

ปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ระดับเงินทุนหมุนเวียนของกิจการและกระแสเงินสด
จากการดำเนินงานของกิจการต่อความสามารถในการทำกำไรบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

พ.ศ. 2562

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

**ปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ระดับเงินทุนหมุนเวียนของกิจการและกระแสเงินสด
จากการดำเนินงานของกิจการต่อความสามารถในการทำกำไรบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)**

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ พ.ศ.



ชื่อ นามสกุล

ผู้วิจัย

.....
ตำแหน่งทางวิชาการและชื่อ นามสกุล,
คุณวุฒิ
อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

.....
ตำแหน่งทางวิชาการและชื่อ นามสกุล,
คุณวุฒิ
ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

.....
ดวงพร อาภาศิลป์, Ph.D.
คณบดี
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

.....
ตำแหน่งทางวิชาการและชื่อ นามสกุล,
คุณวุฒิ
กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

งานสารนิพนธ์เล่มนี้สำเร็จลงได้ด้วยความช่วยเหลือแนะนำและให้คำปรึกษาอย่างดียิ่งจาก อาจารย์กิตติชัย ราชมหา, Ph.D., อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธารวานิช, Ph.D., และรองศาสตราจารย์ชาติรี จันทรโคติกา, Ph.D. ที่ได้ให้คำปรึกษาแนะนำให้ข้อคิดเห็นต่างๆ ในการทำสารนิพนธ์เล่มนี้ ตลอดจนถึงการแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ด้วยความเอาใจใส่อย่างใกล้ชิดตั้งแต่ต้นจนเสร็จสมบูรณ์ ผู้ทำวิจัยขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูง ไว้ ณ ที่นี้

ขอขอบคุณคณาจารย์ต่างๆ ในวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล ที่พร้อมสอนวิชา ตลอดจนการศึกษา ทำให้ผู้วิจัยนำความรู้ได้จากการศึกษาครั้งนี้ นำไปใช้ในการทำงาน รวมถึงเพิ่มศักยภาพในการทำงานได้

ในท้ายที่สุดนี้ ขอขอบพระคุณกำลังใจและการสนับสนุนทั้งร่างกายและแรงใจจาก ครอบครัว คุณพ่อ คุณแม่ และครอบครัววณิชชากรทุกท่าน ทำให้งานสารนิพนธ์เล่มนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี รวมถึงเพื่อนร่วมชั้นเรียนที่ให้ความช่วยเหลือซึ่งกันและกันดีเสมอมา

เทพอมร วณิชชากร

ปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ระดับเงินทุนหมุนเวียนของกิจการและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการต่อความสามารถในการทำกำไรบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) FACTORS AFFECTING THE RELATIONSHIP BETWEEN THE OPTIMAL WORKING CAPITAL LEVEL ,OPERATING CASHFLOW AND THE FIRM PROFITABILITY OF THE LISTED COMPANY IN THE MARKET FOR ALTERNATIVE INVESTMENT (MAI)

เทพอมร วนิชชากร 5950099

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ศึกษานิพนธ์: กิตติชัย ราชมหา, Ph.D.,
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนของกิจการและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ในช่วงปี 2550-2559 จำนวน 87 บริษัท

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนกิจการในระดับที่เหมาะสม ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทโดยวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับเงินทุนหมุนเวียนของกิจการ ที่วัดโดยวงจรเงินสด หรือ Cash Conversion Cycle (CCC) เทียบกับกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยไม่นับรวมถึงธุรกิจธนาคาร ประกันภัยและประกันชีวิต และไม่นับรวมกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) การวิจัยครั้งนี้มีทฤษฎีต่างๆที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน(Capital Structure Theory) ทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) ทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน (Pecking Order Theory) และ ทฤษฎีต้นทุนตัวแทน (Agency Cost Theory) ในการศึกษาครั้งนี้ ได้ทำการวิเคราะห์โดยใช้วิธี Panel Data Regression

ผลการวิจัยพบว่า วงจรเงินสด หรือ Cash Conversion Cycle (CCC) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท นอกจากนี้ยังพบว่า การที่บริษัทใช้กลยุทธ์เชิงรุก(Aggressive Strategy) หรือ กลยุทธ์แบบระมัดระวัง (Conservative Strategy) จะส่งผลให้กำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI)ลดลง

สารบัญ

		หน้า
	กิตติกรรมประกาศ	ข
	บทคัดย่อ	ค
	สารบัญตาราง	จ
บทที่ 1	บทนำ	1
บทที่ 2	ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	5
	2.1 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน Modigliani and Miller	5
	2.2 ทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้	5
	2.3 ทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน	7
	2.4 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง	7
บทที่ 3	ระเบียบวิธีวิจัย	11
	3.1 รูปแบบการวิจัย	11
	3.2 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	11
	3.3 ขั้นตอนการดำเนินงานวิจัย	13
	3.4 การเก็บรวบรวมข้อมูล	13
	3.5 การวิเคราะห์ข้อมูล ตัวแปรและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์	13
บทที่ 4	ผลการทดสอบ	18
	4.1 วิเคราะห์ผลการทดสอบ	18
	4.2 ผลการศึกษาการวิเคราะห์สหสัมพันธ์	21
บทที่ 5	สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	26
	บรรณานุกรม	33
	ประวัติผู้วิจัย	35

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
1	แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของแต่ละตัวแปร	18
2	การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)	20
3	วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระดับเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไร ของกิจการ	22
4	การวิเคราะห์ส่วนเบี่ยงเบนจากระดับของเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม	24
5	เปรียบเทียบตัวแปรที่ใช้ทดสอบจากงานวิจัยก่อนหน้า	28



บทที่ 1

บทนำ

เงินทุนหมุนเวียนกิจการเป็นส่วนสำคัญอย่างยิ่งในการดำเนินธุรกิจ การที่ธุรกิจจะสามารถดำเนินงานและดำเนินกิจการให้อยู่รอดได้ในระยะยาว จำเป็นต้องมีการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกิจการอย่างมีประสิทธิภาพและอยู่ในระดับที่เหมาะสมกับกิจการนั้นๆ

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพ จะช่วยให้ธุรกิจดำเนินไปได้อย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้กิจการมีเงินทุนหมุนเวียนใช้อย่างเพียงพอต่อการดำเนินงานหรือใช้จ่ายในประจำวัน และสามารถชำระหนี้ได้ทันตามระยะเวลาที่กำหนด ดังนั้น ผู้ประกอบการควรให้ความสำคัญกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียน เนื่องจากจะมีผลต่อ ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยง และสภาพคล่องของบริษัท สำหรับนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Policy) แบ่งการพิจารณาไว้ใน 2 ด้าน ได้แก่ นโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน (Current Assets Investment Policy) และนโยบายการจัดหาเงินทุนเพื่อการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน (Current Assets Financing Policy) โดยมีเป้าหมายที่สำคัญคือการสร้างมูลค่าเพิ่มสูงสุดให้แก่เจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น (Maximize Shareholders' Wealth) ผู้ประกอบการจำเป็นต้องบริหารเงินทุนหมุนเวียนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม โดยควรพิจารณาทั้งในด้านของความสามารถในการทำกำไร (Profitability) และทางด้านความเสี่ยง (Risk) โดยการบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นปัจจัยที่สำคัญอย่างยิ่งกับผู้ประกอบการ โดยส่วนมากธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม หรือ Small and Medium Enterprises (SMEs) ในประเทศไทย มักประสบปัญหาการบริหารเงินทุนหมุนเวียนและการจัดหาแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม ทำให้ธุรกิจมีปัญหาสภาพคล่องทางการเงิน สุดท้ายทำให้ธุรกิจไม่สามารถดำเนินกิจการต่อไปได้

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนของแต่ละกิจการนั้น ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารของกิจการนั้น ๆ ว่าบริษัทควรจะใช้นโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมกับกิจการอย่างไร จึงจะทำให้ธุรกิจมีความสามารถในการทำกำไร มีสภาพคล่องกิจการที่ดีภายใต้ความเสี่ยงที่บริษัทยอมรับได้ (Garcia-Teruel, P.J. and Martinez-Solano, 2007; Afrifa, 2013; Tauringana and Afrifa, 2013) อย่างไรก็ตามคุณลักษณะของความสัมพันธ์ระหว่างระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ

ส่วนหนึ่งจะขึ้นอยู่กับกลยุทธ์การบริหารจัดการระดับเงินทุนที่เหมาะสมของแต่ละกิจการซึ่งจะขึ้นกับว่าผู้บริหารของบริษัทนั้นจะเลือกใช้ในระดับใด (Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007; Afrifa, 2013; Tauringana and Afrifa, 2013) ทั้งนี้บริษัทสามารถเลือกใช้กลยุทธ์การบริหารระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมได้ว่าจะเลือกแบบใดระหว่างกลยุทธ์การบริหารแบบระมัดระวัง (Conservative strategy) หรือกลยุทธ์แบบกล้าเสี่ยง (Aggressive strategy) (Nazir and Afza, 2009)

โดยแบ่งนโยบายการจัดการหาเงินทุนเพื่อลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนเป็น 2 ลักษณะดังนี้

1. กลยุทธ์การบริหารแบบระมัดระวัง (Conservative Strategy) เป็นกลยุทธ์ที่ผู้บริหารต้องการให้กิจการมีสภาพคล่องสูง โดยทำการจัดหาแหล่งเงินทุนระยะยาวมาใช้ในสินทรัพย์หมุนเวียน เพื่อยืดระยะเวลาในการชำระหนี้จากสถาบันการเงิน แต่ความเสี่ยงของกลยุทธ์นี้คือภาระดอกเบี้ยที่สูงกว่าแหล่งเงินทุนระยะสั้น ส่งผลให้กิจการมีกำไรลดลง ซึ่งกลยุทธ์การบริหารแบบระมัดระวัง อาจจะทำให้เกิดการลงทุนที่สูงในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งกลยุทธ์นี้มีเป้าหมายที่จะกระตุ้นหรือชักจูงให้ยอดขายเพิ่มมากขึ้นทั้งในส่วนของสินค้าคงคลังและลูกหนี้ที่เกิดจากกิจกรรมการค้าเนินงานตามปกติทั่วไป (Trade receivables) ของกิจการ เช่น เกิดจากขาย หรือให้บริการเป็นเงินเชื่อ เป็นผลทำให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเพิ่มมากขึ้น (Tauringana and Afrifa, 2013) กิจการมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น โดยลดระยะเวลาในการจัดเก็บลูกหนี้ ลดอัตราหมุนของสินค้าคงเหลือและทำให้วงจรเงินสดมีระยะเวลาสั้นลง (Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007) ทั้งนี้ ถ้าบริษัทสามารถลดจำนวนวันในการเก็บเงินหรืออายุของลูกหนี้การค้า และอัตราหมุนของสินค้าคงเหลือลงได้ในสัดส่วนที่เหมาะสม จะทำให้บริษัทสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ (DeLoof, 2003)

2. กลยุทธ์แบบกล้าเสี่ยง (Aggressive Approach) เป็นกลยุทธ์ที่ผู้บริหารคาดหวังกำไรสูงกว่าปกติ โดยมักจะใช้การจัดการหาแหล่งเงินทุนระยะสั้นมากกว่าแหล่งเงินทุนระยะยาว การศึกษางานวิจัยครั้งนี้ได้ตระหนักถึง ความสัมพันธ์ระหว่าง วงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) ของบริษัทกับ ความสามารถในการทำกำไร จะเป็นไปในทิศทางใด ซึ่งการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของกิจการโดยใช้กลยุทธ์ดังกล่าวทำได้โดยลดการลงทุนหมุนเวียนในกิจการทั้งในส่วนในระบบสินค้าคงเหลือและลูกหนี้การค้า (Afrifa, 2013) การใช้กลยุทธ์แบบกล้าเสี่ยงอาจจะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการเพิ่มมากขึ้น โดยลดระยะเวลาลูกหนี้การค้าให้สั้นลงเพื่อเพิ่มกระแสเงินสดให้เข้ามาสู่กิจการเร็วขึ้น อย่างไรก็ตามหากไม่จำเป็นควรหลีกเลี่ยงการจัดหาเงินทุนภายนอกที่มีต้นทุนหรือดอกเบี้ยที่สูง (Autukaite and Molay, 2011)

งานวิจัยนี้ใช้วิธี Panel Data Regression ในการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนกิจการต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ส่วนข้อมูลที่ใช้ศึกษาครอบคลุมบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในระหว่างปี พ.ศ. 2550 – 2559 จำนวน 87 บริษัท ทั้งนี้ไม่นับรวมถึงธุรกิจธนาคาร ประกันภัยและประกันชีวิตเนื่องจากกลุ่มธุรกิจการเงินมีโครงสร้างธุรกิจโดยมีระบบบัญชีและงบการเงินที่แตกต่างกับของกลุ่มธุรกิจอื่น ตลอดถึงบริษัทที่มีการจัดโครงสร้างในรูปแบบของการถือหุ้นในบริษัทอื่น (Holding Company) เนื่องจากกิจการมีแนวโน้มที่จะขยายการเติบโตไปในสายธุรกิจทั้งที่เกี่ยวข้อง และไม่เกี่ยวข้อง กับธุรกิจเดิม ทั้งในประเทศและหรือต่างประเทศ ในรูปแบบของบริษัทย่อยมากขึ้น อีกทั้งมีการเพิ่มจำนวนของบริษัทในเครือที่มีโครงสร้างในลักษณะต่างๆ กัน มากขึ้นซึ่งมีจำนวนไม่น้อยที่ประสงค์จะยื่นคำขอเข้าจดทะเบียน อีกทั้งบริษัทในลักษณะดังกล่าวข้างต้น จะไม่มีสินค้าคงเหลือ (Inventory) และไม่นับรวมกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) เนื่องจากหลักทรัพย์ดังกล่าวมีลักษณะเป็นหน่วยทรัสต์ไม่ใช่หุ้นสามัญ

งานวิจัยฉบับนี้แตกต่างจากงานวิจัยก่อนหน้าเกี่ยวกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของกิจการ กล่าวคือมีการนำปัจจัยกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cashflow) เข้ามาเป็นตัวแปรเพิ่มเติม (proxies variable) เพื่อใช้ศึกษาในงานวิจัยนี้ โดยในงานวิจัยที่ผ่านมาในอดีต (García-Teruel et al., 2014; Martínez-Sola et al., 2014) มีการนำตัวแปรนี้มาเพื่อดูว่ากิจการหรือบริษัทมีกระแสเงินสดพร้อมใช้งานได้มากน้อยเพียงใด (Cash availability) ผู้วิจัยเห็นว่าปัจจัยดังกล่าวมีความน่าสนใจในการศึกษาจึงนำมาพิจารณาพร้อมกับงานวิจัยนี้

โดยมีสมมติฐานในการทดสอบ 2 สมมติฐาน ได้แก่ สมมติฐานแรกคือการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนหมุนเวียนของกิจการกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทและสมมติฐานที่ 2 คือ ถ้าเงินทุนหมุนเวียนของกิจการไม่ได้อยู่ในระดับที่เหมาะสมจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง และสำหรับเหตุผลสำคัญของงานวิจัยนี้ทางผู้วิจัยได้เล็งเห็นว่าปัจจุบันบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อม ได้มีบทบาทในการเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศเช่นกัน และมีแนวโน้มที่บริษัทเหล่านี้จะมีจำนวนเพิ่มมากขึ้นในอนาคต ซึ่งคาดการณ์ว่าจะส่งผลกระทบต่อพัฒนาประเทศและถือเป็นรากฐานทางเศรษฐกิจที่สำคัญอีกกลุ่มหนึ่ง ซึ่งการที่บริษัทขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) จะสามารถดำเนินกิจการได้อย่างยั่งยืน (Sustainability) นั้น

สิ่งสำคัญในการดำเนินธุรกิจคือการจัดการเงินทุนหมุนเวียนของกิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ซึ่งทั้งสองสิ่งนี้ถือว่ามีสำคัญอย่างยิ่งเพื่อให้บริษัทสามารถดำเนินธุรกิจได้ต่อไป จึงเป็นที่มาของการทำงานวิจัยครั้งนี้ รายงานฉบับนี้ได้ถูกแบ่ง

ออกเป็นหัวข้อ ได้แก่ บทนำ (Introduction) งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review) วิธีการ
ดำเนินการวิจัย (Methodology) ผลการวิจัย (Results) และ สรุปผลการวิจัย (Conclusion) ตามลำดับ



บทที่ 2

ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories and Literature Review)

2.1 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน Modigliani and Miller [MM (1958), (1963)]

โดย Franco Modigliani และ Merton H. Miller (MM) ได้ศึกษาและนำเสนอทฤษฎีและข้อสรุปเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนไว้ 2 แนวทาง คือ รูปแบบที่ไม่มีภาษีเงินได้และรูปแบบที่มีภาษีเงินได้ กล่าวถึงสองบริษัทที่โครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกัน โดยที่บริษัทแรก ไม่มีการก่อหนี้ใดๆเลย (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 แต่ในความเป็นจริงแล้วไม่ได้เป็นไปตามที่กล่าวมา โดยคือบริษัทจะก่อหนี้ไม่ได้ในปริมาณมาก 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)

เป็นการเปรียบเทียบต้นทุนและประโยชน์จากการก่อหนี้และ หาโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุด โดยประโยชน์จากการก่อหนี้ (Benefits of Debt) ได้แก่ ประโยชน์ทางภาษี (Tax Benefits) การก่อหนี้จะช่วยประหยัดภาษีได้เนื่องจาก สามารถนำดอกเบี้ยจ่ายเป็นค่าใช้จ่ายก่อนเสียภาษีนิติ

บุคคล 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) ซึ่งจะทำให้ผู้เกี่ยวข้องของบริษัทหลีกเลี่ยงที่จะทำธุรกรรมกับบริษัท เช่น ผู้จัดหา วัตถุดิบ ลูกค้า เป็นต้น และอีกประเด็นคือ ต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) แบ่งออกเป็น ค่าใช้จ่ายทางตรง (เช่น ค่าใช้จ่ายทางกฎหมาย ค่าที่ปรึกษากฎหมาย ตลอดจนค่าใช้จ่าย ในการชำระบัญชีในกรณีปิดกิจการ ซึ่งถือเป็นต้นทุนทางตรง และสำหรับต้นทุนทางอ้อม คือ การสูญเสียรายได้เนื่องจากบุคคลทั่วไปรับรู้ว่ามีปัญหาด้านการเงินจึงไม่มาซื้อสินค้าหรือทำธุรกรรมกับบริษัท ซึ่งอาจสรุปว่า ถ้าบริษัทมีหนี้ในระดับต่ำ ต้นทุนล้มละลายก็ต่ำ และหากมีหนี้ ในระดับสูง ต้นทุนล้มละลายก็สูง

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

นอกจากนี้ Jensen & Meckling, 1976 กล่าวว่า ต้นทุน Agency cost แบ่งออกได้เป็น 3 ประเภท คือ

1. Asset Substitution Effect กล่าวคือ ผู้จัดการจะลงทุนใน โครงการที่มีความเสี่ยงสูงมาก ผลตอบแทนสูง เพราะเมื่อได้ผลตอบแทนจะคืนเจ้าหนี้ก่อน ส่วนของเจ้าของจะเป็นลำดับถัดมา

2. Under Investment Problem เมื่อบริษัทได้กำไรจากการดำเนิน โครงการต่าง ๆ บริษัทเลือกที่จะชำระหนี้ก่อนที่จะจ่ายให้กับเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น

3. Free Cash Flow (FCF) เมื่อกิจการประสบปัญหาทางการเงิน ซึ่งมีโอกาสที่กิจการอาจจะถูกปิดตัวลง ทำให้บริษัทเลือกที่จะทำให้มูลค่ากิจการลดลง ผ่านวิธีการต่าง ๆ เช่น จ่ายเงินปันผล (Dividend) ให้กับผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม ทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade of Theory) ไม่สามารถบอกถึงระดับ โครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดได้

2.3 ทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน (Pecking Order Theory)

ซึ่งพัฒนาโดย Myers และ Majluf (1984) ค้นพบว่าความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) มีผลต่อราคาหุ้น ดังนั้น ผู้บริหารจึงต้องหลีกเลี่ยงปัญหาจัดหาเงินทุนโดยไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น โดยใช้แหล่งเงินทุน ภายในหรือการจัดหาเงินจากส่วนนี้ หากบริษัทมีความจำเป็นที่จะต้องระดมทุน บริษัทมีทางเลือกในการระดมทุนจากสองแหล่งหลัก ๆ คือ การระดมทุนภายในบริษัท โดยที่มาของเงินทุนภายในคือ กำไรสะสมของบริษัท แต่ถ้าแหล่งเงินทุนภายในยังไม่เพียงพอ บริษัทจะเลือกระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก คือ การระดมด้วยตราสารหนี้ และการระดมทุนโดยตราสารทุน บริษัทควรเลือกที่จะระดมทุนผ่านตราสารหนี้ก่อน เพราะว่ามีต้นทุนที่ต่ำกว่า การระดมทุนผ่านตราสารทุน ถ้าการระดมผ่านตราสารหนี้ ไม่สามารถก่อหนี้เพิ่มได้แล้ว 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) เป็นตัวชี้วัดด้านความสามารถในการทำกำไรและใช้วงจรเงินสดเป็นตัวชี้วัดการบริหารเงินทุนหมุนเวียน โดยพบว่า ความสามารถทำกำไรมีความสัมพันธ์โดยแปรผกผันกับจำนวนอายุเฉลี่ยของลูกค้าหนี้การค้า สินค้าคงเหลือ และเจ้าหนี้การค้า หรือเรียกว่า วงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) ถ้าบริษัทสามารถลดจำนวนวันในการเก็บเงินหรืออายุของลูกค้าหนี้การค้าและอัตราหมุนของสินค้าคงเหลือลงได้ในสัดส่วนที่เหมาะสม จะทำให้บริษัทสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นได้

ต่อมา Lazaridis, I. and Tryfonidis, D. (2006), ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอเธนส์ ตั้งแต่ปี 2001-2004 โดยใช้ตัวอย่าง จำนวน 131 บริษัท ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรซึ่งวัดในรูปของกำไรจากการดำเนินงานขั้นต้นกับ วงจรเงินสดและระยะเวลาในการจัดเก็บลูกหนี้ ระยะเวลาในการชำระหนี้และ อัตราหมุนของสินค้าคงเหลือ ผลการศึกษาพบว่า กำไรจากการดำเนินงานขั้นต้นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับ

ระยะเวลาในการจัดหาเงินสดหมุนเวียนของกิจการ 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 กิจการมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้นโดยลดระยะเวลาในการจัดเก็บลูกหนี้ ลดอัตราหมุนของสินค้าคงเหลือและทำให้งบการเงินสดมีระยะเวลาดูสั้นลง

Padachi, K. (2006), ได้ศึกษาแนวโน้มการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของกิจการส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของกิจการอย่างไร โดยใช้กลุ่มตัวอย่างของกิจการขนาดเล็กในอุตสาหกรรมการผลิตจำนวน 58 กิจการ ในปี ค.ศ.1998-2003 ในประเทศสาธารณรัฐมอริเชียส โดยมีตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ระยะเวลาสินค้าคงเหลือ ระยะเวลาในการเก็บหนี้ ระยะเวลาจ่ายเงินให้กับเจ้าหนี้ การค้าและวงจรเงินสด (CCC) ผลการศึกษาพบว่า การที่กิจการหรือบริษัทมีรายการสินค้าคงเหลือและมีลูกหนี้การค้าในระดับที่สูงจะส่งผลทำให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำลง และในระยะเวลาถัดมา Nazir, M.S. and Afza, T. (2009), ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของการใช้นโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบกล้าเสี่ยงเทียบกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยใช้ข้อมูลกลุ่มตัวอย่าง ในช่วงปี ค.ศ.1998-2005 โดยตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์คือผลกระทบของนโยบายในการจัดการเงินทุนหมุนเวียนและนโยบายในการจัดหาเงิน ซึ่งวัดในรูปแบบของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ผลการศึกษาพบว่ากิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้ถ้ากิจการปรับเปลี่ยนการใช้นโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนจากกลยุทธ์แบบกล้าเสี่ยงมาเป็นกลยุทธ์แบบระมัดระวัง นอกจากนี้ในการศึกษาพบว่านักลงทุนยังให้น้ำหนักความสำคัญต่อหุ้นหรือมูลค่ากิจการในการที่บริษัทใช้กลยุทธ์แบบกล้าเสี่ยงเพื่อบริหารในเรื่องการจัดการหนี้สินระยะสั้น

ทั้งนี้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมดเป็นการชี้การใช้ทุนของบริษัทมาก ซึ่งขึ้นอยู่กับอุตสาหกรรม บริษัทที่ต้องการการลงทุนเริ่มต้นสูงโดยทั่วไปจะมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมดในระดับต่ำ และสุดท้ายในการทำวิจัยของต่างประเทศ Nobanee and Alhajjar (2009) ได้ศึกษาความสัมพันธ์เงินทุนหมุนเวียนกิจการกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยมีกลุ่มตัวอย่างจำนวน 2,123 บริษัท ตั้งแต่ปี ค.ศ.1990-2004 ที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์

โตเกียว พบว่า กิจการสามารถเพิ่มความสามารถในการทำกำไรได้ ถ้ากิจการทำให้วงจรเงินสดและระยะเวลาเก็บหนี้สั้นลง ตลอดจนทำให้อัตรามูลเงินของสินค้าน่าคงเหลือเร็วขึ้น และขยายระยะเวลาชำระหนี้ให้ยาวนานขึ้นแต่การขยายระยะเวลาในการชำระหนี้อาจจะส่งผลกระทบต่อชื่อเสียงของบริษัทในระยะยาวก็เป็นได้

สำหรับในประเทศไทยได้มีผู้วิจัยทำการศึกษาเกี่ยวกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนี้

โกสิน ประสิทธิ์สุทธิพร (2553) ได้ทำการศึกษาวิจัยเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยให้ตัวแปรอิสระคือ วงจรเงินสด ระยะเวลาในการเก็บหนี้เฉลี่ย ระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้เฉลี่ย อายุเฉลี่ยสินค้าน่าคง อัตรารวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม อัตรานี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อสินทรัพย์รวม และยอดขายจากการศึกษาพบว่า การบริหารเงินทุนหมุนเวียนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์กันอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ในทิศทางตรงกันข้ามกัน

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

นอกจากนี้ ยังพบว่ากิจการเลือกที่จะลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนระดับสูงจะช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของกิจการได้และพบว่ากิจการควรใช้นโยบายแบบระมัดระวัง หรือ Conservative Policy ในการจัดหาแหล่งเงินทุนในเงินทุนเหนียวน่า กล่าวคือใช้แหล่งเงินทุนระยะยาวมากกว่าระยะสั้น อีกทั้งยังพบว่า อัตรารวมสินทรัพย์ทางการเงิน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงาน

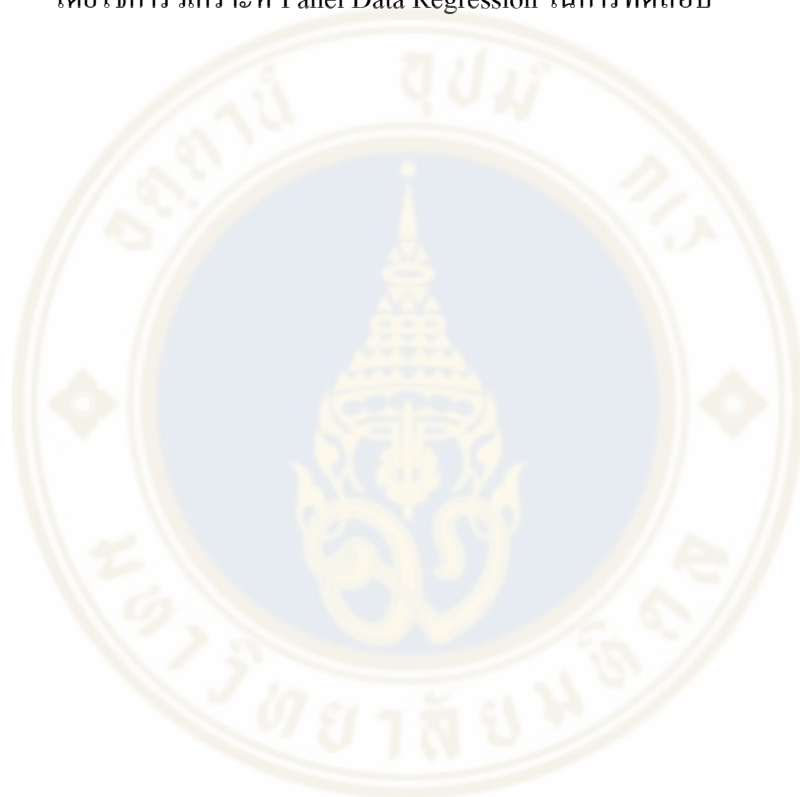
สำหรับการวิจัยที่ผ่านมาผู้วิจัยมักจะให้น้ำหนักแนวคิดการเพิ่มความสามารถในการทำกำไรให้กับบริษัทด้วยการลดการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนหรือให้ใช้กลยุทธ์แบบระมัดระวัง (Conservative Policy) ทั้งนี้ในงานวิจัยจะทดสอบความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนของกิจการต่อความสามารถในการทำกำไร โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ระหว่างปี 2550 ถึงปี 2559 จำนวน 87 บริษัทค่าตัวแปรตาม ที่ต้องการศึกษา คือเพราะอัตรารวมผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และสำหรับการศึกษารุ่นนี้จะเพิ่มเติม

(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 การวิเคราะห์ข้อมูล ตัวแปรและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์

3.1 รูปแบบการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้จะใช้การวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative research) หมายถึง การมุ่งหาข้อเท็จจริงหรือข้อสรุปในเชิงปริมาณ เน้นการใช้ข้อมูลที่เป็นตัวเลขเป็นหลักฐานยืนยันความถูกต้องในผลการศึกษาที่ได้ค้นพบ จากการใช้เครื่องมือการวิจัย โดยจะเก็บข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary Data) ตลอดถึงการทบทวนวรรณกรรม (Literature Review) และการทบทวนทฤษฎี รวมถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง จากนั้นจึงนำข้อมูลที่เก็บรวบรวมมาทำการวิเคราะห์ด้วยโปรแกรมคอมพิวเตอร์สำเร็จรูป

3.2 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง (Population and Sample)

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลในการคำนวณตัวแปรต่างๆ จากงบการเงิน ของบริษัทจดทะเบียนเป็นข้อมูลในการศึกษา ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ระหว่างปี 2550 ถึง 2559 จำนวน 87 บริษัท ทั้งนี้โดยไม่นับรวมถึงธุรกิจธนาคาร ประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากกลุ่มธุรกิจการเงินมีโครงสร้างธุรกิจมีระบบบัญชีและงบการเงินที่แตกต่างกับของกลุ่มธุรกิจอื่น ตลอดถึงบริษัทที่มีการจัดโครงสร้างในรูปแบบของการถือหุ้นในบริษัทอื่น (Holding Company)

เนื่องจากกิจการมีแนวโน้มที่จะขยายการเติบโตไปในสายธุรกิจทั้งที่เกี่ยวข้อง และไม่เกี่ยวข้อง กับธุรกิจเดิม ทั้งในประเทศและหรือต่างประเทศ ในรูปแบบของบริษัทย่อยมากขึ้น

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

3.2.1 ไม่เป็นบริษัทที่ถูกจัดให้อยู่ในกลุ่มที่กำลังฟื้นฟูการดำเนินงาน

3.2.2 ไม่เป็นบริษัทที่ถูกขึ้นเครื่องหมาย H (Trading Hall) หรือถูกขึ้นเครื่องหมาย SP

3.2.3 เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมยกเว้น กลุ่มธุรกิจการให้บริการทางการเงิน (Financial) เช่น ธนาคาร เข้าซื้อ การประกันภัยประกันชีวิต เข้ามาทำการวิเคราะห์เนื่องจากกลุ่มธุรกิจการเงินมีโครงสร้างธุรกิจมีระบบบัญชีและงบการเงินที่แตกต่างกับของกลุ่มธุรกิจอื่น

3.2.4 ไม่เป็นบริษัทที่มีการจัดโครงสร้างในรูปแบบของการถือหุ้นในบริษัทอื่น (Holding Company) เนื่องจากกิจการต้องมีการเติบโตตลอดเวลา และมีแนวโน้มที่จะขยายการเติบโตไปในสายธุรกิจทั้งที่เกี่ยวข้อง และไม่เกี่ยวข้อง กับธุรกิจเดิมในรูปแบบของบริษัทย่อยมากขึ้น อีกทั้งมีการเพิ่มจำนวนของบริษัทในเครือที่มีโครงสร้างในลักษณะต่าง ๆ กัน มากขึ้นซึ่งมีจำนวนไม่น้อยที่ประสงค์จะยื่นคำขอเข้าจดทะเบียน อีกทั้งบริษัทในลักษณะดังกล่าวข้างต้น จะไม่มีสินค้าคงเหลือ (Inventory)

อย่างไรก็ดีในงานวิจัยครั้งนี้ มีข้อจำกัดในการเก็บข้อมูลที่นำมาใช้ในการประมวลผล กล่าวคือกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการวิจัยจะอยู่ในช่วงปีพ.ศ.2550-2559 ซึ่งในช่วงเวลาดังกล่าว อาจจะมีบางบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) มีการถอดถอนออกจากตลาด หรือมีการย้ายไปสู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ผู้วิจัยจะไม่นำข้อมูลบริษัทนั้นมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้

3.3 ขั้นตอนการดำเนินงานวิจัย (Methodology)

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) มีขั้นตอนการดำเนินงานวิจัย 5 ขั้นตอน ดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 การศึกษาแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องต่างๆตลอดถึงการทบทวนวรรณกรรมงานวิจัยที่มีผู้ที่เคยมีการทำการวิจัยมาก่อนหน้ามาแล้ว

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 (Data)

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

3.5 การวิเคราะห์ข้อมูล ตัวแปรและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้มีลักษณะเป็น Panel Data regression กล่าวคือ เป็นข้อมูลที่ประกอบด้วยอนุกรมเวลาของแต่ละข้อมูล (Time – series Data) ของแต่ละข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross-sectional Data) มีลักษณะที่มีการเก็บข้อมูลจากหลายหน่วยสำรวจในช่วงเวลาเดียวกันและทำการเก็บข้อมูลมากกว่า 1 ช่วงเวลา โดยในงานวิจัยนี้เก็บข้อมูลของแต่ละบริษัทจดทะเบียนครอบคลุมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 ถึง 2559

โดยสนใจศึกษาขนาดและทิศทางความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนของกิจการต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียน และพิจารณาถึงตัวแปร 7 ตัวแปร ที่มีผล ดังแสดงในสมการเส้นตรงต่อไปนี้

$$\text{PROFit} = \beta_0 + \beta_1(\text{CCC}) + \beta_2(\text{CCC}) + \sum_{k=1}^6 \beta_2 \text{CONTROLSit} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{CCCit} = \beta_0 + \beta_1(\text{COSIZEit}) + \beta_2(\text{ATANit}) + \beta_3(\text{LEVit}) + \beta_4(\text{COAGEit}) + \beta_5(\text{LIQit}) + \beta_6(\text{SFINit}) + \beta_7(\text{OCit}) + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

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

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

โดยที่

PROFit วัดโดย ROA = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์

ROE = อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ROCE = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป

CCC = วงจรเงินสดของกิจการ

COSIZE = ขนาดของกิจการ

ATAN = สินทรัพย์ที่มีตัวตน

LEV = อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน

LIQ = สภาพคล่องของกิจการ

SFIN = การจัดหาแหล่งเงินทุนระยะสั้น

COAGE = อายุของกิจการ

OC = กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

รายละเอียดแต่ละตัวแปรมีดังนี้

ตัวแปรตาม (Dependent variables)

ค่าตัวแปรตาม ที่ต้องการศึกษาที่ใช้เป็นตัวชี้วัดสำคัญเนื่องจากเป็นตัวแปรที่วัดประสิทธิภาพการบริหารจัดการทรัพยากรหรือการจัดการเงินลงทุนการดำเนินงาน (Lev and Sunder, 1979)อีกทั้งเป็นการต่อ ยอดจากงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมาเพื่อใช้วัดความสามารถในการทำกำไรของกิจการ (Martinez-Sola et al., 2014; Tauringana and Afrifa, 2013) คือ

ROA อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return On Assets) ทั้งนี้บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูงแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทโดยใช้วัดค่าความสามารถในการทำกำไรของกิจการ (Firm Profitability) คำนวณได้จาก กำไรก่อนดอกเบี้ยและ

ภาษีหารด้วยสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีงบประมาณ (Financial year) ในการศึกษารั้งนี้จะเพิ่มเติม (Additional proxies) ตัวแปรตามอีกสองตัวแปรเพื่อวัดความสามารถการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

ROA = กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี/สินทรัพย์รวม อีกทั้งรวมถึงเพื่อใช้ทดสอบเพิ่มเติมว่าบริษัทนั้นมีความสามารถในการทำกำไรได้อย่างแท้จริงนอกเหนือจากการพิจารณาอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม(ROA)ได้แก่

1. ROCE อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (Return On Capital Employed) พิจารณาว่าสิ่งสำคัญสำหรับบริษัท ในการรักษา อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (ROCE) ที่เพิ่มขึ้นเพื่อให้เห็นว่าธุรกิจมีเสถียรภาพโดยมองไปที่ Operating Asset หรือสินทรัพย์ดำเนินงานที่เอาไว้ทำให้บริษัทแข่งขันต่อไปได้ทุกปี เช่น โรงงาน เครื่องจักร เพื่อดูผลตอบแทนระยะยาวของสินทรัพย์ (Fixed asset) ลงทุนแล้วคุ้มค่าอย่างไรหรือมองอีกด้านหนึ่งคือ ส่วนของทุนรวมกับภาระหนี้สินระยะยาว (Long-term Debt) ที่บริษัทมีนั้นเมื่อนำมาลงทุนในสินทรัพย์ดำเนินงานแล้วให้ผลตอบแทนคุ้มค่าหรือไม่ ซึ่งสามารถคำนวณได้จาก กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีหารด้วย (สินทรัพย์รวม-หนี้สินหมุนเวียน)ได้แก่ หนี้สินที่มีระยะเวลาครบกำหนดชำระคืนภายใน 1 ปี)

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

2. ROE อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return On Equity) กล่าวคือ อัตราส่วนดังกล่าวจะสามารถบอกลักษณะถึงศักยภาพว่าบริษัทมีความสามารถในการเปลี่ยนเงินลงทุนที่ผู้ถือหุ้นลงทุนไปได้ดีมากน้อยแค่ไหน เช่นหากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เท่ากับ 1% นั้นหมายความว่าทุก 100 บาทที่นักลงทุนลงทุนไปบริษัทสามารถนำเงินนั้นไปทำกำไรกลับมา 1 บาท โดยบริษัทที่มีค่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องนั้นแปลว่าบริษัทมีความสามารถในการบริหารและทำกำไรจากส่วนของผู้ถือหุ้นได้มากขึ้น แต่ในทางกลับกันถ้า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(ROE) ลดลงก็บอกลักษณะถึงการบริหารเงินลงทุนจากผู้ถือหุ้นได้ไม่ดีมากนัก สามารถคำนวณได้จาก กำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น

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

ตัวแปรอิสระ (Independent variables)

ในที่นี้ตัวแปรอิสระที่จะใช้ในการศึกษาครั้งนี้ได้แก่

CCC วงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) เป็นตัวชี้วัดระดับเงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินงานของธุรกิจ ทั้งนี้เนื่องจากการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในกิจการของบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมนั้นมีความสำคัญมากเพราะเหตุผลที่ว่า จะเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากภายนอกได้ค่อนข้างยาก (Whited, 1992; Fazzari and Petersen, 1993)

หรือหากสามารถเข้าถึงได้ก็มักจะมีต้นทุนในการกู้ยืมที่สูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ซึ่งในต่างประเทศได้มีผู้ที่ทำการศึกษามาก่อนหน้านี้ (Soenen, 1993; Deloof, 2003; Garcia Teruel and Martinez Solano, 2007; Banos Caballero, 2010, 2012; Tauringana and Afrifa, 2013)

โดยสามารถคำนวณหาได้จากสูตรดังนี้

$$CCC = (\text{สินค้าคงคลัง/ต้นทุนขาย}) \times 365 + (\text{ลูกหนี้การค้า/ยอดขาย}) \times 365 - (\text{เจ้าหนี้การค้า/ต้นทุนขาย}) \times 365$$

ตัวแปรควบคุม (Control variables)

ในการวิจัยครั้งนี้มีตัวแปรควบคุมทั้งหมดจำนวน 7 ตัวแปร ได้แก่

1. COAGE อายุของกิจการ (Company Age) อายุบริษัทตั้งแต่จัดตั้งจนกระทั่งเข้าจดทะเบียน (ปี)
2. COSIZE ขนาดของกิจการ (Company size) ในงานวิจัยนี้ผู้วิจัยจะใช้สินทรัพย์รวม (Total Asset) และใช้การ take log n เพื่อลดการผันผวนในการวิเคราะห์ผลการทดสอบ
3. LEV โครงสร้างทางการเงิน (Financial Leverage) ความต้องการเงินทุนก็เพิ่มมากขึ้นและมีความจำเป็นต้องหาแหล่งเงินทุน (Source of Fund) ที่สามารถรองรับปริมาณเงินทุนที่ต้องการได้ เงินกู้จากธนาคารพาณิชย์เป็น แหล่งเงินทุนที่คุ้นเคยและตอบ โจทย์ให้กับธุรกิจไทยมาตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน อย่างไรก็ตามการมีแหล่งเงินทุนด้วยการ สร้างหนี้สิน (Debt) เพียงแหล่งเดียว หรือในสัดส่วนที่สูงเกินไปย่อมไม่เกิดผลดีแก่กิจการ การมีแหล่งเงินทุนที่เป็น ลักษณะ “หุ้น” หรือการเพิ่มสัดส่วนของทุน (Equity) จึงเป็นสิ่งที่กิจการควร พิจารณา เนื่องจากการมีฐานในส่วน ของทุนที่เหมาะสมหรือมีความสมดุลย์ (Balance) กับหนี้สินของกิจการจะช่วยลดความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Leverage) และเป็นประโยชน์ต่อการเติบโตของธุรกิจในระยะยาว

$$LEV = \text{หนี้สินรวม} / \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}$$

4. ATAN สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Asset Tangibility) สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Assets) หมายถึง สินทรัพย์ที่สัมผัสได้ มองเห็นและมีตัวตนได้แก่ เงินสด เงินฝากธนาคาร ตัวเงินรับ ลูกหนี้ สินค้าคงเหลือ วัสดุสำนักงาน ที่ดิน อาหาร และอุปกรณ์ ฯลฯ คำนวณจากอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรหารด้วยสินทรัพย์รวม

$$ATAN = \text{สินทรัพย์ถาวร} / \text{สินทรัพย์รวม}$$

5. LIQ อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) ใช้วัดความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้น หรือวัดสภาพคล่องของกิจการ ค่าที่คำนวณได้ควรจะมีค่ามากกว่า 1 นั้นย่อมาหมายความว่า บริษัทมีสภาพคล่องและมีความสามารถในการชำระหนี้ได้คำนวณจากสินทรัพย์หมุนเวียนหารด้วยหนี้สินหมุนเวียน

$$LIQ = \text{สินทรัพย์หมุนเวียน} / \text{หนี้สินหมุนเวียน}$$

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

$$SFIN = \text{หนี้สินหมุนเวียน} / \text{สินทรัพย์รวม}$$

7. OC กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cashflow) เป็นกระแสเงินสดจากการดำเนินงานปกติของกิจการ เช่น การขายสินค้าและบริการ ซึ่งเป็นเป็นกระแสเงินสดที่สะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ

โดยสามารถคำนวณได้จากรายได้จากการดำเนินงาน

$$(\text{รายได้-ต้นทุนขาย}) + (\text{ค่าเสื่อม-ภาษี} + / - \text{การเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียน})$$

บทที่ 4

ผลการทดสอบ

ส่วนนี้เป็นการนำปัจจัยที่กำหนดข้างต้นมาทดสอบหาความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนของกิจการและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (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 กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cashflow) โดยสามารถคำนวณได้จากรายได้จากการดำเนินงาน

$$(\text{รายได้}-\text{ต้นทุนขาย})+(\text{ค่าเสื่อม-ภาษี}+\text{-การเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียน})$$

4.1 วิเคราะห์ผลการทดสอบ

ตารางที่ 1 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของแต่ละตัวแปร

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
COSIZE	519	13.3942	0.7729	11.06	15.58
COAGE	519	22.3603	9.4705	1	58
ROA	519	8.2263	10.3956	-39.73	58.8
ROE	519	9.6366	19.8185	-155.14	105.29
ROCE	519	10.6339	18.5237	-66.53	251.64
CCC	519	78.1306	79.2492	-212.38	310.59
CCC2	519	12372.71	16124.95	0.15	96465.38

ตารางที่ 1 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของแต่ละตัวแปร (ต่อ)

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SFIN	519	0.4521	0.3135	0.02	2.55
ATAN	519	1.3222	7.7331	0.03	174.32
LEV	519	2.3423	16.2679	-7.5	234.59
LIQ	519	2.2772	2.3702	0.21	29.2
OC	519	-500.2082	6083.955	-119407	13.6162

ROA = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์

ROE = อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ROCE = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป

CCC = วงจรเงินสดของกิจการ

COSIZE = ขนาดของกิจการ

ATAN = สินทรัพย์ที่มีตัวตน

LEV = อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน

LIQ = สภาพคล่องของกิจการ

SFIN = การจัดหาแหล่งเงินทุนระยะสั้น

COAGE = อายุของกิจการ

OC = กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าเฉลี่ยที่ 8.22628 ตัวแปรอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (ROCE) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 10.63387 สำหรับค่าเฉลี่ยตัวแปรอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 9.636619 และค่าเฉลี่ยของวงจรเงินสด (CCC) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 78.1306 วัน ซึ่งหมายความว่ามีการนำสินค้าคงคลังออกไปขายและ มีการเก็บเงินจากลูกค้าได้ช้ากว่า นำเงินไปจ่ายชำระหนี้สิน หนี้สินค้างชำระของกิจการ และ มีการเก็บเงินจากลูกค้าได้ช้ากว่า นำเงินไปจ่ายชำระหนี้สิน หนี้สินค้างชำระของกิจการ สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรควบคุมแสดงให้เห็นถึง ค่าเฉลี่ยของอายุบริษัท (Company Age) อยู่ที่ 22.36031 ปี ค่าเฉลี่ยของขนาดบริษัท (Company size) อยู่ที่ 13,394,200 บาท ในส่วนค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์ที่มีตัวตน (ATAN) อยู่ที่ 1.3221 ค่าเฉลี่ยโครงสร้างทางการเงิน (LEV) อยู่ที่ 2.3423 เท่า และสำหรับค่าเฉลี่ยอัตราส่วนสภาพคล่อง (LIQ) อยู่ที่ 2.2772 และค่าเฉลี่ยของการ

จัดหาเงินทุนระยะสั้น (SFIN) อยู่ที่ 0.4521025 และกระแสเงินจากการดำเนินงาน มีค่าเฉลี่ย -5.002
ล้านบาท



ตารางที่ 2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

	ROA	ROE	ROCE	COSIZE	COAGE	CCC	CCC ²	SFIN	ATAN	LEV	LIQ	OC
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	
OC	0.0741*	0.0144	0.0495	0.0312	0.0253	0.1042**	0.0173**	-0.0245	0.0034	0.0151	0.0377	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) และตัวแปรตามที่ใช้ทดสอบความสามารถในการทำกำไรทั้งสามตัวแปร 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 -0.0045 ในขณะที่ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างคู่ตัวแปรอิสระมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.1852 สรุปได้ว่าตัวแปรอิสระทุกตัวสามารถนำมาใช้ในสมการได้ เนื่องจากผลการทดสอบสหสัมพันธ์เพียร์สันระหว่างตัวแปร พบว่า ไม่มีตัวแปรอิสระคู่ใดที่มีค่าความสัมพันธ์กันเองมากเกินไป จึงทำให้ไม่เกิด Multicollinearity อย่างไรก็ตาม Myers (1990) กล่าวว่า การทดสอบร่วมที่มีตัวแปรมากกว่า 2 ตัวแปรขึ้นไป จะมีความน่าเชื่อถือ ถึงแม้ว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ จะมีค่ามากก็ตาม 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 กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 มีค่าเท่ากับ -0.0710 ส่วนค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสด กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ มีค่าเท่ากับ -0.0437 ที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

สำหรับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสด (CCC) กับอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ มีค่าเท่ากับ -0.039 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ในส่วนความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) กับ ตัวแปรควบคุม มีค่าเป็นบวกกับอัตราส่วนสภาพคล่อง (LIQ) และสินทรัพย์ที่มีตัวตน (ATAN) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ขณะที่ไม่มีค่าเป็นลบ กับ ตัวแปรอิสระที่เหลืออีก 4 ตัวแปร ได้แก่ โครงสร้างทางการเงิน (LEV) ขนาดบริษัท (Company size) อายุบริษัท (Company Age) และการจัดหาเงินทุนระยะสั้น (SFIN) ส่วนความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (Return On Capital Employed) กับ ตัวแปรควบคุม มีค่าเป็นบวกกับการจัดหาเงินทุนระยะสั้น (SFIN) อัตราส่วนสภาพคล่อง (LIQ), และ โครงสร้างทางการเงิน (LEV) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ขณะที่ไม่มีค่า

เป็นลบ กับตัวแปร ขนาดบริษัท (Company size) อายุบริษัท (Company Age) และสินทรัพย์ที่มีตัวตน (ATAN) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับตัวแปรควบคุม มีค่าเป็นบวกกับการจัดหาเงินทุนระยะสั้น (SFIN) อัตราส่วนสภาพคล่อง (LIQ) และสินทรัพย์ที่มีตัวตน (ATAN) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ตามลำดับ ขณะที่มีความเป็นลบกับตัวแปร อายุบริษัท (Company Age) ขนาดบริษัท (Company size) และโครงสร้างทางการเงิน (LEV) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

ส่วนกระแสเงินสดการดำเนินงาน (Operating Cashflow) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับความสามารถในการทำกำไรทั้ง ROE, ROA (มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10) และ ROCE

ตารางที่ 3 วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระดับเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ

Variable	CCC	ROA	ROE	ROCE
COSIZE	11.9067***	-4.1152***	-5.9239***	-1.3983
ATAN	.05107	.03520	.0977	.08833
LEV	-.0752	-.03944*	-.0315	.0618
OC	-.7696	2.0683***	3.5314***	2.8540***
CCC		-.01822**	-.0332*	-.01773
CCC2		-8.713e-06	.00003	-.00002
SFIN		2.0453	10.4940***	13.5458***
LIQ		.7135***	1.0198***	1.2436***
COAGE		-.01649	-.07041	-.03837
INDUSTRY	Included	Included	Included	Included
CONSTANT	-108.15*	39.6131***	43.3012***	-8.9663
NUMBER	519	519	519	519

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) อีกทั้งเพื่อหาระดับที่เหมาะสมของความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ เพื่อที่จะยืนยันสมมติฐานของ β_1 ต้องมีค่าเป็นบวก

จากแบบจำลองที่ 1 ซึ่งมีตัวแปรควบคุมทั้งหมดจำนวน 7 ตัวแปร โดยวัดความสามารถในการทำกำไรที่แตกต่างกันจากตัวแปรตามจำนวน 3 ตัวแปร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (Return On Capital Employed) และอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น (Return On Equity) ผลการทดสอบได้ค่า Adjust R – square ที่ 0.390989, 0.27166, 0.160629 ตามลำดับ สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) กับความสามารถในการทำกำไรที่วัดโดย ROA มีค่าเป็นลบ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ 0.01 ซึ่งไม่สอดคล้องกับการศึกษางานวิจัยก่อนหน้านี้ (Afifa, 2014) ที่ได้ผลการวิจัยโดยความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสดกับความสามารถในการทำกำไร มีค่าเป็นบวก

ในขณะที่ตัวแปรควบคุม อายุของกิจการ (Company Age) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (ROA) ซึ่งไม่สอดคล้องตามวิจัยข้างต้น ที่ให้ค่าเป็นบวก สำหรับขนาดของกิจการ (Company Size) กับความสามารถในการทำกำไรที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเป็นลบ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 กล่าวคือ บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอก ได้ง่ายกว่าหรือได้อัตรารอเก็บกู้ยืมที่ต่ำกว่า สอดคล้องกับงานวิจัย Yang, C. and Chen, K. (2009) โดยที่ตัวแปรโครงสร้างเงินทุน (Leveraged) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ ส่วนตัวแปรการจัดหาเงินทุนระยะสั้น (Short-term Financing) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Tauringgana และ afifa (2013) และมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีหนี้สินระยะสั้นสูง อาจส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) ของบริษัทลดลง

สำหรับตัวแปรสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Asset Tangibility) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรทั้งสามตัวแปร ที่วัดโดย ROA ROCE และ ROCE และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ตัวแปรอัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) ส่งผลทางบวกต่อความสามารถในการทำกำไรที่วัดโดย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (ROCE) โดยมีระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ทั้งสามตัวแปร ส่วนตัวแปรขนาดบริษัท (Company Size) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ

ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) , และ ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น(ROE) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

ขณะที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรทั้งสามตัวแปรที่วัดโดย ROA ROE และ ROCE

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์ส่วนเบี่ยงเบนจากระดับของเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม

Variables	ROA	SIG	ROCE	SIG	ROE	SIG
Deviation	-0.02605397	*	-0.04065945	**	-0.03475623	
Interaction	-1.570506	**	13.468537	***	10.085384	***
COAGE	-0.0341228		-0.05915337		-0.09653352	
COSIZE	-4.1838068	***	-5.9747236	***	-1.3815058	***
ATAN	0.03662692		0.10649513		0.08714411	
LEV	-0.04100151	*	0.06040444		-0.03288543	
SFIN	1.9680653	**	13.468537	***	10.085384	***
LIQ	.66006337	***	1.1433104	***	.93396213	***
Adjusted R2	<u>.4638938</u>		<u>.23145283</u>		<u>.36370765</u>	
Observation	519		519		519	
Constant	41.172773	***	7.2975133		45.574305	***

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

ในการทดสอบการเบี่ยงเบนของเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรหรือไม่

ส่วนนี้จะเป็นการสอบทานเพื่อสนับสนุนแนวคิดที่ว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัท จะลดลงหาก บริษัทเลือกใช้กลยุทธ์ต่างไปจากจุดของเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม ดังนั้นในส่วนนี้จะวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนเบี่ยงเบน (Deviation) จากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีอยู่ในแบบจำลองสมการที่ 1 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าจุดที่เหมาะสมที่สุดที่จะเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และความเบี่ยงเบนจากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมที่สุดนี้อาจลดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้ เพื่อให้สามารถกำหนดผลกระทบของการเบี่ยงเบนจากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม ตัวแปร วงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) จะถูกตัดออกและแทนที่ด้วยส่วนที่เหลือที่ประมาณไว้ในข้อกำหนดมาตรฐานสำหรับตัวแปรวงจรเงินสด เป็นตัวแปรอธิบาย นี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Martinez-Solaetal (2014) เนื่องจากความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนในกิจการกับความสามารถใน

การทำกำไร เป็นแบบไม่เชิงเส้น (Concave) โดยผลกระทบของวงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) จะเป็นตัวกำหนดส่วนเบี่ยงเบนไปจากเงินทุนหมุนเวียนระดับที่เหมาะสมส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

จากตารางที่ 4.4 ผลการวิเคราะห์โดยวิธี Panel Data Regression เพื่ออธิบายการเบี่ยงเบนของระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมโดยวัดจากความสามารถในการทำกำไรของตัวแปรตามทั้งสามตัวแปร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (Return On Capital Employed) และอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น (Return On Equity) วัตถุประสงค์หลักที่เรากำหนดค่า 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 มีค่าเป็น ลบ กำหนดให้ INTERACT มีค่าเท่ากับ 0 ทั้งนี้เรากำหนดให้ตัวแปร Deviation เป็นตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิเคราะห์สมการที่ 4 ทั้งนี้โดยเราคาดหวังค่า Deviation + INTERACT (สัมประสิทธิ์ $\beta_1 + \beta_2$) มีค่าเป็นลบ ซึ่งเป็นผลกระทบต่อความคลาดเคลื่อนทั้งจุดที่เหนือกว่าด้านบน (above-optimal) และจุดที่อยู่ต่ำกว่าด้านล่าง (below-optimal) ที่ห่างจากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม ผลการทดสอบ ได้แสดงว่า ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนเบี่ยงเบน (Deviation) กับ ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท 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 ถ้าเงินทุนหมุนเวียนของกิจการไม่ได้อยู่ในระดับที่เหมาะสมจะส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง

จึงสรุปได้ว่า การที่บริษัทใช้กลยุทธ์เชิงรุก (Aggressive Strategy) หรือ กลยุทธ์แบบระมัดระวัง (Conservative Strategy) จะส่งผลต่อกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนกิจการต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ในช่วงปี พ.ศ. 2550-2559 จำนวน 89 บริษัท โดยกำหนดปัจจัยที่นำมาศึกษา 7 ปัจจัย ได้แก่ อายุของกิจการ (Company Age) อายุบริษัทตั้งแต่จัดตั้งจนกระทั่งเข้าจดทะเบียน ขนาดของกิจการ (Company size) ในงานวิจัยนี้ผู้วิจัยจะใช้สินทรัพย์รวม (Total Asset) และใช้การ take log n เพื่อลดการผันผวนในการวิเคราะห์ผลการทดสอบ, โครงสร้างทางการเงิน (Financial Leverage) คำนวณจากอัตราส่วนหนี้สินรวมหารด้วยส่วนทุน, สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Asset Tangibility) คำนวณจาก อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรหารด้วยสินทรัพย์รวม, อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) คำนวณจากสินทรัพย์หมุนเวียนหารด้วยหนี้สินหมุนเวียน, การจัดหาเงินทุนระยะสั้น (Short-term Financing) คำนวณจากหนี้สินหมุนเวียนหารด้วยสินทรัพย์รวม และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cashflow)

วิธีการศึกษาในครั้งนี้ผู้ทำการศึกษาใช้วิธี Panel data regression พบว่าการเบี่ยงเบนจากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมโดยวัดจากความสามารถในการทำกำไรของตัวแปรตามทั้งสามตัวแปร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (Return On Capital Employed) และอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น (Return On Equity) โดยที่เราคาดหวังว่า ความสัมพันธ์ของส่วนเบี่ยงเบน (Deviation) กับความสามารถในการทำกำไร จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ และมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.01 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 ถ้าเงินทุนหมุนเวียนของกิจการไม่ได้อยู่ในระดับที่เหมาะสมจะส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง จึงสรุปได้ว่า การที่บริษัทใช้กลยุทธ์เชิงรุก (Aggressive Strategy) หรือ กลยุทธ์แบบระมัดระวัง (Conservative Strategy) จะส่งผลต่อกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)



ตารางที่ 5 เปรียบเทียบตัวแปรที่ใช้ทดสอบจากงานวิจัยก่อนหน้า

ตัวแปร	ความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร	อิทธิพลและความสำคัญในงานวิจัย
Company Age (COAGE)	-	บริษัทที่ดำเนินกิจการมานานอาจจะไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ง่ายกว่า ทั้งนี้อาจจะขึ้นกับปัจจัยอื่นๆของกิจการนั้น ๆ ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัย Coad,A., Segarra,A.and Teruel,M.(2010)
Company Size (COSIZE)	-	บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ง่ายกว่าหรือได้อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมที่ต่ำกว่า สอดคล้องกับงานวิจัย Yang, C. and Chen, K. (2009)
Asset Tangible (ATAN)	-	บริษัทจำเป็นต้องมีสัดส่วนของสินทรัพย์ที่จับต้องไม่ได้ในสัดส่วนที่สูงโดยจะต้องใช้ประโยชน์ให้ได้ประสิทธิภาพสูงสุด 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 จะให้เห็นว่าเกิดต้นทุนค่าเสียโอกาส(Opportunity Cost) จากการนำสินทรัพย์หมุนเวียนไปลงทุนให้เกิดประโยชน์แก่บริษัท ไม่สอดคล้องกับ Hvide, H.K. and Moen, J. (2007)

ตารางที่ 5 เปรียบเทียบตัวแปรที่ใช้ทดสอบจากงานวิจัยก่อนหน้า (ต่อ)

ตัวแปร	ความสัมพันธ์กับความสามารถ ในการทำกำไร	อิทธิพลและความสำคัญในงานวิจัย
การจัดหาเงินทุนระยะสั้น (SFIN)	+	บริษัทที่มีหนี้สินระยะสั้นสูงอาจส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) ของบริษัทลดลงไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Tauringgana และ afrifa(2013)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (OC)	+	บริษัทที่มีกระแสเงินสดกิจการที่ดีส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) สูงขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Nobanee, H. and Alhajjar, M. (2009)

สำหรับผลการศึกษาวิจัยในครั้งนี้มีตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมด 7 ตัวแปร ดังนี้ อายุของกิจการ (Company Age) ขนาดของกิจการ (Company size) โครงสร้างทางการเงิน (Financial Leverage) สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Asset Tangibility) อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) การจัดหาเงินทุนระยะสั้น (Short-term Financing) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cashflow) โดยตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนมีจำนวน 2 ตัวแปร ได้แก่ การจัดหาเงินทุนระยะสั้น (SFIN) และอัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) อาจกล่าวได้ว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ระยะสั้นสูงอาจส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) ของบริษัทลดซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Tauringgana และ afrifa (2013) หรือบริษัทที่มีสภาพคล่องกิจการสูงเกินไป ซึ่งให้ เห็นว่าจะเกิดต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) จากการนำสินทรัพย์หมุนเวียนไปลงทุนให้เกิดประโยชน์แก่บริษัท ซึ่งสอดคล้องกับ Hvide, H.K. and Moen, J. (2007) ส่วนตัวแปรที่เหลืออีก 4 ตัวมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ได้แก่ อายุกิจการ (Company Age) อาจกล่าวได้ว่าบริษัทที่ดำเนินกิจการมานานอาจจะไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ง่ายกว่าทั้งนี้อาจจะมีปัจจัยอื่นๆที่มาสสนับสนุนมากกว่าการที่บริษัทนั้นเปิดมานานแล้วซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้าของ Coad, A., Segarra, A. and Teruel, M. (2010) สำหรับตัวแปรขนาดกิจการ (Company Size) กล่าวคือบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอก ได้ง่ายกว่าหรือได้อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมที่ต่ำกว่า สอดคล้องกับงานวิจัย Yang, C. and Chen, K. (2009) ถัดมาคือตัวแปรสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Asset Tangibility) ซึ่งบริษัทจำเป็นต้องมีสัดส่วนของสินทรัพย์ที่จับต้องไม่ได้ในสัดส่วนที่สูง 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) เป็นการเปรียบเทียบต้นทุนและประโยชน์จากการก่อหนี้และ หาโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดโดยประโยชน์จากการก่อหนี้ (Benefits of Debt)

สำหรับตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 2 คือถ้าเงินทุนหมุนเวียนของกิจการไม่ได้อยู่ในระดับที่เหมาะสมจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) เป็นต้นทุนที่เกิดจากปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร หรือ เจ้าหนี้และผู้ถือหุ้น ดังนั้นควรมีมาตรการในการป้องกันต้นทุนตัวแทนที่อาจจะเกิดขึ้น ซึ่งปัญหาดังกล่าวอาจเกิดจาก เจ้าหนี้จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้น โดยอาจเกิด Asset Substitution Effect กล่าวคือ ผู้จัดการจะลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงมาก ผลตอบแทนสูง เพราะเมื่อได้ผลตอบแทนจะคืนเจ้าหนี้ก่อน ส่วนของเจ้าของจะเป็นลำดับถัดมา (Jensen & Meckling, 1976) เมื่อกิจการประสบปัญหาทางการเงิน ซึ่งมีโอกาสที่กิจการอาจจะถูกปิดตัวลงทำให้เกิดมีปัญหาด้าน Free Cash Flow (FCF) ทั้งนี้อำนาจในการบริหารจัดการบริษัทจะขึ้นอยู่กับดุลยพินิจและการตัดสินใจของคณะกรรมการหรือผู้บริหารระดับสูง รวมถึงประสิทธิภาพของผู้บริหารในบริษัทเองอันจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการและความสามารถในการดำเนินธุรกิจที่ยั่งยืน (Sustainability) ต่อไปได้

สำหรับการทดสอบการเบี่ยงเบนเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรหรือไม่ ในส่วนนี้เป็น การสอบทานเพื่อสนับสนุนแนวคิดที่ว่าความสามารถในการทำกำไรของ บริษัท จะลดลงหาก บริษัท ย้ายออกหรือมีการเปลี่ยนแปลงจุดเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม ดังนั้นในส่วนนี้จะวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนเบี่ยงเบน (Deviation) จากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีอยู่ในแบบจำลองสมการที่ 1 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าจุดที่เหมาะสมที่สุดที่จะเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และความเบี่ยงเบนจากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมที่สุดนี้อาจลดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้ เพื่อให้สามารถกำหนดผลกระทบของการเบี่ยงเบนจากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม ตัวแปร วงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) จะถูกตัดออกและแทนที่ด้วยส่วนที่เหลือที่ประมาณไว้ในข้อกำหนดมาตรฐาน

สำหรับตัวแปร วงจรเงินสด เป็นตัวแปรอธิบายนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Martinez-Solaetal (2014) เนื่องจากความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนในกิจการกับความสามารถในการทำกำไรเป็นแบบไม่เชิงเส้น (Concave) โดยผลกระทบของวงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) จะเป็นตัวกำหนดส่วนเบี่ยงเบนไปจากเงินทุนหมุนเวียนระดับที่เหมาะสมส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

ผลการวิเคราะห์ โดยวิธี Panel Data Regression เพื่ออธิบายการเบี่ยงเบนจากระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม โดยวัดจากความสามารถในการทำกำไรของตัวแปรตามทั้งสามตัวแปร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัท

ลงทุนไป (Return On Capital Employed) และอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น (Return On Equity) วัตถุประสงค์หลักที่เรากำหนดค่า Deviation (สัมประสิทธิ์ β_1) มีผลต่อความสามารถในการทำไรของบริษัทอย่างไร โดยที่เราคาดหวังว่า ความสัมพันธ์ของส่วนเบี่ยงเบน (Deviation) กับความสามารถในการทำกำไร จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ เมื่อนำกำหนดค่าตัวแปรเพิ่มคือ INTERACT (สัมประสิทธิ์ β_2) กำหนดให้ค่า INTERACT ที่ เป็นค่า 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) กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเป็นไปในทิศทางลบอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไป (ROCE) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 และ 0.01 ตามลำดับ ซึ่งผลการทดสอบดังกล่าวจะช่วยสนับสนุนสมมติฐาน H2 กล่าวคือ ถ้าเงินทุนหมุนเวียนของกิจการไม่ได้อยู่ในระดับที่เหมาะสมจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง

สรุปได้ว่า การที่บริษัทใช้กลยุทธ์เชิงรุก (Aggressive Strategy) หรือกลยุทธ์แบบระมัดระวัง (Conservative Strategy) จะส่งผลให้กำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ลดลง สำหรับในการศึกษาวิจัยในอนาคตผู้ที่สนใจในหัวข้อวิจัยนี้อาจทำการเพิ่มตัวแปรอื่นๆที่น่าสนใจหรือเป็นกรณีศึกษาที่จะเกิดขึ้นในอนาคตมาใช้ในการทดสอบหาความสัมพันธ์ของระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมกับความสามารถในการทำกำไร หรืออาจจะศึกษาแบบเฉพาะเจาะจงในรายอุตสาหกรรมก็ย่อมได้

บรรณานุกรม

- โกคิน ประสิทธิ์สุทธิพร (2553). “ความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย”.
- ธรากร หทัยเจริญลาภ (2553). “ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการในอุตสาหกรรมการผลิตของประเทศไทย”.
- Whited, T.M. (1992), “Debt, liquidity constraints, and corporate investment: evidence from panel data”, *Journal of Finance*, Vol. 47 No. 4, pp. 1425-1460.
- Deloof, M. (2003), “Does working capital management affect profitability of Belgian firms?”. *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 30 No. 3, pp. 573-587.
- Godfred Adjapong Afrifa and Kesseven Padachi (2014). “Working capital level influence on SME profitability”. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 23 Issue: 1, pp.44-63.
- Godfred Adjapong Afrifa (2015). Net working capital, cash flow and performance of UK SMEs’. *Review of Accounting and Finance*, Vol. 15 Issue: 1, pp.21-44.
- Garcia- Teruel, P. J. and Martinez- Solano, P. (2007), “Effects of working capital management on SME profitability”. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 3 No. 2, pp. 164-177.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.
- Martinez- Sola, C., García- Truel, P.J. and Martínez- Solano, P. (2014). “Trade credit and SME profitability”. *Small Business Economics*, Vol. 42 No. 3, pp. 561-577.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). “The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment”, *American Economic Review*, Vol. 48 No. 3, pp. 267-297.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). “The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment”, *American Economic Review*, Vol. 48 No. 3, pp. 267-297.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Nobanee, H. (2009). “Working capital management and firm’s profitability: an optimal cash conversion cycle”. available at: <http://ssrn.com/abstract/1471230> (accessed 10 October 2010).
- Nobanee, H. and Alhajjar, M. (2009). “Working capital management, operating cash flow and corporate performance”. available at: <http://ssrn.com/abstract/1471236> (accessed 10 October 2011).
- Nazir, M. S. and Afza, T. (2009). “Impact of aggressive working capital management policy on firms profitability”. *The IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 15 No. 8, pp. 19-30.
- 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*, Vol. 2 No. 2, pp. 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*, Vol. 20 No. 3, pp. 453-469.
- Tong, Z. (2008). “Deviations from optimal CEO ownership and firm value”. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32 No. 11, pp. 2462-2470.