จากตัวชี้วัดที่มีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องของหุ้นอย่างชัดเจนเป็นตัววัดที่ให้ค่าน้ำหนักที่แตกต่างกันระหว่างเงินสด สินทรัพย์หมุนเวียนและสินทรัพย์ถาวร ยิ่งไปกว่านั้นเมื่อให้ค่าน้ำหนักที่เท่ากันระหว่างเงินสดและหลักทรัพย์เพื่อค่า ความสัมพันธ์กลับลดลงอย่างมาก ผลที่อาจเป็นเพราะหลักทรัพย์เพื่อค่าถึงแม้จะเปลี่ยนมือเป็นเงินสดได้อย่างรวดเร็ว แต่อาจมีมูลค่าผันแปรมากกว่าเงินสด นักลงทุนจึงมิได้มองว่าหลักทรัพย์เพื่อค่า “สภาพคล่อง” เท่าเทียมกับเงินสด ผลการวิจัยโดยรอบชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนให้ความสำคัญกับสินทรัพย์สภาพคล่องทั้งด้วยคุณสมบัติด้านความโปร่งใสและความคล่อง

เมื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์แยกเป็นรายอุตสาหกรรมพบว่า มีเพียงกลุ่มธุรกิจบริการและกลุ่มทรัพยากรเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสภาพคล่องของหุ้นและสินทรัพย์สภาพคล่อง นอกจากนี้ หุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากกว่าร้อยละ 30 เป็นบริษัทครอบครัว

ทำให้หุ้นกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มนักลงทุนบางรายเท่านั้น (Ratchida Kudeesri, Suthawan Pertumpai, and Polawat Lertkulwat, 2016) และไม่มีการซื้อขายหุ้น เรียกว่าเป็นหุ้นสภาพคล่องต่ำ งานวิจัยข้างต้นยังพบว่าตามสภาพคล่องของหุ้นออกเป็น 4 ควอไทล์เรียงตามลำดับความคล่อง โดยควอไทล์ 1 ประกอบด้วยหุ้นที่มีสภาพคล่องมากที่สุดและ ควอไทล์ที่ 4 ประกอบด้วยหุ้นที่มีสภาพคล่องน้อยที่สุด ผลการวิจัยพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสภาพคล่องของหุ้นและสินทรัพย์สภาพคล่องเฉพาะหุ้นในควอไทล์ที่ 3 และ 4 ที่น่าสนใจยิ่งไปกว่านั้น คือ ความสัมพันธ์ดังกล่าวมีเฉพาะเมื่อสินทรัพย์สภาพคล่อง หมายถึงเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ชี้ให้เห็นว่าสำหรับหุ้นที่มีสภาพคล่องสูง นักลงทุนใช้ข้อมูลในงบการเงินทุกรายการมิได้จำกัดเฉพาะสินทรัพย์สภาพคล่อง แต่เมื่อจะลงทุนในหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำ กลับเลือกใช้ข้อมูลเฉพาะเงินสดเท่านั้น อันอาจเกิดจากสาเหตุอื่นที่มีใช้ความโปร่งใสของข้อมูล แต่เป็นความคล่องของสินทรัพย์ เพราะนักลงทุนจะเรียกร้องเงินปันผลมากกว่าสำหรับบริษัทที่มีสภาพคล่องของหุ้นต่ำกว่า และบริษัทที่มีสภาพคล่องของหุ้นต่ำก็มักมีแนวโน้มสูงกว่าที่จะจ่ายเงินปันผล (Banerjee, Gatchev, and Spindt (2007)) ถ้าสาเหตุของการเลือกลงทุนในบริษัทที่มีสภาพคล่องต่ำ คือ ความต้องการเงินปันผล ก็ไม่น่าแปลกใจที่นักลงทุนจะให้ความสำคัญกับรายการเงินสด เพราะเป็นสินทรัพย์ที่สะท้อนถึงความสามารถในการจ่ายเงินปันผลได้

แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Amihud and Mendelson (1986) นำเสนอว่าสภาพคล่องของหุ้น เป็นอีกปัจจัยหนึ่งนอกจากความเสี่ยงในการอธิบายราคาของหลักทรัพย์ นักลงทุนต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนที่มากขึ้นสำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงเกี่ยวกับสภาพคล่อง อันส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินสูงขึ้นสำหรับบริษัทที่มีสภาพคล่องต่ำ (Amihud, Mendelson and Pedersen (2005)) ปรัชญาการณีนี้อาจเกิดขึ้นในตลาดหุ้นทั่วโลก ผลตอบแทนจาก

การลงทุนเปรียบเทียบระหว่างพอร์ตที่คัดเลือกหุ้นจากสภาพคล่อง โดยเลือกหุ้นที่มีความคล่องน้อยที่สุดและมากที่สุดจำนวนร้อยละ 20 ของหุ้นทั้งตลาด ผลตอบแทนจากพอร์ตที่หุ้นมีสภาพคล่องน้อยที่สุดโดยเฉลี่ยแล้วให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าพอร์ตที่ประกอบด้วยหุ้นที่มีสภาพคล่องมากที่สุดถึงร้อยละ 10 ต่อปี ความแตกต่างของผลตอบแทนจากการลงทุนจะยิ่งสูงขึ้นในตลาดเกิดใหม่ที่มีมักจะมีสภาพคล่องของหุ้นต่ำกว่าตลาดที่พัฒนาแล้ว (Amihud, Hameed, Kang and Zhang (2015))

ด้วยความสำคัญของสภาพคล่องของหุ้นต่อราคาหลักทรัพย์ จึงเป็นที่สนใจของนักวิจัยว่ามีปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของหุ้น ปัจจัยหนึ่งที่มีการศึกษาไว้ คือ สินทรัพย์สภาพคล่อง หรือสินทรัพย์ที่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้อย่างรวดเร็วและมีต้นทุนการเปลี่ยนต่ำ หุ้นที่มีสินทรัพย์สภาพคล่องสูงจะมีสภาพคล่องของหุ้นสูงด้วย หรืออีกนัยหนึ่งคือ หุ้นที่มีสินทรัพย์สภาพคล่องสูงเป็นหุ้นที่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนมากกว่าหุ้นที่มีสินทรัพย์สภาพคล่องต่ำ (Gopalan, Kadan and Pevzner (2012), Charoenwong, Chong and Yang (2014)) สินทรัพย์สภาพคล่องเป็นรายการที่แสดงในงบการเงิน เป็นการสื่อสารที่สำคัญระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน

Gopalan, Kadan and Pevzner (2012) ได้เสนอสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้น 2 ประการ คือ *Valuation Uncertainty Hypothesis* ภายใต้สมมติฐานนี้ สินทรัพย์สภาพคล่องคือ สินทรัพย์ที่ใกล้เคียงเงินสด จะมีความเสี่ยงในการประเมินราคาน้อยกว่าสินทรัพย์ประเภทอื่น ดังนั้น หุ้นที่มีสินทรัพย์สภาพคล่องสูงจะมีความเสี่ยงในการประเมินราคาสินทรัพย์น้อย นักลงทุนที่ไม่ต้องการความเสี่ยงก็จะเลือกลงทุนในหุ้นที่มีสินทรัพย์สภาพคล่องสูง เพราะสามารถประเมินราคาได้สูง ทำให้หุ้นมีการซื้อขายเกิดสภาพคล่องในการเปลี่ยนมือ เมื่อ ความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้นจะเป็นบวก ในทางตรงข้าม *Valuation Uncertainty Hypothesis* คาดการณ์ว่า

เนื่องจากเงินสดเป็นทรัพยากรที่สร้างโอกาสในการขยายกิจการ และสร้างกระแสเงินสดกลับเข้ามาในอนาคต แต่กระแสเงินสดในอนาคตมีความไม่แน่นอนมากซึ่งทำให้มูลค่าของเงินสดหรือสินทรัพย์สภาพคล่องมาก แต่มูลค่าที่มากแบบนี้ทำให้หุ้นอาจไม่เป็นที่สนใจของนักลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งนักลงทุนที่ไม่ต้องการความเสี่ยง ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้นเป็นลบ หลังจากทดสอบสมมติฐานที่เสนอก่อนหน้านี้ของสหรัฐอเมริกา พบความสัมพันธ์ทางลบ สนับสนุน *Valuation Uncertainty Hypothesis* นั่นคือ สินทรัพย์สภาพคล่องลดความไม่แน่นอนของกำไรประเมินมูลค่าบริษัท จึงเป็นที่สนใจของนักลงทุน ส่งผลให้หุ้นมีสภาพคล่องสูง

Charoenwong, Chong and Yang (2014) พบว่าสินทรัพย์สภาพคล่องมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้นในตลาดทุน 47 ประเทศทั่วโลก เป็นไปตาม *Valuation Uncertainty Hypothesis* ที่ว่าสินทรัพย์สภาพคล่องมีความโปร่งใสของข้อมูล มากกว่าสินทรัพย์ประเภทอื่น ลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน นอกจากนี้ เมื่อเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้นระหว่างตลาดทุนที่มีสิ่งแวดล้อมทางบัญชีแตกต่างกันพบว่า ตลาดทุนที่มีสิ่งแวดล้อมทางบัญชีที่ดีกว่าจะพบความสัมพันธ์ระหว่างสองปัจจัยที่หนักแน่นมากกว่า ตอกย้ำถึงประเด็นความโปร่งใสของสินทรัพย์สภาพคล่องต่อการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของนักลงทุน ยิ่งไปกว่านั้น หลังจากการใช้ *IFRS* หรือ *International Financial Reporting Standards* ในรายงานทางการเงิน ความสำคัญของสินทรัพย์สภาพคล่องที่มีต่อสภาพคล่องของหุ้นจะลดลงชี้ให้เห็นว่าเมื่อมีการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอ นักลงทุนพึงพิงความโปร่งใสของสินทรัพย์สภาพคล่องน้อยลง

ถึงแม้ตลาดทุนของประเทศไทยเป็นตลาดที่มีการเปิดเผยข้อมูลที่ดี บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดในการเปิดเผยข้อมูลทั้งข้อมูลทั่วไป ลักษณะการประกอบธุรกิจ โครงสร้าง

เงินทุน รวมทั้งปัจจัยความเสี่ยงที่เกี่ยวข้อง เพื่อให้ให้นักลงทุนสามารถประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ได้อย่างสมเหตุสมผล นอกจากนี้สภาวิชาชีพบัญชีแห่งประเทศไทยยังได้จัดทำมาตรฐานรายงานการเงินให้สอดคล้องกับ IFRS ทำให้รายงานทางการเงินของประเทศไทยมีมาตรฐานเทียบเท่ามาตรฐานการรายงานทางการเงินสากล (Federation of Accounting Professions, 2016) แต่ตลาดทุนของประเทศไทยก็เป็นตลาดเกิดใหม่ ซึ่งมีความอ่อนไหวต่อปัจจัยทั้งภายในและภายนอก สินทรัพย์สภาพคล่องจึงน่าจะมีบทบาทสำคัญในการประเมินราคาหุ้น จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้นในตลาดทุนทั่วโลกถึงแม้ระดับความสัมพันธ์อาจจะแตกต่างกันบ้างขึ้นอยู่กับสภาพแวดล้อมทางการบัญชี งานวิจัยนี้จึงกำหนดสมมุติฐานดังนี้

H1: สินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้นมีความสัมพันธ์กัน

นอกจากสินทรัพย์สภาพคล่องที่เป็นตัวแปรอิสระหลักที่ผู้วิจัยต้องการศึกษาแล้ว งานวิจัยนี้ยังได้กำหนดตัวแปรควบคุมที่อาจส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของหุ้นจากงานวิจัยในอดีตอีก 4 ตัวแปร คือ ขนาดของบริษัท โอกาสในการเติบโต ความสามารถในการทำกำไร และความผันผวนของราคาหุ้น

บริษัทขนาดใหญ่จะมีสภาพคล่องของหุ้นสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก อันมีสาเหตุจากการกำกับดูแลที่ตึกว่าฐานของนักลงทุนที่ใหญ่กว่า และจำนวนหุ้นที่มีการซื้อขายกันมากกว่า (Gopalan, Kadan and Pevzner (2012) และ Charoenwong, Chong and Yang (2014)) นอกจากนี้ขนาดแล้ว หุ้นที่มีโอกาสการเติบโตสูงจะมีสภาพคล่องที่ต่ำกว่า เพราะมีความเสี่ยงในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์มากกว่า บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงเป็นหุ้นที่นักลงทุนให้ความสนใจมากกว่าบริษัทที่ทำกำไรได้น้อยกว่า (Amihud (2002) , Chordia, Roll

and Subrahmanyam (2007), Foley, Hartzzell, Titman, and Twite (2007), Gopalan, Kadan and Pevzner (2012) และ Charoenwong, Chong and Yang (2014)) สุดท้ายหุ้นที่มีความผันผวนของราคาสูงเป็นหุ้นที่ไม่เป็นที่สนใจของนักลงทุน จึงมีสภาพคล่องของหุ้นต่ำ (Gopalan, Kadan and Pevzner (2012))

วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้น การทดสอบสมมติฐานนี้ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares) แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัยและการวัดค่าตัวแปรเป็นไปตามงานวิจัยของ Gopalan, Kadan and Pevzner (2012) ดังนี้

$$ILLIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WAL_{i,t} + \beta_2 \log(M_CAP)_{t-1} + \beta_3 MB_{t-1} + \beta_4 ROA_t + \beta_5 \log(volatility)_{t-1} + \mu + \varepsilon_i$$

- โดยที่
- ILLIQ_{i,t} = ความผิดของหุ้น i ปี t
- WAL_{i,t} = สัดส่วนสินทรัพย์สภาพคล่อง (4 ตัวชี้วัด)
- Log(M_CAP)_{t-1} = ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาด ณ สิ้นปี t-1
- MB_{t-1} = อัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดและมูลค่าทางบัญชี ณ วันสิ้นปี t-1
- ROA_t = อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์สำหรับหุ้น i ปี t
- Log(volatility)_{t-1} = ลอการิทึมธรรมชาติส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนของหุ้น

การวัดค่าตัวแปร

ILLIQ_{i,t} หรือ **สภาพคล่องของหุ้น** วัดโดยใช้ตัววัดความผิดของหุ้น คำนวณโดยใช้ผลตอบแทนรายวันของหุ้น ปริมาณการซื้อขาย และราคาปิดในแต่ละวันของหุ้น ซึ่งจะเฉลี่ยข้อมูลสภาพคล่องของหุ้นจากรายวันเป็นรายปีเพื่อให้สอดคล้องกับข้อมูลงบการเงินของบริษัทที่เป็นข้อมูลรายปี คำน้อยกว่าของตัวแปร ILLIQ_{i,t} แสดงถึงสภาพคล่องของหุ้นที่มากกว่า

$$ILLIQ_{i,t} = \frac{1}{N_{i,t}} \sum_{j=1}^{N_{i,t}} \sqrt{\frac{|R_{i,j}|}{VOL_{i,j} P_{i,j-1}}}$$

โดยที่

N_{i,t} = จำนวนวันที่มีการซื้อขายหุ้น i ในปี t

R_{i,j} = ผลตอบแทนของหุ้น i วัน j

VOL_{i,j} = ปริมาณการซื้อขายหุ้น i วัน j

P_{i,j} = ราคาปิดของหุ้น i วัน j-1

WAL_{i,j} หรือ **ตัวชี้วัดสินทรัพย์สภาพคล่อง** วัดขึ้น โดยการกำหนดค่าความคล่องระหว่าง 0 ถึง 1 ให้กับสินทรัพย์แต่ละรายการในงบแสดงฐานะการเงิน โดย 0 คือ มีความคล่องน้อยที่สุด และ 1 คือ มีความคล่องมากที่สุด หลังจากนั้นจะคำนวณค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของสินทรัพย์แต่ละรายการแล้ว normalize ด้วยสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปี t-1 เนื่องจากไม่มีทฤษฎีรองรับว่าสินทรัพย์สภาพคล่องควรประกอบด้วยการใดบ้าง Gopalan, Kadan and Pevzner (2012) จึงลองตัวชี้วัดหลายตัวที่มีองค์ประกอบของสินทรัพย์สภาพคล่องและค่าน้ำหนักของแต่ละรายการในงบแสดงฐานะการเงินที่แตกต่างกัน ดังนี้

ตัวชี้วัดที่ 1: สินทรัพย์สภาพคล่องประกอบด้วยเงินสดเท่านั้น เนื่องจากมีมูลค่าที่มั่นคงมากที่สุด โดยให้น้ำหนักเป็น 1 สินทรัพย์อื่นไม่รวมในสินทรัพย์สภาพคล่อง

$$WAL1_{i,t} = \frac{\text{cash \& equivalents}_{i,t}}{\text{total asset}_{i,t-1}} * 1 + \frac{\text{other assets}_{i,t}}{\text{total asset}_{i,t-1}} * 0$$

ตัวชี้วัดที่ 2: สินทรัพย์สภาพคล่องประกอบด้วยเงินสดและสินทรัพย์หมุนเวียน แต่เนื่องจากสินทรัพย์หมุนเวียนมีสภาพคล่องไม่เท่าเงินสดและยังมีความเสี่ยงในการประเมินมูลค่า จึงให้น้ำหนักของสินทรัพย์หมุนเวียนเป็น 0.5

$$WAL2_{i,t} = \frac{\text{cash \& equivalents}_{i,t}}{\text{total asset}_{i,t-1}} * 1 + \frac{\text{noncash CA}_{i,t}}{\text{total asset}_{i,t-1}} * 0.5 + \frac{\text{other assets}_{i,t}}{\text{total asset}_{i,t-1}} * 0$$

ตัวชี้วัดที่ 3: สินทรัพย์สภาพคล่องประกอบด้วยเงินสด ค่าน้ำหนักเท่ากับ 1 สินทรัพย์หมุนเวียน ให้ค่าน้ำหนักเท่ากับ 0.75 เพิ่มมากกว่าตัวชี้วัดที่ 2 และให้ค่าน้ำหนักสำหรับสินทรัพย์ถาวรที่มีตัวตนเป็น 0.5

$$WAL3_{i,t} = \frac{\text{cash \& equivalents}_{i,t}}{\text{total asset}_{i,t-1}} * 1 + \frac{\text{noncash CA}_{i,t}}{\text{total asset}_{i,t-1}} * 0.75 + \frac{\text{tangible fixed assets}_{i,t}}{\text{total asset}_{i,t-1}} * 0.5 + \frac{\text{other assets}_{i,t}}{\text{total asset}_{i,t-1}} * 0$$

จะเห็นว่าทุกวิธีวัดดังกล่าว ไม่มีการแยก “หลักทรัพย์ เพื่อค้า” ออกมาต่างหาก ทั้งที่หลักทรัพย์เพื่อค้าเป็นหลักทรัพย์ ในความต้องการของตลาด และเชื่อว่ามีความสภาพคล่องใกล้เคียง เงินสดมากที่สุด ดังจะเห็นได้จากการรายงานในงบแสดงฐานะการเงินที่น่าเสนอเป็นลำดับที่สองต่อจากรายการ

“เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด” งานวิจัยชี้แจงว่า เพิ่มตัวชี้วัดอีก 1 ตัวโดยให้ความหมายของสินทรัพย์ สภาพคล่องว่า คือ เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดและ หลักทรัพย์เพื่อค้า โดยให้ค่าน้ำหนักเท่ากันคือ 1 และ normalize ด้วยสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปี $t-1$

$$SWAL_{i,t} = \frac{\text{cash \& equivalents}_{i,t}}{\text{total asset}_{i,t-1}} * 1 + \frac{\text{trading security}_{i,t}}{\text{total asset}_{i,t-1}} * 1 + \frac{\text{other assets}_{i,t}}{\text{total asset}_{i,t-1}} * 0$$

$\log(M_CAP)$ หรือขนาดของบริษัท วัดโดยใช้ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดของบริษัท ณ วันสิ้นปี

MB โอกาสในการเติบโต วัดจากอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดและมูลค่าทางบัญชี

$$MB_{i,t-1} = \frac{\text{Market Value of Total assets}_{i,t-1}}{\text{Book value of Total assets}_{i,t-1}}$$

ROA ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ คำนวณจากกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม

$$ROA_{it} = \frac{\text{Net Income}_{it}}{\text{total asset}_{it}}$$

$\log(\text{volatility})$ ความผันผวนของราคาหุ้น วัดโดยใช้ลอการิทึมธรรมชาติส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนจากหุ้น คำนวณโดยใช้ผลตอบแทนของหุ้นรายวันโดยใช้ข้อมูล 5 ปีก่อนหน้า แล้วนำมาคำนวณหาค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานและเฉลี่ย ข้อมูลเป็นรายปี

กลุ่มตัวอย่าง

ตัวอย่างที่ใช้ศึกษาในงานวิจัยนี้ คือ บริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง ปี พ.ศ. 2556 ยกเว้นบริษัทที่เข้าเงื่อนไขดังต่อไปนี้

1. บริษัทที่มีข้อมูลที่ไม่เปิดเผย ต้องใช้ในการคำนวณ ตัวแปรต่าง ๆ ไม่ครบถ้วน
2. บริษัทในกลุ่มธุรกิจสถาบันการเงิน อย่าง ธนาคาร เงินทุนและ กองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์หลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัยเนื่องจากบริษัทในกลุ่ม ธนาคาร เงินทุน หลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัย ของประเทศไทย มีกฎหมายกำกับดูแลแตกต่างจากบริษัททั่วไป เนื่องจาก

มีผลกระทบต่อหลายฝ่ายโดยรวมของประเทศ ทำให้เกิด ข้อจำกัดในการบริหารงานเป็นพิเศษ จึงไม่ควรนำข้อมูล ดังกล่าวมารวมในกลุ่มตัวอย่าง

ชุดข้อมูลเป็นการเก็บข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทกลุ่มตัวอย่างจากตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยโดยมีรายละเอียดการเก็บข้อมูลดังนี้

1. รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. สำหรับข้อมูลผลการดำเนินงานและตัวเลขทางบัญชี อื่น ๆ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์สุทธิ (Return on Assets) สินทรัพย์รวม (Total Asset) จำนวนสินทรัพย์

สภาพคล่อง (Asset Liquidity) มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม รวบรวมจากเว็บไซต์ SETSMART (SET Marketing Analysis and Reporting Tool) โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และฐานข้อมูลจาก Thomson Reuters DataStream

3. ข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยรวบรวมข้อมูลของราคาการเสนอซื้อเสนอขายของหลักทรัพย์รายวัน อัตราผลตอบแทนรายวัน และปริมาณการซื้อขายของหุ้นรายวัน รวบรวมจากเว็บไซต์ SETSMART (SET Marketing Analysis and Reporting Tool) โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและฐานข้อมูลจาก Thomson Reuters DataStream

การวิเคราะห์เพิ่มเติม

นอกจากการศึกษาหาความสัมพันธ์ของสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แล้ว ผู้วิจัยจะศึกษาเพิ่มเติมถึงความสัมพันธ์นี้ว่าจะเป็นอย่างไหากพิจารณาถึงลักษณะที่แตกต่างของแต่ละอุตสาหกรรม โดยจะวิเคราะห์ความสัมพันธ์แยกตามรายอุตสาหกรรมที่แบ่งโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และจากลักษณะของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยที่มีความแตกต่างจากตลาดแห่งอื่น บริษัทจำนวนมากเป็นบริษัทครอบครัวและการต้องพึ่งพานักลงทุนต่างชาติ ทำให้หุ้นในตลาดมีการกระจุกตัวของการซื้อขาย ผู้วิจัยจึงได้มีการศึกษาเพิ่มเติมถึงความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้นในกลุ่มที่มีสภาพคล่องของหุ้นแตกต่างกัน โดยงานวิจัยจะแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น 4 ควอเตอร์ ตามสภาพคล่องของหุ้น และหาความสัมพันธ์ด้วยแบบจำลองเดียวกันแยกสำหรับกลุ่มตัวอย่างในแต่ละควอเตอร์

ผลการวิจัย

ข้อมูลทั่วไป

ข้อมูลในตารางที่ 1 แสดงให้เห็นว่า ILLIQ ที่วัดค่าความผิดของหุ้นมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 5.61 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกา ที่มีค่าความผิดเฉลี่ยเพียงประมาณ 0.5 (Gopalan, Kadan and Pevzner (2012)) สอดคล้องกับข้อสังเกตว่า หุ้นในตลาดหลักทรัพย์สภาพคล่องน้อยกว่าตลาดที่พัฒนาแล้ว (Aminul Hameed, Kang and Zhang (2015)) และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากกว่าเฉลี่ย 30 เป็นบริษัทครอบครัว ทำให้หุ้นกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มนักลงทุนบางรายเท่านั้น (Ratchida Kudeesri Suthawan Pertumpai, and Polawat Lekkuapat, 2016) เมื่อไม่มีการซื้อขายเพราะต้องการถือครองหุ้นไว้จึงทำให้สภาพคล่องของหุ้นต่ำ WAL1 มีค่าเฉลี่ยที่ 0.082 หรือโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในตลาดนั้นมีสัดส่วนของเงินสดเทียบกับสินทรัพย์รวมของปีก่อนหน้าอยู่ที่ 3.2% มีค่าเฉลี่ยของลอการิทึมของตลาดที่ 9.33 หรือประมาณ 2.1 พันล้านบาท MB มีค่าเฉลี่ยที่ 0.762 ความสามารถในการดำเนินงานเฉลี่ยของตลาดที่วัดโดย ROA มีค่าเฉลี่ยที่ 7.956% และถือความผันผวนของตลาดที่ 1.142

ตารางที่ 1 สรุปข้อมูลตัวแปร

Variable	Mean	Std.Dev	Med	Min	Max
ILLIQ _{i,t}	5.630	9.949	1.634	0.027	10.990
WAL1 _{i,t}	0.08200	0.09500	0.04903	0.00009	0.71668
SWAL _{i,t}	0.10100	0.14400	0.04513	0.00009	2.2094
WAL2 _{i,t}	0.32700	0.23100	0.28289	0.00431	1.8763
WAL3 _{i,t}	0.67300	0.19900	0.64789	0.15413	4.37724
Log(M_CAP) _{t-1}	9.330	0.730	9.230	7.494	12.025
MB _{t-1}	0.762	0.890	0.546	0.015	15.431
ROA _{i,t}	7.956	11.190	7.760	0.380	80.880
Log(volatility) _{t-1}	1.142	1.270	1.091	-2.197	5.127
N	1,725				

ILLIQ = สภาพคล่องของหุ้น วัดจากปริมาณการซื้อขาย, ราคาปิดและอัตราผลตอบแทนรายวัน WAL1 = สินทรัพย์สภาพคล่องคิดจากสัดส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์สุทธิ SWAL = สินทรัพย์สภาพคล่องคิดจากสัดส่วนเงินสดและหลักทรัพย์เพื่อค่าต่อสินทรัพย์สุทธิ WAL2 = สินทรัพย์สภาพคล่องคิดจากสัดส่วนเงินสดและสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์สุทธิ WAL3 = สินทรัพย์สภาพคล่องคิดจากสัดส่วนเงินสด สินทรัพย์หมุนเวียนและสินทรัพย์มีตัวตนต่อสินทรัพย์สุทธิ Log(M_CAP) = ขนาดของบริษัท วัดจากลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดของบริษัท ณ วันสิ้นปี MB = โอกาสในการเติบโต วัดจากอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดและมูลค่าทางบัญชี ณ วันสิ้นปี ROA = ความสามารถในการดำเนินงาน วัดจากอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ Log(volatility) = ลอการิทึมธรรมชาติส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนจากหุ้น

ความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้น

งานวิจัยนี้ต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่อง และสภาพคล่องของหุ้น เนื่องจากตัวแปร ILLIQ วัดความผิดของหุ้น โดยตัวเลขนี้ยิ่งสูงก็เห็นว่าหุ้นมีสภาพคล่องมาก ดังนั้นถ้าสินทรัพย์สภาพคล่องและ

สภาพคล่องของหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวก ค่าสัมประสิทธิ์ต้องแสดงค่าติดลบ ตารางที่ 2 เป็นตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่อง และสภาพคล่องของหุ้นที่ได้ใส่ตัวแปรควบคุมไว้แล้ว มีจำนวนทั้งสิ้น 4 แบบจำลอง ขึ้นอยู่กับการวัดค่าของสินทรัพย์สภาพคล่องตามที่ได้อธิบายไว้ข้างต้น

ตารางที่ 2 แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลอง

$$ILLIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WAL_{i,t} + \beta_2 \log(M_CAP)_{t-1} + \beta_3 MB_{t-1} + \beta_4 ROA_t + \beta_5 \log(volatility)_{t-1} + \varepsilon_i$$

	(1)	(2)	(3)	(4)
WAL1 _{i,t}	-5.962** (-2.56)			
SWAL _{i,t}		-2.87* (-1.90)		
WAL2 _{i,t}			-2.971*** (-3.17)	
WAL3 _{i,t}				-3.103*** (-2.87)
Log(M_CAP) _{t-1}	-5.895*** (-18.65)	-5.983*** (-18.70)	-6.049*** (-10.92)	-5.981*** (-18.84)
MB _{t-1}	0.198 (0.76)	0.157 (0.60)	0.199 (0.76)	0.197 (0.75)
ROA _{i,t}	-0.083*** (-4.03)	-0.088*** (-4.21)	-0.081*** (-3.96)	-0.083*** (-4.04)
Log(volatility) _{t-1}	1.795*** (10.31)	1.821*** (10.37)	1.706*** (9.75)	1.732*** (9.94)
R ²	0.2348***	0.2341***	0.2327***	0.2367***
No. of obs.	1,725	1,725	1,725	1,725

ILLIQ = สภาพคล่องของหุ้น วัดจากปริมาณการซื้อขาย, ราคาปิดและอัตราผลตอบแทนรายวัน WAL1 = สินทรัพย์สภาพคล่องคิดจากสัดส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์สุทธิ SWAL = สินทรัพย์สภาพคล่องคิดจากสัดส่วนเงินสดและหลักทรัพย์เพื่อค้าต่อสินทรัพย์สุทธิ WAL2 = สินทรัพย์สภาพคล่องคิดจากสัดส่วนเงินสดและสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์สุทธิ WAL3 = สินทรัพย์สภาพคล่องคิดจากสัดส่วนเงินสด สินทรัพย์หมุนเวียน และสินทรัพย์มีตัวตนต่อสินทรัพย์สุทธิ Log(M_CAP) = ขนาดของบริษัท วัดจากลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดของบริษัท ณ วันสิ้นปี MB = โอกาสในการเติบโต วัดจากอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดและมูลค่าทางบัญชี ณ วันสิ้นปี ROA = ความสามารถในการดำเนินงาน วัดจากอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ Log(volatility) = ลอการิทึมธรรมชาติส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนจากหุ้น

t-statistics แสดงในวงเล็บ

*** สัมประสิทธิ์มีนัยยะสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

** สัมประสิทธิ์มีนัยยะสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

* สัมประสิทธิ์มีนัยยะสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

จากข้อมูลในตารางที่ 2 จะเห็นว่าทั้ง 4 แบบจำลองค่าสัมประสิทธิ์ของสินทรัพย์สภาพคล่องที่เป็นตัวแปรอิสระหลักติดลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้ง 4 ตัวชี้วัด แสดงให้เห็นว่า สินทรัพย์สภาพคล่องมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้น เป็นไปตาม *Valuation Uncertainty Hypothesis* ที่สินทรัพย์สภาพคล่องมีมูลค่าที่ค่อนข้างแน่นอน ลดความเสี่ยงเรื่องการประเมินราคาหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม สาเหตุเบื้องหลังของสมมติฐานนี้อาจเกิดจากความโปร่งใสของข้อมูล (Transparency) หรือความคล่องของสินทรัพย์ (Liquidity) ก็ได้ (Charoenwong, Chong and Yang (2014)) เมื่อพิจารณาผลวิจัยที่ละแบบจำลอง แบบจำลองที่ 1 เมื่อสินทรัพย์สภาพคล่อง หมายถึง เฉพาะเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ค่าสัมประสิทธิ์ -5.962 มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% หมายความว่า เมื่อเงินสดเพิ่มขึ้น 1 หน่วย สภาพคล่องของหุ้นเพิ่มขึ้น 5.962 หน่วย เมื่อเพิ่มหลักทรัพย์เพื่อค่าเข้าไปในสินทรัพย์สภาพคล่องในแบบจำลองที่ 2 ค่าสัมประสิทธิ์ -2.87 ยังคงมีนัยสำคัญทางสถิติแต่ระดับความเชื่อมั่นลดลงอยู่ที่ 90% แบบจำลองที่ 3 เมื่อสินทรัพย์สภาพคล่อง หมายถึง เงินสดและสินทรัพย์หมุนเวียน โดยค่าน้ำหนักสินทรัพย์หมุนเวียนมีค่าน้ำหนักเท่ากับ 0.5 เป็นครึ่งหนึ่งของเงินสด ค่าสัมประสิทธิ์ -2.971 กลับมีนัยสำคัญทางสถิติเพิ่มสูงขึ้นถึง 99% เช่นเดียวกับค่าสัมประสิทธิ์ -3.103 ในแบบจำลองที่ 4 ที่ตัวชี้วัดสินทรัพย์สภาพคล่องประกอบด้วยทั้งเงินสด สินทรัพย์หมุนเวียนและสินทรัพย์ถาวร ด้วยค่าน้ำหนักที่ลดหลั่นกันตั้งแต่ 1 0.75 และ 0.5 ตามลำดับที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

ความสัมพันธ์ที่หันมาเข้มแข็งขึ้นเมื่อตัวชี้วัดสินทรัพย์สภาพคล่องประกอบด้วยสินทรัพย์ที่นอกเหนือจากเงินสด โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อสินทรัพย์ถาวรที่มีสภาพคล่องต่ำมาก ชี้ให้เห็นว่านักลงทุนให้ความสำคัญกับคุณสมบัติความโปร่งใสของสินทรัพย์สภาพคล่อง เมื่อรายงานทาง

การเงินมีคุณภาพจากมาตรฐานรายงานการเงินของประเทศที่สอดคล้องกับมาตรฐานรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) ข้อมูลในการเงินอื่นที่มีไม่เพียงแต่เงินสดจะมีความน่าเชื่อถือและโปร่งใส ดังนั้นประเภทที่การรายงานทางการเงินยังไม่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนจะให้ความสำคัญกับเงินสดที่มีมูลค่าชัดเจนในการประเมินราคาหุ้น (Charoenwong, Chong and Yang (2014)) ในขณะเดียวกัน นักลงทุนมักจะสนใจถึงคุณสมบัติความคล่องของสินทรัพย์สภาพคล่อง และแยกแยะได้ว่าสินทรัพย์แต่ละรายการมีคุณสมบัติต่างกัน นั่นคือตัวชี้วัดที่มีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องสูงมากคือ ตัวชี้วัดที่ให้ค่าน้ำหนักลดหลั่นกันระหว่างเงินสด สินทรัพย์หมุนเวียนและสินทรัพย์ถาวร ในทางตรงข้าม ตัวชี้วัดที่ให้ค่าน้ำหนักความคล่องเท่ากันระหว่างเงินสดและหลักทรัพย์เพื่อค่ากลับแทนเงินสด จะมีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องของหุ้น ชี้ให้เห็นว่าประสิทธิภาพของนักลงทุน หลักทรัพย์เพื่อค่ามิได้มีสภาพคล่องเท่าเทียมกับเงินสด ถึงแม้หลักทรัพย์เพื่อค่าจะสามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้อย่างรวดเร็ว แต่มูลค่ามีความผันผวนมากกว่าเงินสดโดยเฉพาะในตลาดหุ้นเกิดใหม่

- สำหรับตัวแปรควบคุมอื่นเป็นไปตามความคาดหมายคือ กิจกรรมที่มีขนาดใหญ่กว่าจะมีสภาพคล่องของหุ้นมากกว่า กิจกรรมที่มีขนาดเล็ก เห็นได้จากค่าสัมประสิทธิ์ที่ติดลบ เช่นเดียวกับความสามารถในการทำกำไร บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรที่สูงกว่าจะดึงดูดนักลงทุนได้มากกว่า ส่งผลให้มีสภาพคล่องของหุ้นสูงกว่า ในทางตรงข้ามหุ้นที่มีความผันผวนของราคามากกว่า หรือมีความเสี่ยงมากจะมีสภาพคล่องของหุ้นน้อยกว่า ส่วนโอกาสในการเติบโตไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ แตกต่างจากงานวิจัยอื่นในอดีต อันอาจมีสาเหตุจากหุ้นในตลาดทุนของประเทศไทย มิได้มีความแตกต่างของ Value Firms และ Growth Firms มากเท่ากับตลาดที่พัฒนาแล้ว

ความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่อง ของหุ้นในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน

ในการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้น โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 7 อุตสาหกรรม ตามการแบ่งประเภทหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นอุตสาหกรรมสถาบันการเงิน หลักทรัพย์ และธนาคาร เนื่องจากมีความแตกต่างจากการกำกับดูแลของกลุ่มธุรกิจประเภทนี้ พบว่ามีเพียงตัวชี้วัดที่สินทรัพย์สภาพคล่องหมายถึง เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดเท่านั้น ที่มีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงแสดงเฉพาะผลของตัวชี้วัด WAL1_{it} ในตารางที่ 3 เมื่อแยกวิเคราะห์ความสัมพันธ์รายอุตสาหกรรมแล้ว พบว่า เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้นเฉพาะในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค (คอลัมน์ 2) และทรัพยากร (คอลัมน์ 5) นั่นคือ สำหรับอุตสาหกรรมสองประเภทนี้ นักลงทุนใช้ข้อมูลเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดในการตัดสินใจเลือกลงทุน ในขณะที่อุตสาหกรรมอื่น นักลงทุนไม่ถูกจำกัดในการใช้ข้อมูลเฉพาะสินทรัพย์สภาพคล่องเท่านั้น

ความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่อง ของหุ้นในหุ้นที่มีสภาพคล่องแตกต่างกัน

หุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวนมากเป็นบริษัทแบบ OTC หรือบริษัทที่ซื้อขายหุ้นส่วนใหญ่ให้หุ้นของบริษัทที่มีการซื้อขายแลกเปลี่ยนจำนวนไม่มาก หรืออาจถึงขั้นไม่มีการซื้อขายหุ้นเหล่านั้นเลย จึงเป็นเหตุให้หุ้นเหล่านั้นไม่มีสภาพคล่อง ซึ่งจึงใช้ศึกษาพฤติกรรม การตัดสินใจเลือกลงทุนของนักลงทุนเมื่อจำแนกหุ้นเป็นกลุ่มตามสภาพคล่องของหุ้น เพื่อวิเคราะห์การซื้อขายหุ้นที่มีสภาพคล่องสูงมีพฤติกรรมการใช้ข้อมูลงบการเงิน แตกต่างจากการซื้อขายหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำอย่างไร โดยการจัดกลุ่มของหุ้นออกเป็น 4 ควอไทล์เรียงลำดับตามสภาพคล่องของหุ้น โดยควอไทล์ที่ 1 คือ กลุ่มของหุ้นที่มีสภาพคล่องสูงที่สุด และควอไทล์ที่ 4 คือ กลุ่มของหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำที่สุด ผลการวิจัยพบว่า เฉพาะตัวชี้วัดที่ 1 หรือสินทรัพย์สภาพคล่องประกอบด้วยเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้น และความสัมพันธ์จะพบในกลุ่มหุ้นที่มีสภาพคล่องน้อย หรือในควอไทล์ที่ 3 และ 4 เท่านั้น ดังปรากฏในตารางที่ 4 ค่าสัมประสิทธิ์ของ WAL1 สำหรับหุ้นในควอไทล์ที่ 3 คือ -1.460 มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และค่าสัมประสิทธิ์ -22.200 มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99% สำหรับหุ้นในควอไทล์ที่ 4

ตารางที่ 3 ค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลอง แยกตามอุตสาหกรรม

$$ILLIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WAL_{i,t} + \beta_2 \log(M_CAP)_{t-1} + \beta_3 MB_{t-1} + \beta_4 ROA_t + \beta_5 \log(volatility)_{t-1} + \epsilon_i$$

	(1) AGR	(2) CON	(3) IND	(4) PRO	(5) RES	(6) SER	(7) TEC
WAL1 _{i,t}	-10.135 (0.103)	-14.316* (-1.85)	-5.134 (-1.16)	-2.231 (-0.47)	-9.994* (-1.67)	-7.651 (-7.69)	-6.989 (-0.17)
Log(M_CAP) _{t-1}	-6.28*** (-6.26)	13.199*** (-7.05)	-7.164*** (-8.57)	-3.916*** (-6.91)	-1.524*** (-3.42)	-5.820* (-7.19)	-5.269*** (-4.87)
MB _{t-1}	0.728 (0.68)	0.215 (0.06)	1.391 (1.12)	0.21 (0.35)	0.036 (0.09)	0.15 (0.04)	4.700*** (4.05)
ROA _{i,t}	-0.139** (-2.11)	-0.234** (-2.18)	-0.201*** (-4.62)	-0.008 (-0.21)	0.041 (1.25)	-0.023 (-0.47)	-0.105** (-2.12)
Log(volatility) _{t-1}	1.112** (2.29)	1.835** (-1.85)	1.276*** (-1.16)	0.85** (2.38)	0.276 (0.84)	1.915*** (4.73)	0.264 (0.37)
R ²	0.2717***	0.3443***	0.2957***	0.1631***	0.2041***	0.1995***	0.1927***
No. of obs.	190	175	340	365	115	385	155

AGR = เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร CON = สินค้าอุปโภคบริโภค IND = อุตสาหกรรม PRO = อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
RES = ทรัพยากร SER = บริการ TEC = เทคโนโลยี

ILLIQ = สภาพคล่องของหุ้น วัดจากปริมาณการซื้อขาย, ราคาปิดและ อัตราผลตอบแทนรายวัน WAL1 = สินทรัพย์สภาพคล่องคิดจากสัดส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์สุทธิ SWAL = สินทรัพย์สภาพคล่องคิดจากสัดส่วนเงินสดและหลักทรัพย์เพื่อค้ำต่อสินทรัพย์สุทธิ
WAL2 = สินทรัพย์สภาพคล่องคิดจากสัดส่วนเงินสดและสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์สุทธิ WAL3 = สินทรัพย์สภาพคล่องคิดจากสัดส่วนเงินสด สินทรัพย์หมุนเวียนและสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์สุทธิ Log(M_CAP) = ขนาดของบริษัท วัดจากลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดของบริษัท ณ วันสิ้นปี MB = โอกาสในการเติบโต วัดจากอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดและมูลค่าทางบัญชี ณ วันสิ้นปี ROA = ความสามารถในการดำเนินงาน วัดจากอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ Log(volatility) = ลอการิทึมธรรมชาติส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนจากหุ้น

t-statistics แสดงในวงเล็บ

*** สัมประสิทธิ์มีนัยยะสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

** สัมประสิทธิ์มีนัยยะสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

* สัมประสิทธิ์มีนัยยะสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

ตารางที่ 4 ค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลอง แยกตามควอไทล์ของสภาพคล่องของหุ้น

$$ILLIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WAL_{i,t} + \beta_2 \log(M_CAP)_{t-1} + \beta_3 MB_{t-1} + \beta_4 ROA_t + \beta_5 \log(volatility)_{t-1} + \varepsilon_i$$

ILLIQ				
	Q1	Q2	Q3	Q4
WAL1 _{i,t}	0.029 (0.60)	-0.119 (-0.72)	-1.460** (-2.12)	-2.200*** (-2.99)
Log(M_CAP) _{t-1}	-0.165*** (-20.77)	-0.191*** (-5.33)	-0.665*** (-4.28)	-8.745*** (-6.02)
MB _{t-1}	0.001 (0.17)	0.017 (1.01)	0.195 (1.37)	4.967** (2.5)
ROA _{i,t}	0.000 (0.76)	-0.000** (0.11)	-0.003 (-0.49)	-0.201*** (-2.85)
Log(volatility) _{t-1}	0.016*** (3.79)	0.026* (1.68)	0.165*** (3.36)	0.311 (0.49)
R ²	0.5151***	0.0555**	0.0657***	0.1197***
No. of obs.	432	432	432	433

ILLIQ = สภาพคล่องของหุ้น วัดจากปริมาณการซื้อขาย, ราคาปิดและอัตราผลตอบแทนรายวัน WAL1 = สินทรัพย์สภาพคล่องคิดจากสัดส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์สุทธิ SWAL = สินทรัพย์สภาพคล่องคิดจากสัดส่วนเงินสดและหลักทรัพย์เพื่อค้ำต่อสินทรัพย์สุทธิ WAL2 = สินทรัพย์สภาพคล่องคิดจากสัดส่วนเงินสดและสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์สุทธิ WAL3 = สินทรัพย์สภาพคล่องคิดจากสัดส่วนเงินสด สินทรัพย์หมุนเวียนและสินทรัพย์มีตัวตนต่อสินทรัพย์สุทธิ Log(M_CAP) = ขนาดของบริษัท วัดจากลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดของบริษัท ณ วันสิ้นปี ROA = โอกาสในการเติบโต วัดจากอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดและมูลค่าทางบัญชี ณ วันสิ้นปี ROA = ความสามารถในการดำเนินงาน วัดจากอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ Log(volatility) = ลอการิทึมธรรมชาติส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนจากหุ้น

t-statistics แสดงในวงเล็บ

*** สัมประสิทธิ์มีนัยยะสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

** สัมประสิทธิ์มีนัยยะสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

* สัมประสิทธิ์มีนัยยะสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

ในกลุ่มของหุ้นที่มีสภาพคล่องของการซื้อขายสูง นักลงทุนมิได้จำกัดการใช้ข้อมูลเฉพาะสินทรัพย์สภาพคล่อง จึงไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้น โดยทั่วไป หุ้นที่มีสภาพคล่องสูงนั้นจะได้รับความสนใจจากนักลงทุนมากอยู่แล้ว จึงมีการวิเคราะห์มูลค่าของบริษัทที่น่าเชื่อถือกว่าหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำ จึงทำให้นักลงทุนมั่นใจในมูลค่าของบริษัทเหล่านี้มากกว่า และตัดสินใจลงทุนโดยให้ความสนใจกับสินทรัพย์สภาพคล่องน้อยลง สำหรับหุ้นในกลุ่มที่มีสภาพคล่องต่ำนั้น นักลงทุนมักจะไม่ได้มีวัตถุประสงค์การลงทุนเพื่อซื้อขายเก็งกำไร แต่ น่าจะเป็นการคาดหวังผลตอบแทนจากเงินลงทุนในรูปของเงินปันผล เพราะนักลงทุนจะเรียกร้องเงินปันผลจากบริษัทที่มีสภาพคล่องของหุ้นต่ำ และบริษัทที่มีสภาพคล่องของหุ้นต่ำก็มีแนวโน้มสูงในการจ่ายเงินปันผล (Banerjee, Gatchev, and Spindt (2007)) ดังนั้นการที่นักลงทุนให้ความสำคัญเฉพาะเงินสด สะท้อนให้เห็นถึงการพิจารณาความสามารถในการจ่ายเงินปันผล หรือให้ความสำคัญกับคุณสมบัติความคล่องมากกว่าคุณสมบัติความโปร่งใสของสินทรัพย์สภาพคล่อง

สรุปผลการวิจัย

สภาพคล่องของหุ้นส่งผลต่อราคาหุ้น นักลงทุนในหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำจะมีความคาดหวังว่าจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูง เพื่อชดเชยกับความยากลำบากในการเปลี่ยนมือของหุ้น ส่งผลให้หุ้นที่มีสภาพคล่องของหุ้นต่ำจะมีต้นทุนการเงินที่สูง ดังนั้น ผู้บริหารที่ถือการระดมทุนด้วยต้นทุนการเงินที่ต่ำจึงควรใช้มาตรการที่เพิ่มสภาพคล่องของหุ้น งานวิจัยในอดีตพบว่า สินทรัพย์สภาพคล่องที่แสดงในงบการเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้น ด้วยสมมติฐานว่า สินทรัพย์สภาพคล่องมีความโปร่งใสของข้อมูล นำไปสู่การประเมินมูลค่าที่แน่นอน บริษัทที่มีสินทรัพย์สภาพคล่องสูง มีความเสี่ยงในการประเมินมูลค่าต่ำเป็นที่สังเกต นักลงทุนจึงทำให้มีสภาพคล่องของหุ้นสูง

งานวิจัยนี้พบหลักฐานเชิงประจักษ์ของความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้น เช่นเดียวกับงานวิจัยในอดีต

ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของสินทรัพย์เกิดจากคุณสมบัติ 2 ประการคือ ความโปร่งใส (Transparency) และความคล่อง (Liquidity) การที่สินทรัพย์สภาพคล่องที่รัฐสินทรัพย์หมุนเวียนและสินทรัพย์ถาวร นอกเหนือจากเงินสด มีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องของหุ้นที่หนักแน่นกว่าเงินสดอย่างเดียว ซึ่งให้เห็นว่า นักลงทุนในตลาดทุนต่างประเทศให้ความสำคัญกับคุณสมบัติด้านความโปร่งใสของสินทรัพย์สภาพคล่องในการตัดสินใจเลือกลงทุน เพราะโดยทั่วไปสินทรัพย์ถาวรเป็นสินทรัพย์ที่ไม่มีสภาพคล่อง แต่กลับเป็นข้อมูลที่นักลงทุนใช้ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ ปรากฏการณ์นี้สะท้อนถึงความกำกวมของการรายงานทางการเงินของประเทศไทย ที่มีโครงสร้างแนวคิดของมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) มาปรับใช้มาตลอดระยะเวลาหลายปี เพราะในประเทศที่มีสภาพแวดล้อมการรายงานทางการเงินที่ด้อยคุณภาพ มูลค่าของสินทรัพย์รายการอื่น นอกเหนือจากเงินสดจะน่าเชื่อถือน้อย ส่งผลให้เงินสดมีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องของหุ้นมากขึ้น อย่างไรก็ตาม นักลงทุนมิได้ละทิ้งคุณสมบัติด้านความคล่องของสินทรัพย์ เพราะตัวชี้วัดสินทรัพย์สภาพคล่องที่มีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องของหุ้นคือ ตัวชี้วัดที่ให้ค่าน้ำหนักความคล่องกับสินทรัพย์อื่นน้อยกว่าเงินสด ในขณะที่เมื่อให้ค่าน้ำหนักรายการหลักทรัพย์เพื่อค่าที่เชื่อกันว่ามีความคล่องใกล้เคียงเงินสดเท่ากับเงินสด ตัวชี้วัดตัวนี้เกือบจะไม่มีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องของหุ้น

ความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่อง และสภาพคล่องของหุ้น มิได้พบในทุกอุตสาหกรรม มีเฉพาะอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มทรัพยากรเท่านั้น ที่พบว่าเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้น ส่วนตัวชี้วัดที่รวมสินทรัพย์

อื่นที่มีใช้เงินสดไม่พบความสัมพันธ์ เมื่อแบ่งหุ้นเป็นควอไทล์ตามระดับสภาพคล่องของหุ้น หุ้นที่มีสภาพคล่องสูง คือหุ้นที่ได้รับความสนใจจากตลาดมาก และน่าจะเป็นหุ้นที่มีข้อมูลออกสู่ตลาดมาก ลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน จึงทำให้ความสำคัญของสินทรัพย์สภาพคล่องในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ลดลงจนไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์สภาพคล่องและสภาพคล่องของหุ้น ในทางตรงข้าม หุ้นที่มีสภาพคล่องของหุ้นต่ำ กลับพบว่าเฉพาะเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้น ภายใต้การรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพของตลาดทุนไทย ปรากฏการณ์นี้น่าจะสะท้อนถึงผลกระทบด้านความคล่องของเงินสดมากกว่าผลกระทบด้านความโปร่งใส หุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำคือหุ้นที่แทบไม่มีการซื้อขาย วัตถุประสงค์ของนักลงทุนจึงมิใช่การซื้อขายเพื่อเก็งกำไร แต่น่าจะมีความคาดหวังถึงเงินปันผล เพราะโดยทั่วไป บริษัทที่มีสภาพคล่องต่ำมีแนวโน้มสูงที่จะจ่ายเงินปันผลเพื่อชดเชยให้กับนักลงทุนในการเลือกลงทุนกับหุ้นที่มีสภาพคล่องของหุ้นน้อย

กล่าวโดยสรุป การนำมาตราฐานรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) มาใช้สำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำให้ข้อมูลทางการเงินที่มีความน่าเชื่อถือ ส่งผลให้นักลงทุนเลือกลงทุนกับสินทรัพย์สภาพคล่องที่มีได้จำกัดเฉพาะเงินสด แต่รวมสินทรัพย์ถาวรด้วยในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหุ้น เพราะมีความโปร่งใส แต่เมื่อนักลงทุนตัดสินใจจะลงทุนในหุ้นที่มีการซื้อขายน้อย นักลงทุนจะให้น้ำหนักกับคุณสมบัติด้านความคล่องของเงินสดที่น่าจะแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการจ่ายเงินปันผลของกิจการ

REFERENCES

- Amihud, Y. and Mendelson, H. (1986). Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics*, 17, 223-249.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects. *Journal of Financial Markets*, 5, 305-334.
- Amihud Y., Mendelson H. and Pedersen L.H. (2005). Liquidity and Asset Prices. *Foundations and Trends in Finance*, 1(4), 269-364.
- Amihud, Yakov, Hameed, Alulaudeen, Kang, Wenjin and Zhang, Huiping. (2015). Stock Liquidity and the Cost of Equity Capital in Global Markets. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(4), 68-74.
- Banerjee, Suman, Gatchev, Vladimir A. and Spin, Paul A. (2007). Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2), 369-398.
- Charoenwong, Charlie, Chong, Beng Soon and Yang, Yung Chiang. (2014). Asset Liquidity and Stock Liquidity: International Evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, 41(3-4), 435-468.
- Choi, Won W., Sung S. Kwon, and Gerald J. Lobo., 2000, Market Valuation of Intangible Assets., *Journal of Business Research*, 49(1), 35-45.
- Chordia, T., Roll, R. and Subrahmanyam, A. (2007). *Why Has Trading Volume Increased? Working Paper*, University of California at Los Angeles.
- Cooper, M.J., Gulen, H. and Schill, M.J. (2008). Asset Growth and the Cross-Section of Stock Returns. *Journal of Finance*, 63, 1609-1651.

- Department of Business Development. (2011). Financial Statements Components. Browse March, 22, 2017. http://www.dbd.go.th/ewt_news.php?nid=1098&filename=law. (In Thai)
- Department of Business Development. (2017). *Declaration of Department of Business Development: Format of Financial Statements B.E. 2011*. Access on 22nd March 2017 from http://www.dbd.go.th/ewt_news.php?nid=1098&filename=law. (In Thai)
- Fang, Vivian W., Thomas H. Noe. and Sheri Tice. (2009). Stock Market Liquidity and Firm Value. *Journal of Financial Economics*, 94, 150–169.
- Federation of Accounting Professions. (2016). Access on 23rd March 2017 from <http://www.fap.or.th/index.php?lay=show&ac=article&Id=539936814&Ntype=30>.
- Foley, C.F., Hartzell, J.C., Titman, S. and Twite, G. (2007). Why Do Firms Hold So Much Cash? A Tax-Based Explanation. *Journal of Financial Economics*, 86, 579–607.
- Gopalan, Radhakrishnan, Ohad, Kadan and Mikhail, Pevzner. (2012). Asset Liquidity and Stock Liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(2), 333-364.
- Holmstrom, B. and Tirole, J. (1993). Market Liquidity and Performance Monitoring. *Journal of Political Economy*, 101, 678–709.
- Kudeesri, Ranchida, Prukumpai, Suthawan and Lerskullawat, Polwat. (2016). *Impact of Family Ownership Structure to Corporate Governance on The Stock Exchange of Thailand*. Conference Proceedings. Petchaburi Rajabhat University. (In Thai)
- Odders-White, E.R. (2005). Credit Ratings and Stock Liquidity. *Review of Financial Studies*, 19(1), 119-57.
- Pastor, L. and Stambaugh, R.F. (2003). Liquidity Risk and Expected Stock Returns. *Journal of Political Economy*, 111, 642–685.
- Ratchid, Kudeesri, Suthawan Pertumpai, and Polawat Lertkulwat. (2016). *Effect of a family-structure business on good corporate governance in the Stock Exchange of Thailand*. National conference Phetchaburi Rajabhat Research for sustainable Thailand No. 6 on Saturday 9th July 2016: Phetchaburi Rajabhat University.