

ปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนของกิจการต่อความสามารถ
การทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2561

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

ปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนของกิจการต่อความสามารถ
การทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 17 ธันวาคม พ.ศ. 2561



นายปยุตต์รัตน์ จันทร์ศรี
ผู้วิจัย

กิตติชัย ราชมหา,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

ดวงพร อาภาศิลป์,

Ph.D.

คณบดีวิทยาลัยการจัดการ

มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร์โคติกา,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนของกิจการต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ฉบับนี้ สำเร็จ ลุล่วงไปได้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ อาจารย์ ดร.กิตติชัย ราชมหา อาจารย์ที่ปรึกษา ผศ.ดร.ปิยภัทร ธาระวาณิช และ รศ.ดร.ชาติ จันทร โคติกา ที่กรุณาให้คำปรึกษาและให้ความช่วยเหลือแนะนำในการทำวิจัย ตลอดจนให้คำชี้แนะในสิ่งทำงานวิจัยฉบับนี้ยังต้องปรับปรุงแก้ไข นอกจากนี้ยังขอขอบคุณ เจ้าหน้าที่ การศึกษา (EDUCATOR) ของวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่านที่ช่วยแนะนำ และประสานงานด้านการศึกษาด้านเอกสารต่างๆ ซึ่งช่วยสนับสนุนการทำงานวิจัยฉบับนี้เป็นอย่างดี ขอขอบคุณเพื่อนสาขาการเงิน ทั้งเพื่อนรุ่นพี่รุ่นน้อง ที่ร่วมแบ่งปันข้อมูลข้อเสนอแนะในงานวิจัย ตลอดจนให้ความช่วยเหลือทั้งในเรื่องการศึกษารวมถึงการทำวิจัยมาโดยตลอดแก่ผู้วิจัยเป็นอย่างดีตลอดระยะเวลาที่ผ่านมา และสุดท้ายผู้วิจัยขอขอบพระคุณครอบครัวที่ให้การสนับสนุนการศึกษาแก่ผู้ทำวิจัยให้สามารถ สำเร็จลุล่วงได้

ปุณณรัตน์ จันทศรี

ปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนของกิจการต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

FACTORS AFFECTING THE RELATIONSHIP BETWEEN THE OPTIMAL WORKING CAPITAL LEVEL AND THE FIRM PROFITABILITY OF THE LISTED COMPANY IN THE MARKET FOR ALTERNATIVE INVESTMENT (MAI)

ปริญญ์รัตน์ จันทศรี 5850320

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: กิตติชัย ราชมหา, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัสร ชาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทรโคติกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนกิจการต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) โดยเก็บข้อมูลงบการเงิน จำนวน 105 บริษัท และใช้การวิเคราะห์ Panel Data Regression วัดความสามารถในการทำกำไร มีตัวแปรตาม 3 ตัวแปรคือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (ROCE) และอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) มีตัวแปรควบคุม 6 ตัวแปร คือ อายุกิจการ ขนาดกิจการ โครงสร้างทางการเงิน สินทรัพย์ที่มีตัวตน อัตราส่วนสภาพคล่อง และการจัดหาเงินทุนระยะสั้น ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรบริษัทจดทะเบียนมีเพียง 2 ตัวแปร ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่อง และการจัดหาเงินทุนระยะสั้นส่วนตัวแปรอื่นมีความสัมพันธ์เชิงลบ ทั้งนี้ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกจะสอดคล้องสมมติฐานหลัก คือ ทดสอบความสัมพันธ์เงินทุนหมุนเวียนกิจการกับความสามารถในการทำกำไรบริษัท และสอดคล้องตามทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ ผลการศึกษาที่วัดความสามารถในการทำกำไรของตัวแปรตามทั้ง 3 ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป และอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น พบว่า ความสัมพันธ์ของส่วนเบี่ยงเบน กับความสามารถในการทำกำไรบริษัท เป็นไปในทิศทางลบอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (ROCE) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 และ 0.01 ตามลำดับ ซึ่งผลการทดสอบดังกล่าว ช่วยสนับสนุนสมมติฐานรอง กล่าวคือ ถ้าเงินทุนหมุนเวียนกิจการไม่อยู่ในระดับที่เหมาะสมส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรบริษัทลดลง สรุปได้ว่าการที่บริษัทใช้กลยุทธ์เชิงรุก หรือแบบระมัดระวังจะส่งผลต่อกำไรบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI)

คำสำคัญ: Firm Profitability / Optimal Working Capital Level / ความสามารถในการทำกำไร

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ฉ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน Modigliani and Miller	4
2.2 ทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory)	5
2.3 ทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน (Pecking Order Theory)	6
2.4 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง	6
บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย	10
3.1 รูปแบบการวิจัย	10
3.2 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	10
3.3 ขั้นตอนการดำเนินงานวิจัย (Methodology)	11
3.4 การเก็บรวบรวมข้อมูล	12
3.4.1 ตัวแปรตาม (Dependent variables)	12
3.4.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)	13
3.4.3 ตัวแปรควบคุม (Control variables)	14
3.5 วิธีการทางสถิติ	15
บทที่ 4 ผลการวิจัย	17
4.1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของแต่ละตัวแปร	17
4.2 ผลการศึกษาการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)	20
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	25
บรรณานุกรม	30

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
ภาคผนวก	32
ภาคผนวก ก รายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 – 2559	33
ประวัติผู้วิจัย	37



สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
3.1	การคำนวณของตัวแปรอิสระ	14
3.2	รายละเอียดตัวแปรควบคุม	14
4.1	แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของแต่ละตัวแปร	17
4.2	การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)	19
4.3	วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระดับเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไร ของกิจการ	21
4.4	การวิเคราะห์ส่วนเบี่ยงเบนจากระดับของเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม	23
5.1	เปรียบเทียบตัวแปรที่ใช้ทดสอบจากงานวิจัยก่อนหน้า	26

บทที่ 1

บทนำ

เงินทุนหมุนเวียนกิจการเป็นส่วนสำคัญอย่างยิ่งในการดำเนินธุรกิจ การที่ธุรกิจจะสามารถดำเนินงานและดำเนินกิจการให้อยู่รอดได้ในระยะยาว จำเป็นต้องมีการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกิจการอย่างมีประสิทธิภาพและอยู่ในระดับที่เหมาะสมกับกิจการนั้นๆ

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพ จะช่วยให้ธุรกิจดำเนินไปได้อย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้กิจการมีเงินทุนหมุนเวียนใช้อย่างเพียงพอต่อการดำเนินงานหรือใช้จ่ายในประจำวัน และสามารถชำระหนี้ได้ทันตามระยะเวลาที่กำหนด ดังนั้น ผู้ประกอบการควรให้ความสำคัญกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียน เนื่องจากจะมีผลต่อความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยง และสภาพคล่องของ บริษัท สำหรับนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Policy) แบ่งการพิจารณาไว้ใน 2 ด้านได้แก่ นโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน (Current Assets Investment Policy) และนโยบายการจัดหาเงินทุนเพื่อการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน (Current Assets Financing Policy) โดยมีเป้าหมายที่สำคัญคือการสร้างมูลค่าเพิ่มสูงสุดให้แก่เจ้าของ กิจการหรือผู้ถือหุ้น (Maximize Shareholders' Wealth) ผู้ประกอบการจำเป็นต้องบริหารเงินทุนหมุนเวียนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม โดยควรพิจารณาทั้งในด้านของความสามารถในการทำกำไร (Profitability) และทางด้านความเสี่ยง (Risk) โดยการบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นปัจจัยที่สำคัญอย่างยิ่งกับผู้ประกอบการ โดยส่วนมากธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม หรือ Small and Medium Enterprises (SMEs) ในประเทศไทย มักประสบปัญหาการบริหารเงินทุนหมุนเวียนและการจัดหาแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม ทำให้ธุรกิจมีปัญหาสภาพคล่องทางการเงิน สุดท้ายทำให้ธุรกิจไม่สามารถดำเนินกิจการต่อไปได้

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนของแต่ละกิจการนั้น ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารของกิจการนั้นๆ ว่าบริษัทควรจะใช้นโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมกับกิจการอย่างไร จึงจะทำให้ธุรกิจมีความสามารถในการทำกำไร มีสภาพคล่องกิจการที่ดีภายใต้ความเสี่ยงที่บริษัทยอมรับได้ (Garcia-Teruel, and Martinez-Solano, 2007; Afrifa, 2013; Tauringana and Afrifa, 2013) อย่างไรก็ตาม คุณลักษณะของความสัมพันธ์ระหว่างระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ

ส่วนหนึ่งจะขึ้นอยู่กับกลยุทธ์การบริหารจัดการระดับเงินทุนที่เหมาะสมของแต่ละกิจการ ซึ่งจะขึ้นกับว่าผู้บริหารของบริษัทนั้นจะเลือกใช้ในระดับใด (Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007; Afifa, 2013; Tauringana and Afifa, 2013) ทั้งนี้บริษัทสามารถเลือกใช้กลยุทธ์การบริหารระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมได้ว่าจะเลือกแบบใดระหว่างกลยุทธ์การบริหารแบบระมัดระวัง (conservative strategy) หรือกลยุทธ์แบบกล้าเสี่ยง (aggressive strategy) (Nazir and Afza, 2009)

โดยแบ่งนโยบายการจัดการหาเงินทุนเพื่อลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน เป็น 2 ลักษณะดังนี้

1. กลยุทธ์การบริหารแบบระมัดระวัง (Conservative Strategy) เป็นกลยุทธ์ที่ผู้บริหารต้องการให้กิจการมีสภาพคล่องสูง โดยทำการจัดหาแหล่งเงินทุนระยะยาวมาใช้ในสินทรัพย์หมุนเวียน เพื่อยืดระยะเวลาในการชำระหนี้จากสถาบันการเงิน แต่ความเสี่ยงของกลยุทธ์นี้คือภาระดอกเบี้ยที่สูงกว่าแหล่งเงินทุนระยะสั้น ส่งผลให้กิจการมีกำไรลดลง ซึ่งกลยุทธ์การบริหารแบบระมัดระวัง อาจจะเหนี่ยวนำให้เกิดการลงทุนที่สูงในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งกลยุทธ์นี้มีเป้าหมายที่จะกระตุ้นหรือชักจูงให้ยอดขายเพิ่มมากขึ้นทั้งในส่วนของสินค้าคงคลังและลูกหนี้ที่เกิดจากกิจกรรมการค้าดำเนินงานตามปกติทั่วไป (trade receivables) ของกิจการ เช่น เกิดจากขาย หรือให้บริการเป็นเงินเชื่อ เป็นผลทำให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเพิ่มมากขึ้น (Tauringana and Afifa, 2013) กิจการมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้นโดยลดระยะเวลาในการจัดเก็บลูกหนี้ ลดอัตราหมุนของสินค้าคงเหลือและทำให้วงจรเงินสดมีระยะเวลาน้อยลง (Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007) ทั้งนี้ถ้าบริษัทสามารถลดจำนวนวันในการเก็บเงินหรืออายุของลูกหนี้การค้า และอัตราหมุนของสินค้าคงเหลือลงได้ในสัดส่วนที่เหมาะสม จะทำให้บริษัทสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ (DeLoof, 2003)

2. กลยุทธ์แบบกล้าเสี่ยง (Aggressive Approach) เป็นกลยุทธ์ที่ผู้บริหารคาดหวังกำไรสูงกว่าปกติ โดยมักจะใช้การจัดการหาแหล่งเงินทุนระยะสั้นมากกว่าแหล่งเงินทุนระยะยาว การศึกษางานวิจัยครั้งนี้ได้ตระหนักถึง ความสัมพันธ์ระหว่าง วงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) ของบริษัทกับความสามารถในการทำกำไร ว่าจะเป็นไปได้ในทิศทางใด ซึ่งการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของกิจการ โดยใช้กลยุทธ์ดังกล่าวทำได้โดยลดการลงทุนหมุนเวียนในกิจการทั้งในส่วนของระบบสินค้าคงเหลือและลูกหนี้การค้า (Afifa, 2013) การใช้กลยุทธ์แบบกล้าเสี่ยงอาจจะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการเพิ่มมากขึ้นโดยลดระยะเวลาลูกหนี้การค้าให้สั้นลงเพื่อเพิ่มกระแสเงินสดให้เข้ามาสู่กิจการเร็วขึ้น อย่างไรก็ตามหากไม่จำเป็นควรหลีกเลี่ยงการจัดการหาเงินทุนภายนอกที่มีต้นทุนหรือดอกเบี้ยที่สูง (Autukaite and Molay, 2011)

งานวิจัยนี้ใช้วิธี Panel Data Regression ในการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนกิจการต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

เอ็ม เอ ไอ (MAI) ส่วนข้อมูลที่ใช้ศึกษาครอบคลุมบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในระหว่างปี พ.ศ. 2550 – 2559 จำนวน 87 บริษัท ทั้งนี้ไม่นับรวมถึงธุรกิจธนาคาร ประกันภัย และประกันชีวิตเนื่องจากกลุ่มธุรกิจการเงินมีโครงสร้างธุรกิจโดยมีระบบบัญชีและงบการเงินที่แตกต่างกับของกลุ่มธุรกิจอื่น ตลอดจนถึงบริษัทที่มีการจัดโครงสร้างในรูปแบบของการถือหุ้นในบริษัทอื่น (Holding Company) เนื่องจากกิจการมีแนวโน้มที่จะขยายการเติบโตไปในสายธุรกิจทั้งที่เกี่ยวข้องและไม่เกี่ยวข้องกันกับธุรกิจเดิม ทั้งในประเทศและหรือต่างประเทศ ในรูปแบบของบริษัทย่อยมากขึ้น อีกทั้งมีการเพิ่มจำนวนของบริษัทในเครือที่มีโครงสร้างในลักษณะต่างๆ กัน มากขึ้นซึ่งมีจำนวนไม่น้อยที่ประสงค์จะยื่นคำขอเข้าจดทะเบียน อีกทั้งบริษัทในลักษณะดังกล่าวข้างต้น จะไม่มีสินค้าคงเหลือ (Inventory) และไม่นับรวมกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) เนื่องจากหลักทรัพย์ดังกล่าวมีลักษณะเป็นหน่วยทรัสต์ไม่ใช่หุ้นสามัญ

งานวิจัยฉบับนี้มีสมมติฐานในการทดสอบ 2 สมมติฐาน ได้แก่ สมมติฐานแรกคือการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนหมุนเวียนของกิจการกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และสมมติฐานรอง คือ ถ้าเงินทุนหมุนเวียนของกิจการไม่ได้อยู่ในระดับที่เหมาะสมจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง และสำหรับเหตุผลสำคัญของงานวิจัยนี้ทางผู้วิจัยได้เล็งเห็นว่าปัจจุบันบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อม ได้มีบทบาทในการเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศเช่นกัน และมีแนวโน้มที่บริษัทเหล่านี้จะมีจำนวนเพิ่มมากขึ้นในอนาคต ซึ่งคาดการณ์ว่าจะส่งผลกระทบต่อพัฒนาประเทศ และถือเป็นรากฐานทางเศรษฐกิจที่สำคัญอีกกลุ่มหนึ่ง ซึ่งการที่บริษัทขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) จะสามารถดำเนินกิจการได้อย่างยั่งยืน (Sustainability) นั้น สิ่งสำคัญในการดำเนินธุรกิจคือการจัดการเงินทุนหมุนเวียนของกิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ซึ่งทั้งสองสิ่งนี้ถือว่ามีความสำคัญอย่างยิ่งเพื่อให้บริษัทสามารถดำเนินธุรกิจได้ต่อไป จึงเป็นที่มาของการทำงานวิจัยครั้งนี้ รายงานฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็นห้าส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction) งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review) วิธีการดำเนินการวิจัย (Methodology) ผลการวิจัย (Results) และ สรุปผลการวิจัย (Conclusion) ตามลำดับ

บทที่ 2

ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน Modigliani and Miller

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน Modigliani and Miller [MM (1958), (1963)] โดย Franco Modigliani และ Merton H. Miller (MM) ได้ศึกษาและนำเสนอทฤษฎี และข้อสรุปเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนไว้ 2 แนวทาง คือ รูปแบบที่ไม่มีภาษีเงินได้และรูปแบบที่มีภาษีเงินได้ กล่าวถึงสองบริษัทที่โครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกัน โดยที่บริษัทแรก ไม่มีการก่อหนี้ใด ๆ เลย (Unlevered) ขณะที่อีกบริษัททำการก่อหนี้ ถ้าหากไม่ได้พิจารณาถึงผลของภาษี จะทำให้บริษัทที่มีหนี้กับไม่มีหนี้มีมูลค่าเท่า ๆ กัน เนื่องจาก บริษัทที่มีหนี้ ทำให้มีความเสี่ยงที่สูงกว่า บริษัทไม่มีหนี้ ย่อมส่งผลให้นักลงทุนต้องการผลตอบแทนสูงขึ้น ทฤษฎีนี้บอกว่า การจัดหาเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการในตลาดที่สมบูรณ์ (Perfect Market) และ Franco Modigliani และ Merton H. Miller (MM) 1963 ได้มีการนำภาษีเงินได้นิติบุคคลมาพิจารณา ทำให้พบว่า การก่อหนี้ทำให้เกิดการประหยัดภาษี ยิ่งก่อหนี้มาก ยิ่งประหยัดภาษีมาก แต่ในความเป็นจริงแล้วไม่ได้เป็นไปตามที่กล่าวมาโดยคือบริษัทจะก่อหนี้ไม่ได้ในปริมาณมาก ๆ ดังนั้นควรจะนำต้นทุนในการกู้ยืมมาพิจารณาด้วย

จากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Franco Modigliani และ Merton H. Miller (MM) (1958) ที่มีข้อสมมติฐานว่าไม่มีภาษีและไม่มีต้นทุนการล้มละลายนั้น ในสภาพการณ์จริงในธุรกิจที่สามารถเกิดขึ้นนั้นจะต้องนำเรื่องของภาษีมาเกี่ยวข้องด้วยทำให้จะต้องคำนึงถึงภาระหรือความสามารถในการก่อหนี้ของกิจการ สามารถจำแนกได้ 2 แนวทาง ได้แก่ การจ่ายดอกเบี้ยที่เกิดจากการก่อหนี้สามารถนำไปหักลดหย่อนภาษีได้และหากไม่สามารถชำระเงินต้นหรือดอกเบี้ยได้ทันตามระยะเวลาที่กำหนดอาจส่งผลกระทบต่อธุรกิจซึ่งอาจจะนำมาซึ่งการล้มละลายของกิจการ จากประเด็นดังกล่าวนำมาสู่ทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory)

2.2 ทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory)

เป็นการเปรียบเทียบต้นทุนและประโยชน์จากการก่อหนี้และหาโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุด โดยประโยชน์จากการก่อหนี้ (Benefits of Debt) ได้แก่ ประโยชน์ทางภาษี (Tax Benefits) การก่อหนี้จะช่วยประหยัดภาษีได้เนื่องจาก สามารถนำดอกเบี้ยจ่ายเป็นค่าใช้จ่ายก่อนเสียภาษีนิติบุคคล และอีกประการคือ สามารถควบคุมการบริหาร (Discipline to Management) กล่าวคือหากบริษัทมีภาระหนี้มาก ผู้บริหารจะต้องทำงานเพิ่มมากขึ้น เพื่อให้ธุรกิจมีกระแสเงินสดเข้ามาในกิจการ และมีความสามารถในการชำระหนี้พร้อมดอกเบี้ยได้ ดังนั้นการที่กิจการหรือบริษัทมีหนี้สินจึงเป็นกลไกหนึ่งในการควบคุมให้ผู้บริหารทำงานได้มีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น

โดยต้นทุนของการก่อหนี้ที่ควรนำมาพิจารณา ได้แก่

1. ต้นทุนล้มละลาย (Bankruptcy Costs) ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ ภาวะที่อาจเกิดการล้มละลาย (The Probability of Bankruptcy) ซึ่งจะทำให้ผู้เกี่ยวข้องกับบริษัทหลีกเลี่ยงที่จะทำธุรกรรมกับบริษัท เช่น ผู้จัดหา วัตถุดิบ ลูกค้า เป็นต้น และอีกประเด็นคือ ต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) แบ่งออกเป็น ค่าใช้จ่ายทางตรง (เช่น ค่าใช้จ่ายทางกฎหมาย ค่าที่ปรึกษากฎหมาย ตลอดถึงค่าใช้จ่ายในการชำระบัญชีในกรณีปิดกิจการ ซึ่งถือเป็นต้นทุนทางตรง และสำหรับต้นทุนทางอ้อม คือ การสูญเสียรายได้เนื่องจากบุคคลทั่วไปรับรู้ว่ามีปัญหาด้านการเงินจึงไม่มาซื้อสินค้าหรือทำธุรกรรมกับบริษัท ซึ่งอาจสรุปว่า ถ้าบริษัทมีหนี้ในระดับต่ำ ต้นทุนล้มละลายก็ต่ำ และหากมีหนี้ในระดับสูง ต้นทุนล้มละลายก็สูง

2. ต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) เป็นต้นทุนที่เกิดจากปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร หรือ เจ้าหนี้และผู้ถือหุ้น ดังนั้นควรมีมาตรการในการป้องกันต้นทุนตัวแทนที่อาจจะเกิดขึ้น ซึ่งปัญหาดังกล่าวอาจเกิดจาก (Jensen & Meckling, 1976) เจ้าหนี้อาจจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น

นอกจากนี้ Jensen & Meckling (1976) กล่าวว่าต้นทุน Agency cost แบ่งออกได้เป็น 3 ประเภทคือ

1. Asset Substitution Effect กล่าวคือ ผู้จัดการจะลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงมาก ผลตอบแทนสูง เพราะเมื่อได้ผลตอบแทนจะคืนเจ้าหนี้ก่อน ส่วนของเจ้าของจะเป็นลำดับถัดมา
2. Under Investment Problem เมื่อบริษัทได้กำไรจากการดำเนินโครงการต่าง ๆ บริษัทเลือกที่จะชำระหนี้ก่อนที่จะจ่ายให้กับเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น
3. Free Cash Flow (FCF) เมื่อกิจการประสบปัญหาทางการเงิน ซึ่งมีโอกาสที่กิจการอาจจะถูกปิดตัวลง ทำให้บริษัทเลือกที่จะทำให้อัตราดอกเบี้ยกิจการลดลง ผ่านวิธีการต่าง ๆ เช่น จ่ายเงินปันผล

(Dividend) ให้กับผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม ทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade of Theory) ไม่สามารถบอกถึงระดับโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดได้

2.3 ทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน (Pecking Order Theory)

ทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน ซึ่งพัฒนาโดย Myers และ Majluf (1984) ค้นพบว่า ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) มีผลต่อราคาหุ้น ดังนั้น ผู้บริหารจึงต้องหลีกเลี่ยงปัญหาจัดหาเงินทุนโดยไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น โดยใช้แหล่งเงินทุนภายในหรือการจัดหาเงินจากส่วนหนี้ หากบริษัทมีความจำเป็นที่จะต้องระดมทุน บริษัทมีทางเลือกในการระดมทุนจากสองแหล่งหลัก ๆ คือ การระดมทุนภายในบริษัท โดยที่มาของเงินทุนภายในคือ กำไรสะสมของบริษัท แต่ถ้าแหล่งเงินทุนภายในยังไม่เพียงพอ บริษัทจะเลือกระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก คือ การระดมด้วยตราสารหนี้ และการระดมทุนโดยตราสารทุน บริษัทควรเลือกที่จะระดมทุนผ่านตราสารหนี้ก่อน เพราะว่ามีต้นทุนที่ต่ำกว่า การระดมทุนผ่านตราสารทุน ถ้าการระดมผ่านตราสารหนี้ไม่สามารถก่อหนี้เพิ่มได้แล้ว ตามนโยบายบริษัทนั้น ๆ บริษัทจะเลือกวิธีสุดท้าย ที่ต้นทุนสูงกว่าวิธีอื่น ๆ คือ ระดมทุนผ่านตราสารทุนหรือออกหุ้นสามัญ

2.4 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ในงานวิจัยในต่างประเทศ ได้มีผู้วิจัยไว้ดังนี้

De loof Mare (2003) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง การบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยได้เก็บข้อมูลบริษัทในประเทศเบลเยียม จำนวน 1009 บริษัท ในช่วงปี 1992-1996 โดยใช้กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน (Net operating income) และกำไรขั้นต้นในการดำเนินงาน (Gross Operating Income) เป็นตัวชี้วัดด้านความสามารถในการทำกำไรและใช้วงจรเงินสดเป็นตัวชี้วัดการบริหารเงินทุนหมุนเวียนโดยพบว่า ความสามารถทำกำไรมีความสัมพันธ์โดยแปรผกผันกับจำนวนอายุเฉลี่ยของลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือ และเจ้าหนี้การค้า หรือเรียกว่า วงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) ถ้าบริษัทสามารถลดจำนวนวันในการเก็บเงินหรืออายุของลูกหนี้การค้า และอัตราหมุนของสินค้าคงเหลือลงได้ในสัดส่วนที่เหมาะสม จะทำให้บริษัทสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นได้

และต่อมา Lazaridis, I. and Tryfonidis, D. (2006) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง การบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

เอเรนส์ ตั้งแต่ปี 2001-2004 โดยใช้ตัวอย่าง จำนวน 131 บริษัท ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรซึ่งวัดในรูปของกำไรจากการดำเนินงานขั้นต้นกับ วงจรเงินสดและระยะเวลาในการจัดเก็บลูกหนี้ ระยะเวลาในการชำระหนี้และ อัตราหมุนของสินค้าคงเหลือ ผลการศึกษาพบว่ากำไรจากการดำเนินงานขั้นต้นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับระยะเวลาในการจัดหาเงินสดหมุนเวียนของกิจการ นอกจากนี้ยังพบว่ากิจการสร้างผลกำไรได้จากการควบคุมเงินทุนหมุนเวียนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมได้

ในเวลาต่อมา Garcia-Teruel, P.J. and Martinez-Solano, P. (2007) ได้ทำการศึกษาเรื่องประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศสเปน โดยมีจำนวน 8,872 บริษัท ในช่วงปี ค.ศ.1996-2002 โดยใช้ตัวแปรอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เป็นตัววัดความสามารถในการทำกำไรและใช้วงจรเงินสดในการวัดการจัดการเงินทุนหมุนเวียนและได้เพิ่มตัวแปรระยะเวลาในการเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้ ตัวแปรอัตราหมุนเวียนสินค้าคงเหลือและตัวแปรระยะเวลาในการชำระหนี้ ในการทดสอบความสัมพันธ์ พบว่า กิจการมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น โดยลดระยะเวลาในการจัดเก็บลูกหนี้ ลดอัตราหมุนของสินค้าคงเหลือและทำให้วงจรเงินสดมีระยะเวลาดู่นลง

Padachi, K. (2006) ได้ศึกษาแนวโน้มการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของกิจการส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของกิจการอย่างไร โดยใช้กลุ่มตัวอย่างของกิจการขนาดเล็กในอุตสาหกรรมการผลิตจำนวน 58 กิจการ ในปี ค.ศ.1998-2003 ในประเทศสาธารณรัฐมอริเชียส โดยมีตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ระยะเวลาสินค้าคงเหลือ ระยะเวลาในการเก็บหนี้ ระยะเวลาจ่ายเงินให้กับเจ้าหนี้การค้า และวงจรเงินสด (CCC) ผลการศึกษาพบว่า การที่กิจการหรือบริษัทมีรายการสินค้าคงเหลือและมีลูกหนี้การค้าในระดับที่สูงจะส่งผลทำให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำลง

และในระยะเวลาถัดมา Nazir, M.S. and Afza, T. (2009) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของการใช้นโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบกล้าเสี่ยงเทียบกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยใช้ข้อมูลกลุ่มตัวอย่าง ในช่วงปี ค.ศ. 1998-2005 โดยตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์คือผลกระทบของนโยบายในการจัดการเงินทุนหมุนเวียนและนโยบายในการจัดหาเงิน ซึ่งวัดในรูปแบบของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และ Tobin q ตามลำดับ ผลการศึกษาพบว่ากิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้ถ้ากิจการปรับเปลี่ยนการใช้นโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนจากกลยุทธ์แบบกล้าเสี่ยงมาเป็นกลยุทธ์แบบระมัดระวัง นอกจากนี้ในการศึกษาพบว่านักลงทุนยังให้น้ำหนักความสำคัญต่อหุ้นหรือมูลค่ากิจการในการที่บริษัทใช้กลยุทธ์แบบกล้าเสี่ยงเพื่อบริหารในเรื่องการจัดการหนี้สินระยะสั้น

ทั้งนี้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมดเป็นการชี้การใช้ทุนของบริษัทมาก ซึ่งขึ้นอยู่กับอุตสาหกรรม บริษัทที่ต้องการการลงทุนเริ่มต้นสูง โดยทั่วไปจะมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมดในระดับต่ำ และสุดท้ายในการทำวิจัยของต่างประเทศ Nobanee and Albajjar (2009) ได้ศึกษาความสัมพันธ์เงินทุนหมุนเวียนกิจการกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยมีกลุ่มตัวอย่างจำนวน 2,123 บริษัท ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1990-2004 ที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์โตเกียว พบว่ากิจการสามารถเพิ่มความสามารถในการทำกำไรได้ ถ้ากิจการทำให้งจรเงินสดและระยะเวลาเก็บหนี้สั้นลง ตลอดจนทำให้อัตรามูลเงินของสินค้าคงเหลือเร็วขึ้น และขยายระยะเวลาชำระหนี้ให้ยาวนานขึ้นแต่การขยายระยะเวลาในการชำระหนี้อาจจะส่งผลต่อชื่อเสียงของบริษัทในระยะยาวก็เป็นได้

สำหรับในประเทศไทยได้มีผู้วิจัยทำการศึกษาเกี่ยวกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนี้

โกสิน ประสิทธิ์สุทธิพร (2553) ได้ทำการศึกษาวินิจฉัยเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยให้ตัวแปรอิสระคือ วงจรเงินสด ระยะเวลาในการเก็บหนี้เฉลี่ย ระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้เฉลี่ย อายุเฉลี่ยสินค้าคง อัตรารส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม อัตรานี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อสินทรัพย์รวม และ ยอดขาย จากการศึกษาพบว่า การบริหารเงินทุนหมุนเวียนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์กันอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ในทิศทางตรงกันข้ามกัน

ธรากร หทัยเจริญลาภ (2553) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการในอุตสาหกรรมการผลิตของประเทศไทย โดยได้ผลการศึกษาว่า การจัดการเงินทุนหมุนเวียนมีความสำคัญกับกิจการที่อยู่ในอุตสาหกรรมการผลิต โดยตัวแปร ระยะเวลาในการเก็บสินค้าคงเหลือ วงจรเงินสด และวงจรการค้า มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของกิจการในทิศทางตรงกันข้าม หมายความว่า ถ้ากิจการลดระยะเวลาวงจรเงินสดได้ จะสามารถช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้

นอกจากนี้ ยังพบว่ากิจการเลือกที่จะลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนระดับสูงเพราะจะช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของกิจการได้และพบว่ากิจการควรใช้นโยบายแบบระมัดระวัง หรือ Conservative policy ในการจัดหาแหล่งเงินทุนในเงินทุนเหนียวแน่น กล่าวคือใช้แหล่งเงินทุนระยะยาวมากกว่าระยะสั้น อีกทั้งยังพบว่า อัตรารส่วนหนี้สินทางการเงิน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงาน

สำหรับการวิจัยที่ผ่านมาผู้วิจัยมักจะให้นำหนักแนวคิดการเพิ่มความสามารถในการทำกำไรให้กับบริษัทด้วยการลดการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนหรือให้ใช้กลยุทธ์แบบระมัดระวัง (Conservative

policy) ทั้งนี้ในงานวิจัยจะทดสอบความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนของกิจการต่อความสามารถในการทำกำไร โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ระหว่างปี 2550 ถึงปี 2559 จำนวน 87 บริษัทค่าตัวแปรตาม ที่ต้องการศึกษา คืออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)และสำหรับการศึกษารั้งนี้จะเพิ่มเติม (Additional proxies) ตัวแปรเข้าไปอีกสองตัวแปร ได้แก่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (ROCE) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(ROE) และงานวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยมีสมมติฐานในการวิจัยดังนี้

H1: ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนหมุนเวียนของกิจการกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

H2: ถ้าเงินทุนหมุนเวียนของกิจการไม่ได้อยู่ในระดับที่เหมาะสมจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง

โดยใช้การวิเคราะห์ Panel Data Regression ในการทดสอบ



บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้แบ่งเนื้อหาในส่วนระเบียบวิธีวิจัยออกเป็น 5 หัวข้อดังนี้คือ

- 3.1 รูปแบบการวิจัย
- 3.2 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
- 3.3 ขั้นตอนการดำเนินงานวิจัย
- 3.4 การเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.5 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์

3.1 รูปแบบการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้จะใช้การวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) หมายถึง การมุ่งหาข้อเท็จจริงหรือข้อสรุปในเชิงปริมาณ เน้นการใช้ข้อมูลที่เป็นตัวเลขเป็นหลักฐานยืนยันความถูกต้องในผลการศึกษาที่ได้ค้นพบ จากการใช้เครื่องมือการวิจัย โดยจะเก็บข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary Data) ตลอดถึงการทบทวนวรรณกรรม (Literature Review) และการทบทวนทฤษฎีรวมถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง จากนั้นจึงนำข้อมูลที่เก็บรวบรวมมาทำการวิเคราะห์ด้วยโปรแกรมคอมพิวเตอร์สำเร็จรูป

3.2 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลในการคำนวณตัวแปรต่าง ๆ จากงบการเงิน ของบริษัทจดทะเบียน เป็นข้อมูลในการศึกษา ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ระหว่างปี 2550 ถึง 2559 จำนวน 105 บริษัท ทั้งนี้โดยไม่นับรวมถึงธุรกิจธนาคาร ประกันภัยและประกันชีวิตเนื่องจากกลุ่มธุรกิจการเงินมีโครงสร้างธุรกิจมีระบบบัญชีและงบการเงินที่แตกต่างกับของกลุ่มธุรกิจอื่น ตลอดถึงบริษัทที่มีการจัดโครงสร้างในรูปแบบของการถือหุ้นในบริษัทอื่น (Holding Company) เนื่องจากกิจการมีแนวโน้มที่จะขยายการเติบโตไปในสายธุรกิจทั้งที่เกี่ยวข้อง และไม่เกี่ยวข้องกันกับธุรกิจเดิม ทั้งในประเทศและหรือต่างประเทศ ในรูปแบบของบริษัทย่อยมากขึ้น

อีกทั้งมีการเพิ่มจำนวนของบริษัทในเครือที่มีโครงสร้างในลักษณะต่าง ๆ กัน มากขึ้น ซึ่งมีจำนวนไม่น้อยที่ประสงค์จะยื่นคำขอเข้าจดทะเบียน อีกทั้งบริษัทในลักษณะดังกล่าวข้างต้น จะไม่มีสินค้าคงเหลือ (Inventory) และไม่นับรวมกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) เนื่องจากหลักทรัพย์ดังกล่าวมีลักษณะเป็นหน่วยทรัสต์ไม่ใช่หุ้นสามัญ ทั้งนี้ได้มีข้อกำหนดเพิ่มเติมอีกดังนี้

1. ไม่เป็นบริษัทที่ถูกจัดให้อยู่ในกลุ่มที่กำลังฟื้นฟูการดำเนินงาน
2. ไม่เป็นบริษัทที่ถูกขึ้นเครื่องหมาย H (Trading Hall) หรือถูกขึ้นเครื่องหมาย SP
3. เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

ยกเว้น กลุ่มธุรกิจการให้บริการทางการเงิน (Financial) เช่น ธนาคาร เช่าซื้อ การประกันภัยประกันชีวิต เข้ามาทำการวิเคราะห์ เนื่องจากกลุ่มธุรกิจการเงินมีโครงสร้างธุรกิจมีระบบบัญชีและงบการเงินที่แตกต่างกับของกลุ่มธุรกิจอื่น

4. ไม่เป็นบริษัทที่มีการจัดโครงสร้างในรูปแบบของการถือหุ้นในบริษัทอื่น (Holding Company) เนื่องจากกิจการต้องมีการเติบโตตลอดเวลา และมีแนวโน้มที่จะขยายการเติบโตไปในสายธุรกิจทั้งที่เกี่ยวข้องและไม่เกี่ยวข้องกับธุรกิจเดิมในรูปแบบของบริษัทย่อยมากขึ้น อีกทั้งมีการเพิ่มจำนวนของบริษัทในเครือที่มีโครงสร้างในลักษณะต่าง ๆ กัน มากขึ้นซึ่งมีจำนวนไม่น้อยที่ประสงค์จะยื่นคำขอเข้าจดทะเบียน อีกทั้งบริษัทในลักษณะดังกล่าวข้างต้น จะไม่มีสินค้าคงเหลือ (Inventory)

อย่างไรก็ดีในงานวิจัยครั้งนี้ มีข้อจำกัดในการเก็บข้อมูลที่นำมาใช้ในการประมวลผล กล่าวคือกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการวิจัยจะอยู่ในช่วงปีพ.ศ. 2550-2559 ซึ่งในช่วงเวลาดังกล่าวอาจจะมีบางบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) มีการถอดถอนออกจากตลาดหรือมีการย้ายไปสู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ผู้วิจัยจะไม่นำข้อมูลบริษัทนั้นมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้

3.3 ขั้นตอนการดำเนินงานวิจัย (Methodology)

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) มีขั้นตอนการดำเนินงานวิจัย 5 ขั้นตอน ดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 การศึกษาแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องต่าง ๆ ตลอดจนการทบทวนวรรณกรรมงานวิจัยที่มีผู้ที่เคยมีการทำการวิจัยมาก่อนหน้ามาแล้ว

ขั้นตอนที่ 2 กำหนดกรอบแนวความคิดในการวิจัย เพื่อทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI)

ขั้นตอนที่ 3 การเก็บรวบรวมข้อมูลและการวิเคราะห์ข้อมูล โดยในการวิจัยนี้ผู้วิจัยได้มีการเก็บข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary Data) จากสื่อข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET SMART) ทั้งนี้ผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 – 2559 จากนั้นจึงได้นำข้อมูลมาทำการวิเคราะห์หาค่าทางสถิติเพื่อทำการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

ขั้นตอนที่ 4 การสรุปผลข้อมูลและการอภิปรายผลของงานวิจัย โดยผู้วิจัยจะต้องสรุปผลและอธิบายถึงค่าที่แสดงผลออกมาว่าเป็นอย่างไรมีความสัมพันธ์กับสมมติฐานที่ได้กำหนดไว้หรือไม่

ขั้นตอนที่ 5 การนำเสนอผลการวิจัยตามที่ได้มีการทำการวิจัยมาว่าเป็นไปตามวัตถุประสงค์และสมมติฐานต่าง ๆ หรือไม่อย่างไร

3.4 การเก็บรวบรวมข้อมูล

3.4.1 ตัวแปรตาม (Dependent variables)

ค่าตัวแปรตาม ที่ต้องการศึกษาที่ใช้เป็นตัวชี้วัดสำคัญเนื่องจากเป็นตัวแปรที่วัดประสิทธิภาพการบริหารจัดการทรัพยากรหรือการจัดการเงินลงทุนการดำเนินงาน (Lev and Sunder, 1979) อีกทั้งเป็นการต่อยอดจากงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมาเพื่อใช้วัดความสามารถในการทำกำไรของกิจการ (Martinez-Sola et al., 2014; Tauringana and Afrifa, 2013) คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return On Assets) ทั้งนี้บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูงแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทโดยใช้วัดค่าความสามารถในการทำกำไรของกิจการ (Firm Profitability) คำนวณได้จากกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีงบประมาณ (Financial year) ในการศึกษาครั้งนี้จะเพิ่มเติม (Additional proxies) ตัวแปรตามอีกสองตัวแปรเพื่อวัดความสามารถการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ทั้งนี้สามารถคำนวณได้จาก

$$ROA = \text{กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี} / \text{สินทรัพย์รวม}$$

ในการศึกษาครั้งนี้จะเพิ่มเติม (Additional proxies) ตัวแปรเข้าไปอีก 2 ตัวแปรได้แก่

1. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป หรือ Return On Capital Employed (ROCE) โดยพิจารณาว่าสิ่งสำคัญสำหรับบริษัท ในการรักษา ROCE ที่เพิ่มขึ้นเพื่อให้เห็นว่าธุรกิจมีเสถียรภาพโดยมองไปที่ Operating Asset หรือสินทรัพย์ดำเนินงานที่เอาไว้ทำให้บริษัทแข่งขันต่อไป

ได้ทุกปี เช่น โรงงาน เครื่องจักร เพื่อผลตอบแทนระยะยาวของสินทรัพย์ (fixed asset) ลงทุนแล้ว คู้มค่าอย่างไรหรือมองอีกด้านหนึ่งคือส่วนของทุนรวมกับภาระหนี้สินระยะยาว (Long-term Debt) ที่บริษัทมีนั้นเมื่อนำมาลงทุนในสินทรัพย์ดำเนินงานแล้วให้ผลตอบแทนคู้มค่าหรือไม่ ซึ่งสามารถ คำนวณได้จาก

$$ROCE = \text{กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี} / (\text{สินทรัพย์รวม} - \text{หนี้สินหมุนเวียน})$$

ทั้งนี้หนี้สินหมุนเวียนได้แก่ หนี้สินที่มีระยะเวลาครบกำหนดชำระคืนภายใน 1 ปี)

2. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หรือ Return on Equity (ROE) กล่าวคือ อัตราส่วนดังกล่าวจะสามารถบอกถึงศักยภาพว่าบริษัทมีความสามารถในการเปลี่ยนเงินลงทุนที่ผู้ถือหุ้นลงทุนไปได้ดีมากน้อยแค่ไหน เช่นหาก ROE เท่ากับ 1% นั้นหมายความว่าทุก 100 บาทที่นักลงทุน ลงทุนไปในบริษัทซึ่งบริษัทสามารถนำเงินนั้น ไปทำกำไรกลับมา 1 บาท โดยบริษัทที่มีค่า ROE เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องนั้นแปลว่าบริษัทมีความสามารถในการบริหารและทำกำไรจากส่วนของผู้ถือหุ้น ได้มากขึ้น แต่ในทางกลับกันถ้า ROE ลดลงก็บอกถึงการที่บริษัทอาจบริหารเงินลงทุนจากผู้ถือหุ้น ได้ไม่ดีมากนัก สามารถคำนวณได้จาก กำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น ทั้งนี้สามารถคำนวณ ได้จาก

$$ROE = \text{กำไรสุทธิ} / \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}$$

3.4.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

ในงานวิจัยนี้ตัวแปรอิสระที่จะใช้ในการศึกษา ได้แก่ วงจรเงินสด หรือ Cash Conversion Cycle (CCC) เป็นตัวชี้วัดระดับเงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินกิจการของบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมที่มีความสำคัญมากด้วยเหตุผลที่ว่า การเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอก จะทำได้ค่อนข้างยาก (Whited, 1992; Fazzari and Petersen, 1993) หรือหากสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุน ภายนอกได้ก็จะมีต้นทุนในการกู้ยืมค่อนข้างสูงกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ (Soenen, 1993; Deloof, 2003; Garcia Teruel and Martinez Solano, 2007; Banos Caballero, 2010, 2012; Tauringana and afrifa, 2013)

ตารางที่ 3.1 การคำนวณของตัวแปรอิสระ

ตัวแปรอิสระ	การคำนวณ
วงจรเงินสด Cash Conversion Cycle (CCC)	$(\text{สินค้าคงคลัง/ต้นทุนขาย}) \times 365 + (\text{ลูกหนี้การค้า/ยอดขาย}) \times 365 - (\text{เจ้าหนี้การค้า/ต้นทุนขาย}) \times 365$

3.4.3 ตัวแปรควบคุม (Control variables)

ตารางที่ 3.2 รายละเอียดตัวแปรควบคุม

ตัวแปรควบคุม	การคำนวณ
อายุของกิจการ (COAGE)	อายุบริษัทตั้งแต่จัดตั้งจนกระทั่งเข้าจดทะเบียน (ปี)
ขนาดของกิจการ (COSIZE)	จะใช้สินทรัพย์รวม (Total Asset) และใช้การ take log n
โครงสร้างทางการเงิน (LEV)	อัตราส่วนหนี้สินรวมหารด้วยส่วนทุน
สินทรัพย์ที่มีตัวตน (ATAN)	อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรหารด้วยสินทรัพย์รวม
อัตราส่วนสภาพคล่อง (LIQ)	สินทรัพย์หมุนเวียนหารด้วยหนี้สินหมุนเวียน
การจัดหาเงินทุนระยะสั้น (SFIN)	หนี้สินหมุนเวียนหารด้วยสินทรัพย์รวม

ในการวิจัยครั้งนี้มีตัวแปรควบคุมทั้งหมดจำนวน 6 ตัวแปร ได้แก่

1. อายุของกิจการ (COAGE) อายุบริษัทตั้งแต่จัดตั้งจนกระทั่งเข้าจดทะเบียน (ปี)
2. ขนาดของกิจการ (COSIZE) ในงานวิจัยนี้ผู้วิจัยจะใช้สินทรัพย์รวม (Total Asset) และใช้การ take log n เพื่อลดการผันผวนในการวิเคราะห์ผลการทดสอบ
3. โครงสร้างทางการเงิน (LEV) คำนวณจากอัตราส่วนหนี้สินรวมหารด้วยส่วนทุน ความต้องการเงินทุนก็เพิ่มมากขึ้นและมีความจำเป็นต้องหาแหล่งเงินทุน (Source of Fund) ที่สามารถรองรับปริมาณเงินทุนที่ต้องการได้ เงินกู้จากธนาคารพาณิชย์เป็น แหล่งเงินทุนที่คุ้นเคยและตอบโจทยให้กับธุรกิจไทยมาตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม การมีแหล่งเงินทุนด้วยการสร้างหนี้สิน (Debt) เพียงแหล่งเดียว หรือในสัดส่วนที่สูงเกินไปย่อมไม่เกิดผลดีแก่กิจการ การมีแหล่งเงินทุนที่เป็น ลักษณะ “หุ้น” หรือการเพิ่มสัดส่วนของทุน (Equity) จึงเป็นสิ่งที่กิจการควร พิจารณา เนื่องจากการมีฐานในส่วนของทุนที่เหมาะสมหรือมีความสมดุล (Balance) กับหนี้สินของกิจการจะช่วยลดความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Leverage) และเป็นประโยชน์ต่อการเติบโตของธุรกิจในระยะยาว

4. สินทรัพย์ที่มีตัวตน (ATAN) สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Assets) หมายถึง สินทรัพย์ที่สัมผัสได้ มองเห็นและมีตัวตนได้แก่ เงินสด เงินฝากธนาคาร ตั๋วเงินรับ ลูกหนี้ สินค้าคงเหลือ วัสดุสำนักงาน ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ คำนวณจากอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรหารด้วยสินทรัพย์รวม

5. อัตราส่วนสภาพคล่อง (LIQ) ใช้วัดความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้น หรือวัดสภาพคล่องของกิจการ ค่าที่คำนวณได้ควรจะมีค่ามากกว่า 1 นั้นย่อมหมายความว่าบริษัทมีสภาพคล่องและมีความสามารถในการชำระหนี้ได้ คำนวณจากสินทรัพย์หมุนเวียนหารด้วยหนี้สินหมุนเวียน

6. การจัดหาเงินทุนระยะสั้น (SFIN) เป็นเงินทุนที่ได้จากการก่อหนี้ระยะสั้น ซึ่งมีกำหนดชำระคืนไม่เกิน 1 ปี ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินกิจการ โดยนำไปลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน เช่น ลูกหนี้การค้า และ สินค้าคงเหลือ คำนวณจากหนี้สินหมุนเวียนหารด้วยสินทรัพย์รวม

3.5 วิธีการทางสถิติ

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้มีลักษณะเป็น Panel Data regression กล่าวคือ เป็นข้อมูลที่ประกอบด้วยอนุกรมเวลาของแต่ละข้อมูล (Time Series Data) ของแต่ละข้อมูลภาพตัดขวาง (Cross Sectional Data) มีลักษณะที่มีการเก็บข้อมูลจากหลายหน่วยสำรวจในช่วงเวลาเดียวกันและทำการเก็บข้อมูลมากกว่า 1 ช่วงเวลา โดยในงานวิจัยนี้เก็บข้อมูลของแต่ละบริษัทจดทะเบียนครอบคลุมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 ถึง 2559 โดยสนใจศึกษาขนาดและทิศทางความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนของกิจการต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียน และพิจารณาถึงตัวแปร 6 ตัวแปร ที่มีผล ดังแสดงในสมการเส้นตรงต่อไปนี้

$$PROFit = \beta_0 + \beta_1(CCC) + \beta_2(CCC)^2 + \sum_{k=1}^6 \beta_2 \text{CONTROLS}_{it} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$CCC_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{COSIZE}_{it}) + \beta_2(\text{ATAN}_{it}) + \beta_3(\text{LEV}_{it}) + \beta_4(\text{COAGE}_{it}) + \beta_5(\text{LIQ}_{it}) + \beta_6(\text{SFIN}_{it}) + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$PROFit = \beta_0 + \beta_1(\text{DEVIATION}) + \sum_{k=1}^7 \beta_2 \text{CONTROLS}_{it} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (3)$$

$$PROFit = \beta_0 + \beta_1(\text{DEVIATION}) + \beta_2(\text{INTERACT}) + \sum_{k=1}^6 \beta_3 \text{CONTROLS}_{it} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (4)$$

โดยที่ PROFit วัดโดย อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ หรือ Return on Aseet (ROA)

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หรือ Return on Equity (ROE)

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป หรือ Return on Capital Employed (ROCE)

ส่วนตัวแปรอื่น ๆ ได้แก่ วงจรเงินสดของกิจการ หรือ Cash Conversion Cycle (CCC) ขนาดของกิจการ (COSIZE) สินทรัพย์ที่มีตัวตน (ATAN) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (LEV) สภาพคล่องของกิจการ (LIQ) การจัดการแหล่งเงินทุนระยะสั้น (SFIN) อายุของกิจการ (COAGE)



บทที่ 4 ผลการวิจัย

ส่วนนี้เป็นการนำปัจจัยที่กำหนดข้างต้นมาทดสอบหาความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนของกิจการต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) โดยตัวแปรที่ใช้ได้แก่ อายุของกิจการ (Company Age) ในที่นี้ใช้อายุบริษัทตั้งแต่จัดตั้งจนกระทั่งเข้าจดทะเบียน ขนาดของกิจการ (Company size) ในงานวิจัยนี้ผู้วิจัยจะใช้สินทรัพย์รวม (Total Asset) และใช้การ take log n เพื่อลดการผันผวนในการวิเคราะห์ผลการทดสอบ, โครงสร้างทางการเงิน (Financial Leverage) คำนวณจากอัตราส่วนหนี้สินรวมหารด้วยส่วนทุน, สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Asset Tangibility) คำนวณจากอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรหารด้วยสินทรัพย์รวม, อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) คำนวณจากสินทรัพย์หมุนเวียนหารด้วยหนี้สินหมุนเวียน, การจัดหาเงินทุนระยะสั้น (Short-term Financing) คำนวณจากหนี้สินหมุนเวียนหารด้วยสินทรัพย์รวม

4.1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของแต่ละตัวแปร

ตารางที่ 4.1 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของแต่ละตัวแปร

Variable	Obs.	Mean	SD
CCC	519	78.1306	79.24923
CCC ²	519	12372.71	16124.95
ROA	519	8.22628	10.39561
ROCE	519	10.63387	18.52373
ROE	519	9.636619	19.81851
COAGE	519	22.36031	9.470501
COSIZE	519	13.3942	0.7729009
ATAN	519	1.322184	7.733128
LEV	519	2.342302	16.26787
LIQ	519	2.277203	2.370222
SFIN	519	0.4521025	0.3135318

สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าเฉลี่ยที่ 8.22628 ตัวแปรอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (ROCE) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 10.63387 สำหรับค่าเฉลี่ยตัวแปรอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 9.636619 และค่าเฉลี่ยของวงจรเงินสด (CCC) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 78.1306 วัน ซึ่งหมายความว่ามีการนำสินค้าคงคลังออกไปขาย และ มีการเก็บเงินจากลูกค้าได้ช้ากว่า นำเงินไปจ่ายซัพพลายเออร์ สถิติเชิงบรรยายของตัวแปรควบคุมแสดงให้เห็นถึง ค่าเฉลี่ยของอายุบริษัท (Company Age) อยู่ที่ 22.36031 ปี ค่าเฉลี่ยของขนาดบริษัท (Company size) อยู่ที่ 13,394,200 บาท ในส่วนค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์ที่มีตัวตน (ATAN) อยู่ที่ 1.322184 ค่าเฉลี่ยโครงสร้างทางการเงิน (LEV) อยู่ที่ 2.342302 เท่า และสำหรับค่าเฉลี่ยอัตราส่วนสภาพคล่อง (LIQ) อยู่ที่ 2.277203 และค่าเฉลี่ยของการจัดหาเงินทุนระยะสั้น (SFIN) อยู่ที่ 0.4521025



ตารางที่ 4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

	ROA	ROE	ROCE	COSIZE	COAGE	CCC	CCC ²	SFIN	ATAN	LEV	LIQ
ROA	1										
ROE	0.8354	1									
ROCE	0.6000	0.6596	1								
COSIZE	-0.2003***	-0.1669***	-0.0529***	1							
COAGE	-0.1004***	-0.1213***	-0.0819***	0.1227	1						
CCC	-0.0710***	-0.0392***	-0.0437***	0.1664	0.0972	1					
CCC ²	-0.0483***	-0.0169***	-0.0383***	0.1389	0.0672	0.8399	1				
SFIN	-0.1022***	0.0484	0.1495	-0.0848***	-0.1522***	-0.0077***	-0.0045***	1			
ATAN	0.0225	0.0198	-0.0091***	-0.0860***	-0.0037***	-0.0238***	-0.0366***	-0.0276***	1		
LEV	-0.1358***	-0.0776***	0.0448	0.0332	0.0622	-0.0545***	-0.0596***	0.1852	-0.0114***	1	
LIQ	0.2170	0.1090	0.0477	-0.0580***	0.0819	0.1423	0.1692	-0.4725***	0.0632	-0.0871***	1

Notes: *, **, *** Significant at 0.10, 0.05 and 0.01 levels, respectively

4.2 ผลการศึกษาการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

ผลการศึกษาที่ได้แสดงทิศทางความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปรอธิบายตามทฤษฎี เทียบกับผลที่ได้จริงจากวิธี Pearson Correlation Coefficient ผลวิจัยพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรการสร้างกระแสเงินสด (Cash Conversion Cycle) และตัวแปรตามที่ใช้ทดสอบความสามารถในการทำกำไร ทั้งสามตัวแปร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (Return On Capital Employed) และ อัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น (Return On Equity) มีความสัมพันธ์เป็นลบอย่างมีระดับนัยสำคัญ

เมื่อทดสอบโดยใช้โปรแกรม STATA ผลการทดสอบจะได้ค่าสหสัมพันธ์ (Pearson correlation: r) ดังตารางที่ 4.2 โดยค่าสหสัมพันธ์ระหว่างคู่ตัวแปรอิสระเอง มีค่าต่ำที่สุดเท่ากับ -0.0871 ในขณะที่ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างคู่ตัวแปรอิสระมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.1852 สรุปได้ว่าตัวแปรอิสระทุกตัวสามารถนำเข้ามาใช้ในสมการได้ เนื่องจากผลการทดสอบสหสัมพันธ์เพียร์สันระหว่างตัวแปร พบว่าไม่มีตัวแปรอิสระใดที่เกิดลักษณะที่เรียกว่า Multicollinearity คือมีสหสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระมากกว่า 2 ตัวขึ้นไป ซึ่งจะไม่สามารถใช้คาดการณ์ตัวแปรตามได้ อย่างไรก็ตาม ตามที่ Myers (1990) กล่าวว่า การทดสอบร่วมที่มีตัวแปรมากกว่า 2 ตัวแปรขึ้นไป จะมีความน่าเชื่อถือ ถึงแม้ว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ จะมีค่ามากที่สุดตาม สำหรับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) กับความสามารถในการทำกำไร โดยได้ทำการทดสอบกับทั้ง 3 ตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (Return On Capital Employed) และอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น (Return On Equity) ผลการทดสอบพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง วงจรเงินสด กับ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 มีค่าเท่ากับ -0.0710 ส่วนค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสด กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก มีค่าเท่ากับ 0.0371 ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 1

สำหรับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสด (CCC) กับอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ มีค่าเท่ากับ -0.0392 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ในส่วนความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) กับ ตัวแปรควบคุม มีค่าเป็นบวกกับอัตราส่วนสภาพคล่อง (LIQ) และสินทรัพย์ที่มีตัวตน (ATAN) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ขณะที่มีค่าเป็นลบ กับ ตัวแปรอิสระที่เหลืออีก 4 ตัวแปร ได้แก่ โครงสร้างทางการเงิน (LEV) ขนาดบริษัท (Company size) อายุบริษัท (Company Age) และการจัดหาเงินทุนระยะสั้น (SFIN) ส่วนความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (Return On Capital Employed) กับตัวแปรควบคุม มีค่าเป็นบวกกับการจัดหาเงินทุนระยะสั้น (SFIN) อัตราส่วนสภาพคล่อง

(LIQ), และโครงสร้างทางการเงิน (LEV) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ขณะที่มีค่าเป็นลบ กับตัวแปรขนาดบริษัท (Company size) อายุบริษัท (Company Age) และสินทรัพย์ที่มีตัวตน (ATAN) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับ ตัวแปรควบคุม มีค่าเป็นบวกกับการจัดหาเงินทุนระยะสั้น (SFIN) อัตราส่วนสภาพคล่อง (LIQ) และสินทรัพย์ที่มีตัวตน (ATAN) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ตามลำดับ ขณะที่มีค่าเป็นลบ กับ ตัวแปร อายุบริษัท (Company Age) ขนาดบริษัท (Company size) และโครงสร้างทางการเงิน (LEV) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

ตารางที่ 4.3 วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระดับเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ

Variables	ROA	SIG	ROCE	SIG	ROE	SIG
CCC	-0.03050119	***	-0.02540756		-0.06041998	***
CCC2	0.00003357		0.00011921		-0.00001461	
COAGE	-0.07236295		-0.08826972		-0.1270785	
COSIZE	-4.4895273	***	-0.26934029		-6.2378376	***
ATAN	-0.02535639		-0.04887008		-0.02974105	
LEV	-0.0211681		0.03439836		-0.00920935	
SFIN	3.6874514	**	16.914287	***	13.967574	***
LIQ	0.43111006	***	1.4297201	***	1.1350497	***
Adjusted R2	0.24074516		0.10577748		0.20768122	
Observation	519		519		519	
Constant	67.302518	***	6.2002853		86.003193	***

Notes: *, **, *** Significant at 0.10, 0.05 and 0.01 levels, respectively

จากตารางที่ 4.3 ได้แสดงผลการทดสอบของแบบจำลองสมการที่ 1 เพื่อหาความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

สำหรับในส่วนระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมจะทดสอบโดยใช้แบบจำลองสมการที่ 1 โดยที่ความสามารถในการทำกำไร คือ i และเวลาคือ t ขึ้นอยู่กับวงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) ซึ่งตัวแปรนี้ถูกนำมาใช้เพื่อทดสอบระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมทั้งกลยุทธ์แบบระมัดระวัง (Conservative Strategy) และกลยุทธ์แบบเชิงรุก (Aggressive Strategy) อีกทั้งเพื่อหาระดับที่เหมาะสม

ของความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ เพื่อที่จะยืนยันสมมติฐานของ β_1 ต้องมีค่าเป็นบวก

จากแบบจำลองที่ 1 ซึ่งมีตัวแปรควบคุมทั้งหมดจำนวน 6 ตัวแปร โดยวัดความสามารถในการทำกำไรที่แตกต่างกันจากตัวแปรตามจำนวน 3 ตัวแปร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (Return On Capital Employed) และอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น (Return On Equity) ผลการทดสอบได้ค่า Adjust R – square ที่ 0.24074516, 0.10577748 และ 0.20768122 ตามลำดับ สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) กับความสามารถในการทำกำไรที่วัดโดย ROA มีค่าเป็นลบ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ซึ่งไม่สอดคล้องกับการศึกษางานวิจัยก่อนหน้านี้ (Afriifa, 2014) ที่ได้ผลการวิจัยโดยความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสดกับความสามารถในการทำกำไร มีค่าเป็นบวก

ในขณะที่ตัวแปรควบคุม อายุของกิจการ (Company Age) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (ROA) ซึ่งไม่สอดคล้องตามวิจัยข้างต้น ที่ให้ค่าเป็นบวก สำหรับขนาดของกิจการ (Company Size) กับความสามารถในการทำกำไรที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเป็นลบ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ 0.01 กล่าวคือ บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอก ได้ง่ายกว่าหรือได้อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมที่ต่ำกว่า สอดคล้องกับงานวิจัย Yang and Chen (2009) โดยที่ตัวแปร โครงสร้างเงินทุน (Leveraged) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ ส่วนตัวแปรการจัดหาเงินทุนระยะสั้น (Short-term Financing) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Tauringgana และ afriifa (2013) และมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีหนี้สินระยะสั้นสูงอาจส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) ของบริษัทลดลง

สำหรับตัวแปรสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Asset Tangibility) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรทั้งสามตัวแปร ที่วัดโดย ROA ROCE และ ROCE และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ตัวแปรอัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) ส่งผลทางบวกต่อความสามารถในการทำกำไรที่วัดโดย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (ROCE) โดยมีระดับสำคัญทางสถิติ 0.01 ทั้งสามตัวแปร ส่วนตัวแปรขนาดบริษัท (Company Size) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA), และผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

ตารางที่ 4.4 การวิเคราะห์ส่วนเบี่ยงเบนจากระดับของเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม

Variables	ROA	SIG	ROCE	SIG	ROE	SIG
Deviation	-0.03529879	**	-0.06561683	**	-0.05655639	*
Interaction	-1.8490307	***	-3.0524211	**	-4.3878266	***
COAGE	-0.09174331		-0.11149308		-0.16095175	
COSIZE	-4.4989059	***	-0.23100731		-6.1705339	***
ATAN	-0.02667007		-0.04840221		-0.03172865	
LEV	-0.02568616		0.02888968		-0.01775909	
SFIN	3.7236783	**	16.863495	***	13.793892	***
LIQ	0.70363491	***	1.3630416	***	1.0966048	***
Adjusted R2	0.21848067		0.10154942		0.18693551	
Observation	519		519		519	
Constant	68.166922	***	7.2975133		86.985779	***

Notes: *, **, *** Significant at 0.10, 0.05 and 0.01 levels, respectively

ในการทดสอบการเบี่ยงเบนของเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมจะส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรหรือไม่

สำหรับในส่วนนี้จะเป็นการสอบทานเพื่อสนับสนุนแนวคิดที่ว่าความสามารถในการทำกำไรของ บริษัท จะลดลงหาก บริษัทย้ายออกหรือเปลี่ยนแปลงไปจากจุดของเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม ดังนั้นในส่วนนี้จะวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนเบี่ยงเบน (Deviation) จากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีอยู่ในแบบจำลองสมการที่ 1 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าจุดที่เหมาะสมที่สุดที่จะเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และความเบี่ยงเบนจากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมที่สุดนี้อาจลดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้ เพื่อให้สามารถกำหนดผลกระทบของการเบี่ยงเบนจากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม ตัวแปร วงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) จะถูกตัดออกและแทนที่ด้วยส่วนที่เหลือที่ประมาณไว้ในข้อกำหนดมาตรฐานสำหรับตัวแปรวงจรเงินสด เป็นตัวแปรอธิบาย นี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Martinez-Solaetal (2014) เนื่องจากความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนในกิจการกับความสามารถในการทำกำไร เป็นแบบไม่เชิงเส้น (Concave) โดยผลกระทบของวงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) จะเป็นตัวกำหนดส่วนเบี่ยงเบนไปจากเงินทุนหมุนเวียนระดับที่เหมาะสมส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

จากตารางที่ 4.4 ผลการวิเคราะห์โดยวิธี Panel Data Regression เพื่ออธิบายการเบี่ยงเบนของระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม โดยวัดจากความสามารถในการทำกำไรของตัวแปรตามทั้งสามตัวแปร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (Return On Capital Employed) และอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น (Return On Equity) วัดอุปสรรคหลักที่เรากำหนดค่า Deviation (สัมประสิทธิ์ β_1) เพื่อทดสอบว่ามีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทอย่างไร โดยที่เราคาดหวังว่า ความสัมพันธ์ของส่วนเบี่ยงเบน (Deviation) กับความสามารถในการทำกำไร จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ กล่าวคือ เมื่อมีการกำหนดค่าตัวแปรเพิ่มคือ INTERACT (สัมประสิทธิ์ β_2) โดยกำหนดให้ค่า INTERACT ที่เป็นค่า Residual จากแบบจำลองที่ 3 ซึ่งค่า Residual ที่ได้ ถ้าผลมีค่าเป็นบวก เราจะกำหนดให้ INTERACT มีค่าเป็น 1, ถ้า INTERACT มีค่าเป็นลบ กำหนดให้ INTERACT มีค่าเท่ากับ 0 ทั้งนี้เรากำหนดให้ตัวแปร Deviation เป็นตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิเคราะห์สมการที่ 4 ทั้งนี้ โดยเรากำหนดค่า Deviation + INTERACT (สัมประสิทธิ์ $\beta_1 + \beta_2$) มีค่าเป็นลบ ซึ่งเป็นผลกระทบต่อความคลาดเคลื่อนทั้งจุดที่เหนือกว่าด้านบน (above-optimal) และจุดที่อยู่ต่ำกว่าด้านล่าง (below-optimal) ที่ห่างจากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม ผลการทดสอบได้แสดงว่า ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนเบี่ยงเบน (Deviation) กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท เป็นไปในทิศทางลบอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (ROCE) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 และ 0.01 ตามลำดับ ซึ่งผลการทดสอบดังกล่าว จะช่วยสนับสนุนสมมติฐาน H2 กล่าวคือ ถ้าเงินทุนหมุนเวียนของกิจการไม่ได้อยู่ในระดับที่เหมาะสมจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง

จึงสรุปได้ว่า การที่บริษัทใช้กลยุทธ์เชิงรุก (Aggressive Strategy) หรือ กลยุทธ์แบบระมัดระวัง (Conservative Strategy) จะส่งผลต่อกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนกิจการต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ในช่วงปี พ.ศ. 2550-2559 จำนวน 105 บริษัท โดยกำหนดปัจจัยที่นำมาศึกษา 6 ปัจจัย ได้แก่ อายุของกิจการ (Company Age) อายุบริษัทตั้งแต่จัดตั้งจนกระทั่งเข้าจดทะเบียน ขนาดของกิจการ (Company size) ในงานวิจัยนี้ผู้วิจัยจะใช้สินทรัพย์รวม (Total Asset) และใช้การ $\text{take log } n$ เพื่อลดการผันผวนในการวิเคราะห์ผลการทดสอบ, โครงสร้างทางการเงิน (Financial Leverage) คำนวณจากอัตราส่วนหนี้สินรวมหารด้วยส่วนทุน, สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Asset Tangibility) คำนวณจาก อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรหารด้วยสินทรัพย์รวม, อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) คำนวณจากสินทรัพย์หมุนเวียนหารด้วยหนี้สินหมุนเวียน, การจัดหาเงินทุนระยะสั้น (Short-term Financing) คำนวณจากหนี้สินหมุนเวียนหารด้วยสินทรัพย์รวม

วิธีการศึกษาในครั้งนี้ผู้ทำการศึกษาใช้วิธี Panel Data Regression พบว่าการเบี่ยงเบนจากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมโดยวัดจากความสามารถในการทำกำไรของตัวแปรตามทั้งสามตัวแปร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (Return On Capital Employed) และอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น (Return On Equity) โดยที่เราคาดหวังว่าความสัมพันธ์ของส่วนเบี่ยงเบน (Deviation) กับความสามารถในการทำกำไร จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ และมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.01 ผลการทดสอบ ได้แสดงว่า ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนเบี่ยงเบน (Deviation) กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท เป็นไปในทิศทางลบอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (ROCE) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 และ 0.01 ตามลำดับ

ซึ่งผลการทดสอบดังกล่าว จะช่วยสนับสนุนสมมติฐานรอง (H2) กล่าวคือ ถ้าเงินทุนหมุนเวียนของกิจการ ไม่ได้อยู่ในระดับที่เหมาะสมจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง จึงสรุปได้ว่า การที่บริษัทใช้กลยุทธ์เชิงรุก (Aggressive Strategy) หรือกลยุทธ์แบบระมัดระวัง (Conservative Strategy) จะส่งผลต่อกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ

ตารางที่ 5.1 เปรียบเทียบตัวแปรที่ใช้ทดสอบจากงานวิจัยก่อนหน้า

ตัวแปร	ความสัมพันธ์กับ ความสามารถในการทำกำไร	อิทธิพลและความสำคัญในงานวิจัย
Company Age (COAGE)	-	บริษัทที่ดำเนินกิจการมานานอาจจะไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ง่ายกว่า ทั้งนี้อาจจะขึ้นกับปัจจัยอื่นๆ ของกิจการนั้นๆ ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัย Coad, A., Segarra, A. And Teruel, M. (2010)
Company Size (COSIZE)	-	บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ง่ายกว่าหรือได้อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมที่ต่ำกว่า สอดคล้องกับงานวิจัย Yang, C. and Chen, K. (2009)
Asset Tangible (ATAN)	-	บริษัทจำเป็นต้องมีส่วนของสินทรัพย์ที่จับต้องไม่ได้ในสัดส่วนที่สูงโดยจะต้องใช้ประโยชน์ให้ได้ประสิทธิภาพสูงสุด สอดคล้องกับ Harris, R. and Robinson, C. (2001)
Financial Leverage (LEV)	-	บริษัทที่ดำเนินกิจการมีโครงสร้างเงินทุนด้วยการก่อหนี้เพิ่มจะทำให้มีต้นทุนจากการกู้ยืมแหล่งเงินทุนจากภายนอกมากจะมี Agency Cost คือต้นทุนที่เจ้าหนี้ต้องมีการควบคุมดูแลบริษัทที่กู้และ Financial Distress Cost สูง สอดคล้องกับ Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976)
Liquidity Ratio (LIQ)	+	บริษัทที่มีสภาพคล่องกิจการสูงเกินไป จะให้เหินว่าจะเกิดต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) จากการนำสินทรัพย์หมุนเวียนไปลงทุนให้เกิดประโยชน์แก่บริษัท ไม่สอดคล้องกับ Hvide, H. K. and Moen, J. (2007)
การจัดหาเงินทุนระยะสั้น (SFIN)	+	บริษัทที่มีหนี้สินระยะสั้นสูงอาจส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) ของบริษัทลดลง ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Tauringgana และ Afrifa (2013)

สำหรับผลการศึกษาวิจัยในครั้งนี้มีตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมด 6 ตัวแปร ดังนี้ อายุของกิจการ (Company Age) ขนาดของกิจการ (Company size) โครงสร้างทางการเงิน (Financial Leverage) สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Asset Tangibility) อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) และการจัดหาเงินทุนระยะสั้น (Short-term Financing) โดยตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนมีจำนวน 2 ตัวแปร ได้แก่ การจัดหาเงินทุนระยะสั้น (SFIN) และอัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) อาจกล่าวได้ว่าบริษัทที่มีหนี้สินระยะสั้นสูงอาจส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) ของบริษัทลดลง ไม่สอดคล้องกับ

งานวิจัยของ Tauringgana และ Afrifa (2013) หรือบริษัทที่มีสภาพคล่องกิจการสูงเกินไป ซึ่งชี้ให้เห็นว่าจะเกิดต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) จากการนำสินทรัพย์หมุนเวียนไปลงทุนให้เกิดประโยชน์แก่บริษัท ซึ่งสอดคล้องกับ Hvide, H.K. and Moen, J. (2007) ส่วนตัวแปรที่เหลืออีก 4 ตัว มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ได้แก่ อายุกิจการ (Company Age) อาจกล่าวได้ว่าบริษัทที่ดำเนินกิจการมานานอาจจะไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ง่ายกว่าทั้งนี้อาจจะมีปัจจัยอื่น ๆ ที่มาสนับสนุนมากกว่าการที่บริษัทนั้นเปิดมานานแล้วซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้านี้ของ Coad, A., Segarra, A. and Teruel, M. (2010) สำหรับตัวแปรขนาดกิจการ (Company Size) กล่าวคือบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ง่ายกว่าหรือได้อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมที่ต่ำกว่า สอดคล้องกับงานวิจัย Yang, C. and Chen, K. (2009) ถัดมาก็คือตัวแปรสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Asset Tangibility) ซึ่งบริษัทจำเป็นต้องมีส่วนของสินทรัพย์ที่จับต้องไม่ได้ในสัดส่วนที่สูง โดยจะต้องใช้ประโยชน์ให้ได้ประสิทธิภาพสูงสุด สอดคล้องกับ Harris, R. and Robinson, C. (2001) และตัวแปรโครงสร้างทางการเงิน (Financial Leverage) อาจกล่าวได้ว่าบริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนด้วยการก่อหนี้เพิ่มขึ้นจะทำให้มีต้นทุนการกู้ยืมจากแหล่งภายนอกมากหรืออาจเรียกว่าจะมี Agency Cost ซึ่งก็คือต้นทุนที่เจ้าหนี้ต้องมีการควบคุมดูแลบริษัทที่กู้และนอกจากนี้ยังอาจส่งผลให้เกิดภาวะ Financial Distress Cost สูงตามมาได้ ซึ่งสอดคล้องกับ Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976)

ทั้งนี้ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกจะสอดคล้องตามสมมติฐานหลักที่ตั้งไว้คือทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนหมุนเวียนของกิจการกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และสอดคล้องเป็นไปตามทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) เป็นการเปรียบเทียบต้นทุนและประโยชน์จากการก่อหนี้และหาโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุด โดยประโยชน์จากการก่อหนี้ (Benefits of Debt)

สำหรับตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 2 คือถ้าเงินทุนหมุนเวียนของกิจการไม่ได้อยู่ในระดับที่เหมาะสมจะส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) เป็นต้นทุนที่เกิดจากปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร หรือเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้น ดังนั้นควรมีมาตรการในการป้องกันต้นทุนตัวแทนที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งปัญหาดังกล่าวอาจเกิดจาก เจ้าหนี้จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น โดยอาจเกิด Asset Substitution Effect กล่าวคือ ผู้จัดการจะลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงมาก ผลตอบแทนสูง เพราะเมื่อได้ผลตอบแทนจะคืนเจ้าหนี้ก่อน ส่วนของเจ้าของจะเป็นลำดับถัดมา (Jensen & Meckling, 1976) เมื่อกิจการประสบปัญหาทางการเงิน ซึ่งมีโอกาสที่กิจการอาจจะถูกปิดตัวลงทำให้เกิดมีปัญหาด้าน Free Cash Flow (FCF) ทั้งนี้อำนาจในการบริหารจัดการบริษัทจะขึ้นอยู่กับดุลยพินิจและการตัดสินใจของคณะกรรมการหรือผู้บริหารระดับสูง รวมถึง

ประสบการณ์ของผู้บริหารในบริษัทเองอันจะส่งผลต่อมูลค่าของกิจการและความสามารถในการดำเนินธุรกิจที่ยั่งยืน (Sustainability) ต่อไปได้

สำหรับการทดสอบการเบี่ยงเบนเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมจะส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรหรือไม่ ในส่วนนี้เป็นการสอบทานเพื่อสนับสนุนแนวคิดที่ว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัท จะลดลงหาก บริษัท ข้ายออกหรือมีการเปลี่ยนแปลงจุดเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม ดังนั้นในส่วนนี้จะวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนเบี่ยงเบน (Deviation) จากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีอยู่ในแบบจำลองสมการที่ 1 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าจุดที่เหมาะสมที่สุดที่จะเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และความเบี่ยงเบนจากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมที่สุดนี้อาจลดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้ เพื่อให้สามารถกำหนดผลกระทบของการเบี่ยงเบนจากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม ตัวแปร วงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) จะถูกตัดออกและแทนที่ด้วยส่วนที่เหลือที่ประมาณไว้ในข้อกำหนดมาตรฐาน

สำหรับตัวแปรวงจรเงินสด เป็นตัวแปรอธิบายนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Martinez-Solaetal (2014) เนื่องจากความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนในกิจการกับความสามารถในการทำกำไรเป็นแบบไม่เชิงเส้น (Concave) โดยผลกระทบของวงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) จะเป็นตัวกำหนดส่วนเบี่ยงเบนไปจากเงินทุนหมุนเวียนระดับที่เหมาะสมส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

ผลการวิเคราะห์โดยวิธี Panel Data Regression เพื่ออธิบายการเบี่ยงเบนจากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม โดยวัดจากความสามารถในการทำกำไรของตัวแปรตามทั้งสามตัวแปร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (Return On Capital Employed) และอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น (Return On Equity) วัดดูประสงค์หลักที่เรากำหนดค่า Deviation (สัมประสิทธิ์ β_1) มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทอย่างไร โดยที่เราคาดหวังว่า ความสัมพันธ์ของส่วนเบี่ยงเบน (Deviation) กับความสามารถในการทำกำไร จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ เมื่อนำกำหนดค่าตัวแปรเพิ่มคือ INTERACT (สัมประสิทธิ์ β_2) กำหนดให้ค่า INTERACT ที่เป็นค่า Residual จากแบบจำลองที่ 3 ซึ่งค่า Residual ที่ได้ ถ้ามีค่าเป็นบวก เราจะกำหนดให้ INTERACT มีค่าเป็นลบ, ถ้า INTERACT มีค่าเป็นลบ กำหนดให้ INTERACT มีค่าเท่ากับ 0 เราคาดหวังค่า Deviation + INTERACT (สัมประสิทธิ์ $\beta_1 + \beta_2$) จะมีค่าเป็นลบ ซึ่งเป็นผลกระทบต่อความคลาดเคลื่อนทั้งจุดที่เหนือกว่าด้านบน (above-optimal) และจุดที่อยู่ต่ำกว่าด้านล่าง (below-optimal) ที่ห่างจากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม ผลการทดสอบ ได้แสดงว่า ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนเบี่ยงเบน (Deviation) กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท เป็นไปในทิศทางลบอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

(ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (ROCE) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 และ 0.01 ตามลำดับ ซึ่งผลการทดสอบดังกล่าว จะช่วยสนับสนุนสมมติฐาน H2 กล่าวคือ ถ้าเงินทุนหมุนเวียนของกิจการไม่ได้อยู่ในระดับที่เหมาะสมจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง

สรุปได้ว่า การที่บริษัทใช้กลยุทธ์เชิงรุก (Aggressive Strategy) หรือกลยุทธ์แบบระมัดระวัง (Conservative Strategy) จะส่งผลต่อกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) สำหรับในการศึกษาวิจัยในอนาคตผู้ที่สนใจในหัวข้อวิจัยนี้อาจทำการเพิ่มตัวแปรอื่น ๆ ที่น่าสนใจ หรือเป็นกรณีศึกษาที่จะเกิดขึ้นในอนาคตมาใช้ในการทดสอบหาความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมกับความสามารถในการทำกำไรหรืออาจจะศึกษาแบบเฉพาะเจาะจงในรายอุตสาหกรรมก็ย่อมได้



บรรณานุกรม

- ชรากร หทัยเจริญลาภ. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกิจการและผล
การดำเนินงานของกิจการในอุตสาหกรรมการผลิตของประเทศไทย. กรุงเทพฯ: สถาบันวิจัย
และให้คำปรึกษาแห่ง มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- โกคิน ประสิทธิ์สุทธิพร. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถใน
การทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาด้วย
ตนเองบัญชีมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms?
Journal of Business, Finance and Accounting, 30(3), 573-587.
- Garcia-Teruel, P.J. and Martinez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on
SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164-177.
- Godfred Adjapong Afrifa and Kesseven Padachi. (2014). Working capital level influence on SME
profitability. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 23(1), 44-63.
- Godfred Adjapong Afrifa. (2015). Net working capital, cash flow and performance of UK SMEs.
Review of Accounting and Finance, 15(1), 21-44.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs
and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Martinez-Sola, C., García-Truel, P.J. and Martínez-Solano, P. (2014). Trade credit and SME profitability.
Small Business Economics, 42(3), 561-577.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory
of investment. *American Economic Review*, 48(3), 267-297.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of
investment. *American Economic Review*, 48(3), 267-297.
- Nazir, M.S. and Afza, T. (2009). Impact of aggressive working capital management policy on firms
profitability. *The IUP Journal of Applied Finance*, 15(8), 19-30.
- Nobanee, H. (2009). *Working capital management and firm's profitability: an optimal cash conversion
cycle*. Available at: <http://ssrn.com/abstract/41471230> (accessed 10 October 2010).

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Nobanee, H. and Alhajjar, M. (2009). *Working capital management, operating cash flow and corporate performance*. Available at: <http://ssrn.com/abstract/41471236> (accessed 10 October 2011).
- Padachi, K. (2006). Trends in working capital management and its impact on firms' performance: an analysis of Mauritian small manufacturing firms. *International Review of Business Research Papers*, 2(2), 45-58.
- Tauringana, V. and Afrifa, G. A. (2013). The relative importance of working capital management and its components to SMEs profitability. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 20(3), 453-469.
- Tong, Z. (2008). Deviations from optimal CEO ownership and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 32(11), 2462-2470.
- Whited, T.M. (1992). Debt, liquidity constraints, and corporate investment: evidence from panel data. *Journal of Finance*, 47(4), 1425-1460.



ภาคผนวก ก

รายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)
ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 – 2559

ลำดับ	สัญลักษณ์	ชื่อหลักทรัพย์
1	SIMAT	บริษัท ไซแมท เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
2	BGT	บริษัท บีจีที คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
3	MILL	บริษัท บีจีที คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
4	TNDT	บริษัท ไทย เอ็น ดี ที จำกัด (มหาชน)
5	UBIS	บริษัท ยูบิส (เอเชีย) จำกัด (มหาชน)
6	MBAX	บริษัท มัลติแบกซ์ จำกัด (มหาชน)
7	BSM	บริษัท บีวเคอสมาร์ท จำกัด (มหาชน)
8	CRANE	บริษัท ชูไก จำกัด (มหาชน)
9	DIMET	บริษัท ไดเมท (สยาม) จำกัด (มหาชน)
10	THANA	บริษัท ธนาสิริ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
11	NBC	บริษัท เนชั่น บรอดแคสติ้ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
12	JUBILE	บริษัท ยูบิลี เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
13	KIAT	บริษัท เกียรติธนาขนส่ง จำกัด (มหาชน)
14	MOONG	บริษัท มุ่งพัฒนา อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
15	2S	บริษัท 2 เอส เมทัล จำกัด (มหาชน)
16	QLT	บริษัท ควอลิตี้เทค จำกัด (มหาชน)
17	HTECH	บริษัท แฮลเซียน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
18	TPOLY	บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน)
19	AGE	บริษัท เอเชีย กรีน เอนเนอจี จำกัด (มหาชน)
20	EFORL	บริษัท อี ฟอร์ แอล เอ็ม จำกัด (มหาชน)
21	PHOL	บริษัท ผลัญญะ จำกัด (มหาชน)
22	ARIP	บริษัท เออาร์ไอพี จำกัด (มหาชน)
23	NINE	บริษัท เนชั่น อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล เอ็ดดูเทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)
24	UAC	บริษัท ยูเอซี โกลบอล จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	สัญลักษณ์	ชื่อหลักทรัพย์
25	COL	บริษัท ซีโอแอล จำกัด (มหาชน)
26	UPA	บริษัท ยูไนเต็ด เพาเวอร์ ออฟ เอเชีย จำกัด (มหาชน)
27	TMI	บริษัท ทีระมงคล อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
28	CHOW	บริษัท เซาว์ สตีล อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
29	HYDRO	บริษัท ไฮโดรเทค จำกัด (มหาชน)
30	APCO	บริษัท เอเชีย น ายไฟฟ์ ไทชุกคอลลส์ จำกัด (มหาชน)
31	QTC	บริษัท ควิตี้ซี เอนเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)
32	COLOR	บริษัท สาลี คัลเลอร์ จำกัด (มหาชน)
33	GIFT	บริษัท แกรททิทูด อินฟินิท จำกัด (มหาชน)
34	META	บริษัท เมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
35	ARROW	บริษัท แอร์โรว์ ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)
36	MORE	บริษัท มอร์ รีเทิร์น จำกัด (มหาชน)
37	TMILL	บริษัท ที เอส ฟลาวมิลล์ จำกัด (มหาชน)
38	TMC	บริษัท ที.เอ็ม.ซี. อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
39	PPS	บริษัท โปรเจค แพลนนิ่ง เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
40	FPI	บริษัท ฟอร์จูน พาร์ท อินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
41	JCKH	บริษัท เจซีเค ฮอสพิทอลลิตี จำกัด (มหาชน)
42	TVD	บริษัท ทีวี ไคเร็ก จำกัด (มหาชน)
43	UWC	บริษัท เอื้อวิทยา จำกัด (มหาชน)
44	PJW	บริษัท ปัญญาพัฒนาพลาสติก จำกัด (มหาชน)
45	OCEAN	บริษัท โอเชียน คอมเมิร์ซ จำกัด (มหาชน)
46	SPVI	บริษัท เอส พี วี ไอ จำกัด (มหาชน)
47	GCAP	บริษัท จี แคปิตอล จำกัด (มหาชน)
48	FVC	บริษัท ฟิวเจอร์ วิชั่น จำกัด (มหาชน)
49	WINNER	บริษัท วินเนอร์กรุ๊ป เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
50	BKD	บริษัท บางกอก เดค-คอน จำกัด (มหาชน)
51	SEAOIL	บริษัท ซีออยล์ จำกัด (มหาชน)
52	AUCT	บริษัท สหการประมุล จำกัด (มหาชน)
53	MONO	บริษัท โมโน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
54	CHO	บริษัท ช ทวี จำกัด (มหาชน)
55	SANKO	บริษัท ชัง โกะ ไดคาสติง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
56	ECF	บริษัท อีสต์โคสต์เฟอร์นิเทจ จำกัด (มหาชน)
57	UREKA	บริษัท ยูเรกา ดีไซน์ จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	สัญลักษณ์	ชื่อหลักทรัพย์
58	AKP	บริษัท อัครีปการ จำกัด (มหาชน)
59	EA	บริษัท พลังงานบริสุทธิ์ จำกัด (มหาชน)
60	KCM	บริษัท เค.ซี.เมททอลซีท จำกัด (มหาชน)
61	PSTC	บริษัท เพาเวอร์ โซลูชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
62	JSP	บริษัท เจ. เอส. พี. พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
63	HARN	บริษัท หาญ เอ็นจิเนียริ่ง โซลูชั่นส์ จำกัด (มหาชน)
64	NCL	บริษัท เอ็นซีแอล อินเตอร์เนชั่นแนล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)
65	SPA	บริษัท สยามเวลเนสกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
66	TSE	บริษัท ไทย โซลาร์ เอ็นเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)
67	FSMART	บริษัท ฟอรัท สมาร์ท เซอร์วิสเซส จำกัด (มหาชน)
68	SMART	บริษัท สมาร์ทคอนกรีต จำกัด (มหาชน)
69	RWI	บริษัท ระยองไวร์ อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)
70	SKY	บริษัท สกาย ไอซีที จำกัด (มหาชน)
71	LDC	บริษัท แอลดีซี เด็นทัล จำกัด (มหาชน)
72	XO	บริษัท เอ็กโซติก ฟู้ด จำกัด (มหาชน)
73	TAKUNI	บริษัท ทากูนิ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
74	PDG	บริษัท พรอดคิจิ จำกัด (มหาชน)
75	AIRA	บริษัท ไอรา แคปิตอล จำกัด (มหาชน)
76	PLANET	บริษัท แพลนเน็ต คอมมิวนิเคชั่น เอเชีย จำกัด (มหาชน)
77	OTO	บริษัท วันทูน คอนแทคส์ จำกัด (มหาชน)
78	LIT	บริษัท ลิซ อิท จำกัด (มหาชน)
79	AIE	บริษัท เอไอ เอนเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)
80	K	บริษัท คิงส์เมน ซี.เอ็ม.ที.ไอ. จำกัด (มหาชน)
81	TACC	บริษัท ที.เอ.ซี. คอนซูเมอร์ จำกัด (มหาชน)
82	TNP	บริษัท ธนพิริยะ จำกัด (มหาชน)
83	RP	บริษัท ท่าเรือราชาเฟอร์รี่ จำกัด (มหาชน)
84	SR	บริษัท สยามราช จำกัด (มหาชน)
85	KOOL	บริษัท มาสเตอร์คูล อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
86	ATP30	บริษัท เอทีพี 30 จำกัด (มหาชน)
87	PIMO	บริษัท ไพโอเนียร์ มอเตอร์ จำกัด (มหาชน)
88	NVD	บริษัท เนอวานา ไดอิจัล จำกัด (มหาชน)
89	HPT	บริษัท โฮม พอตเทอร์ จำกัด (มหาชน)
90	TVT	บริษัท ทีวี ชั่นเดอร์ จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	สัญลักษณ์	ชื่อหลักทรัพย์
91	NDR	บริษัท เอ็น.ดี.รับเบอร์ จำกัด (มหาชน)
92	TPCH	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์ โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
93	AU	บริษัท ออฟเตอร์ ยู จำกัด (มหาชน)
94	AMA	บริษัท อาม่า มารีน จำกัด (มหาชน)
95	COMAN	บริษัท โคแมนชี อินเทอร์เน็ต เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
96	SELIC	บริษัท ซีลิก คอร์ป จำกัด (มหาชน)
97	ITEL	บริษัท อินเทอร์เน็ตลิงก์ เทเลคอม จำกัด (มหาชน)
98	TM	บริษัท เทค โนเมคัล จำกัด (มหาชน)
99	BIZ	บริษัท บิสซิเนสอะไลमेंท์ จำกัด (มหาชน)
100	BTW	บริษัท บีที เวลธ์ อินด์สตรีส์ จำกัด (มหาชน)
101	NETBAY	บริษัท เน็ตเบย์ จำกัด (มหาชน)
102	BM	บริษัท บางกอกซีทเม็ททัล จำกัด (มหาชน)
103	ASN	บริษัท เอเอสเอ็น โบรกเกอร์ จำกัด (มหาชน)
104	CHEWA	บริษัท ชีวาทัย จำกัด (มหาชน)
105	GTB	บริษัท เจตาแบค จำกัด (มหาชน)